



# SKÝRSLA PENINGASTEFNUNEFNDAR TIL ALÞINGIS

2018 • 1



# Skýrsla peningastefnunefndar til Alþingis

5. júlí 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. júní 2018. Eftirfarandi skýrsla fjallar um störf nefndarinnar frá janúar til júní 2018.

## 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% verðbólguþolmið 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 að svo miklu leyti sem hann telur það ekki ganga gegn meginmarkmiði sínu um stöðugt verðlag. Þá skal bankinn stuðla að fjármálastöðugleika. Peningastefnunefnd tekur samkvæmt lögnum 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 þjóðarbúskapinn sem birtist í riti bankans, *Peningamálum*. Í yfirlýsingu og fundargerðum peningastefnunefndar, sem fylgja þessari skýrslu, er að finna röksemdir fyrir ákvörðunum nefndarinnar á fyrri hluta ársins 2018.

## Þróunin frá janúar til júní 2018

Vextir Seðlabankans eru óbreyttir frá því að síðasta skýrsla peningastefnunefndar var send Alþingi í janúar sl. Meginvextir Seðlabankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum, voru því 4,25% í lok júní.<sup>1</sup>

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað á aukafundi í byrjun júní sl. að breyta fyrirkomulagi bindiskyldu lánastofnana þannig að hún skiptist í tvo hluta, annars vegar fasta 1% bindingu sem ber enga vexti, og hins vegar 1% bindingu af sama tagi og verið hefur

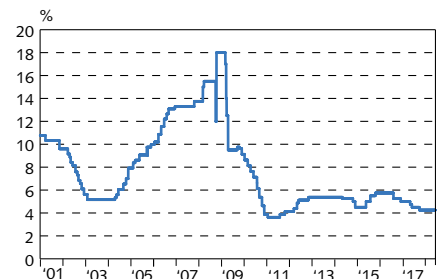
Tafla 1. Vaxtaávarðanir Seðlabanka Íslands á fyrri árshelmingi 2018 (%)

Dags.	Viðskipta- reikningar	Bundin innlán til 7 daga	Veðlán	Daglán
13. júní	4,00	4,25	5,00	6,00
16. maí	4,00	4,25	5,00	6,00
14. mars	4,00	4,25	5,00	6,00
7. febrúar	4,00	4,25	5,00	6,00

Mynd 1

Meginvextir Seðlabanka Íslands<sup>1</sup>

Daglegar tölur 3. janúar 2001 - 29. júní 2018



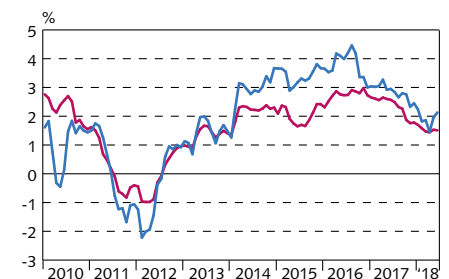
1. Meginvextir Seðlabankans eru vextir á 7 daga veðlámum fram til 31. mars 2009, vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabankanum frá 1. apríl 2009 til 30. september 2009, meðaltal vaxta á viðskiptareikningunum og á 28 daga innstæðubréfum frá 1. október 2009 til 20. maí 2014 og vextir á 7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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Raunvextir Seðlabanka Íslands<sup>1</sup>

Janúar 2010 - júní 2018



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

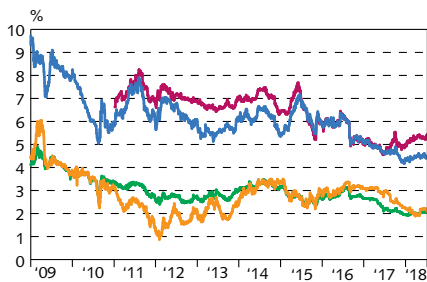
1. Fram til maí 2014 er miðað við meðaltal innlánsvaxta og hámarksvaxta á innstæðubréfum með 28 daga binditíma sem meginvexti bankans en frá maí 2014 er miðað við vexti 7 daga bundinna innlána. 2. Fram til janúar 2012 er miðað við 12 mánaða verðbólgu, verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs, verðbólguvæntingar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

Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Mynd 3

#### Ávöxtunarkrafa skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 29. júní 2018



Óverðtryggð ríkisbréf á gjalddaga:

— 2019 — 2031

Verðtryggð íbúðabréf á gjalddaga:

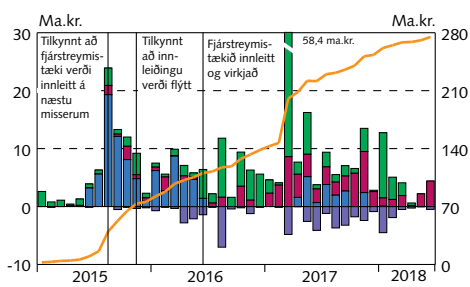
— 2024 — 2044

Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Mynd 4

#### Fjármagnsflæði vegna skráðrar nýfjárfestingar

Janúar 2015 - júní 2018



■ Innflæði í ríkisskuldabréf (v. ás)

■ Innflæði í skráð hlutabréf (v. ás)

■ Annað innflæði (v. ás)<sup>1</sup>

■ Útflæði (v. ás)

— Uppsafnað hreint flæði (h. ás)

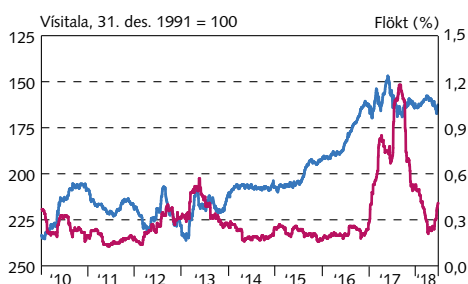
1. Annað innflæði í mars 2017 kemur nánast að öllu leyti til vegna kaupna erlendra aðila á eignarhlut í innlendum viðskiptabanka.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Mynd 5

#### Gengi krónu og gengisflökt

Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 29. júní 2018



— Visitala meðalgengis - viðskiptavog þröng (andhverfur v. ás)<sup>1</sup>

— Gengisflökt krónu (h. ás)<sup>2</sup>

1. Verð erlendra gjaldmiðla í 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.

og ber um þessar mundir 4% vexti (þ.e. vexti á viðskiptareikningum bankans). Markmið þessara breytinga var að veita upp á móti kostnaði Seðlabankans af framkvæmd peningastefnunnar á meðan gjaldeyrisforði er stór og vaxtamunur gagnvart útlöndum mikill. Breytingunum var ekki ætlað að breyta aðhaldsstigi peningastefnunnar. Það var mat peningastefnufndar á fundi sínum í júní sl. að breytingin hefði ekki haft slík áhrif né á þróun á fjármálamörkuðum (sbr. ítarefni 2).

Taumhald peningastefnunnar, mælt með raunvöxtum Seðlabankans, slaknaði lítillega á fyrri hluta ársins 2018 samhliða aukinni verðbólgu og hækkun nokkurra mælikvarða á verðbólguvæntingum. Miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar voru raunvextir bankans 1,4% í lok júní en voru 1,7% í lok desember sl. Raunvextir bankans miðað við tólf mánaða verðbólgu lækkuðu um 0,7 prósentur á sama tíma og voru 1,6% í lok júní.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa tók að hækka undir lok síðasta árs eftir að hafa farið lækkanði frá septemberlokum. Vextir á tíu ára skuldabréfum voru um 5,4% í lok júní sl. eða um 0,4 prósentum hærrí en í lok desember sl. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hækkaði frá árslokum 2017 til loka aprílmánaðar eftir að hafa farið lækkanði tvö ár þar á undan. Hækkunin gekk hins vegar hratt til baka í lok apríl og var ávöxtunarkrafa lengstu verðtryggðu bréfa ríkissjóðs um 2% í lok júní eða um 0,1 prósentu hærrí en í lok síðasta árs.

Innstreymi fjármagns vegna nýfjárfestingar var tæplega 30 ma.kr. á fyrri helmingi ársins en útflæði fjármagns sem áður kom inn sem nýfjárfesting nam tæplega 8 ma.kr. Nýfjárfesting á innlendum skuldabréfamarkaði hefur verið hverfandi það sem af er ári. Innstreymi í skráð hlutabréf, sem fellur ekki undir sérstöku bindiskyldu Seðlabankans, hefur einnig dregist saman á árinu en innflæði í aðra fjárfestingu hefur aukist. Endurfjárfest hefur verið að mestu fyrir þá fjármuni sem hafa losnað úr bindingu á tímabilinu.

Verulega hefur dregið úr sveiflum í gengi krónunnar eftir nokkurt flökt í kjölfar afnáms fjármagnshafta í mars 2017 enda virðist sem meira jafnvægi hafi skapast í gjaldeyrisstreymi til og frá landinu. Flökt jókst þó í skamman tíma í júní um líkt leyti og frumútboð Arion banka hf. átti sér stað. Í lok júní sl. var gengi krónunnar 0,5% hærra gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu en það var í árslok 2017 og um 3,7% lægra en fyrir ári. Í takt við yfirlýst markmið Seðlabankans um að beita inngrípum fyrst og fremst til að draga úr óhóflegum skammtímasveiflum í gengi krónunnar hefur bankinn ekki átt viðskipti á milli-bankamarkaði með gjaldeyri það sem af er ári.

Verðbólga jókst á fyrsta fjórðungi þessa árs og fór lítillega upp fyrir verðbólgu markmið Seðlabankans í mars eftir að hafa verið undir markmiði samfleytt í fjögur ár. Hún mældist 2,6% í júní en hafði verið 1,9% í desember 2017. Verðbólga án húsnæðis hefur aukist hraðar á fyrri hluta ársins en mæld verðbólga og var 1,1% í júní samanborið við -1,6% í desember sl. Undirliggjandi verðbólga hefur einnig aukist og var miðgildi ólíkra mælikvarða hennar 2,9% í júní samanborið við 1,8% í desember sl.

Í lok árs 2017 hafði dregið úr hækkun húsnæðisverðs sem hefur verið megindrifkraftur verðbólgu á undanförunum árum. Á fyrri hluta

ársins 2018 hækkaði húsnæðisverð hins vegar töluvert á ný, einkum á landsbyggðinni, og var sá þáttur sem hafði mest áhrif á þróun vísitölu neysluverðs á tímabilinu. Árshækkun húsnæðisverðs á öllu landinu mældist tæplega 7% í júní samanborið við 15% í desember sl. Þá hefur heimsmarkaðsverð á olíu hækkað töluvert undanfarin misseri og hafði innlent eldsneytisverð í júní hækkað um rúmlega 17% sl. tólf mánuði. Verð á almennri þjónustu hefur lítið breyst undanfarið og mældist árshækkunin 0,8% í júní.

Verðbólga mældist að meðaltali 2,3% á öðrum fjórðungi ársins en í grunnspá Seðlabankans sem birt var í *Peningamálum* 16. maí sl. var gert ráð fyrir að hún yrði 2,4%. Samkvæmt spánni eykst verðbólga er líður á árið og verður 2,9% á fjórða ársfjórðungi en hjaðnar á ný í markmið á næsta ári og verður í námunda við það út spátímann. Í samanburði við febrúarspá *Peningamála* vegast á áhrif þess að gert er ráð fyrir hærra gengi krónunnar fram eftir næsta ári á móti meiri hækkuð launakostnaðar og lítillga meiri framleiðsluspennu framan af spátímanum.

Samkvæmt nýlegum könnunum bjuggust markaðsaðilar við að verðbólga verði 2,6% að ári liðnu og stjórnendur fyrirtækja og heimili bjuggust við að hún verði 3-3½%. Verðbólguvæntingar heimila hafa hækkað um 0,5 prósentur frá því að síðasta skýrsla peningastefnu-nefndar var send Alþingi í janúar sl. Stjórnendur fyrirtækja og heimili voru í fyrsta sinn spurð um langtímaverðbólguvæntingar og bjuggust fyrirtæki við að verðbólga verði að meðaltali 3% á næstu fimm árum og heimilin gerðu ráð fyrir 3,5% verðbólgu. Þá bjuggust markaðsaðilar við að verðbólga verði að meðaltali 2,6% á næstu fimm og tíu árum sem er óbreytt frá því að síðasta skýrsla var send. Í lok júní 2017 mældist verðbólguálag til fimm og tíu ára 3,2-3,4% sem var um 0,4 prósentum hærra en í lok desember sl.

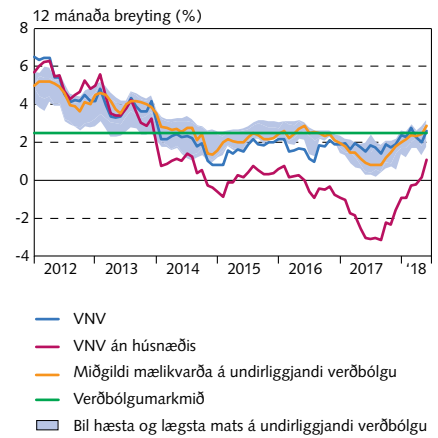
Fram kom í umræðum peningastefnunefndar á júnífundinum að þótt heldur meiri kraftur virtist hafa verið í þjóðarbúskapnum á fyrsta fjórðungi ársins en spáð hafði verið bentu vísbendingar af vinnu-markaði og úr ferðaþjónustu til þess að aðlögun þjóðarbúskaparins að jafnvægi gæti orðið hraðari en gert hafði verið ráð fyrir. Einnig hefði hjöðnun verðbólgu í maí verið heldur meiri en spáð var. Frávikin væru þó lítil og gæfu ekki tilefni til að bregðast við heldur væri rétt að bíða frekari vísbendinga.

Horfur eru á minnkandi spennu í þjóðarbúskapnum. Eigi að síður voru nefndarmenn sammála um að áfram væri þörf fyrir peningalegt aðhald í ljósi mikils vaxtar innlendar eftirspurnar og undirliggjandi spennu á vinnumarkaði.

Mynd 6

Mæld og undirliggjandi verðbólga<sup>1</sup>

Janúar 2012 - júní 2018

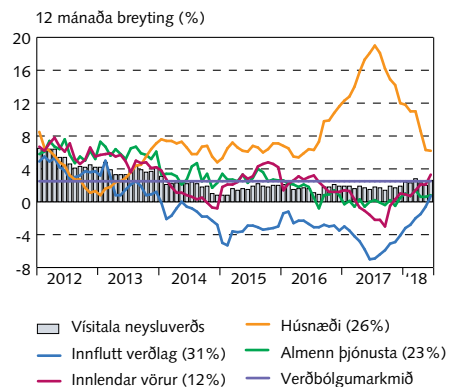


1. Undirliggjandi verðbólga er mæld með kjarnavísitölu (áhrif óbeinna skatta, sveiflukendra matvöruleiða, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána eru undanskilin) og tölfraðilegum mælikvörðum (vegið miðgildi, klippt meðaltal, kvikt þáttalíkan og sameiginlegur þáttur vísitölu neysluverðs).  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Innland og innflutt verðbólga<sup>1</sup>

Janúar 2012 - júní 2018

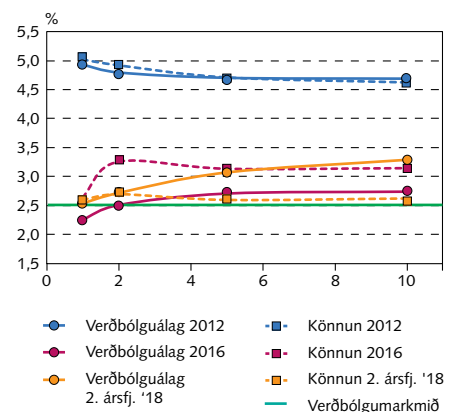


1. Innflutt verðbólga er nálgðuð með verði innfluttrar mat- og drykkjarvöru, nýrra bíla og varahluta, bensins og annarrar innfluttrar vöru. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi leiða í vísitölu neysluverðs.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Verðbólguvæntingar til 1-10 ára<sup>1</sup>

Meðaltal tímabila



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

### Ítarefni

Með þessari skýrslu fylgir eftirfarandi ítarefni:

1. Yfirlýsingar peningastefnunefndar frá janúar til júní 2018.
2. Fundargerðir peningastefnunefndar frá janúar til júní 2018.
3. Yfirlýsing varðandi sérstaka bindiskyldu á fjármagnsinnstreymi 14. mars 2018.
4. Fréttatilkynning um breytingu bindiskyldu lánastofnana 5. júní 2018.
5. Erindi aðstoðarseðlabankastjóra um peningastefnu á fundi Rótarý-félags Reykjavíkur/Austurbær 27. mars 2018.
6. „Sérstök bindiskylda á innflæði fjármagns og fjármögnunarskilyrði heimila og fyrirtækja“. Rammagrein 1 í *Peningamálum* 2018/2.
7. Yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabanka um verðbólguþægni, mars 2001.

Fyrir hönd peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,



Már Guðmundsson

seðlabankastjóri og formaður peningastefnunefndar

## Yfirlit yfir fylgiskjöl

	Bls.
Yfirlýsing peningastefnunefndar 7. febrúar 2018	8
Yfirlýsing peningastefnunefndar 14. mars 2018	9
Yfirlýsing peningastefnunefndar 16. maí 2018	10
Yfirlýsing peningastefnunefndar 13. júní 2018	11
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, febrúar 2018	12
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, mars 2018	18
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, maí 2018	24
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, júní 2018	32
Yfirlýsing seðlabankastjóra varðandi sérstaka bindiskyldu á fjármagnsinnstreymi sem gefin var á kynningarfundum um vaxtaákvörðun	38
Breyting á bindiskyldu lánastofnana	41
Erindi aðstoðarseðlabankastjóra hjá Rótary-félagi Reykjavíkur/Austurbær	43
Sérstök bindiskylda á innflæði fjármagns og fjármögnunarskilyrði heimila og fyrirtækja	53
Yfirlýsing um verðbólguþætti og breytta gengisstefnu	57

## Yfirlýsing peningastefnunefndar

7. febrúar 2018

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 þjóðhagsspa Seðlabankans sem birt er í febrúarhefti *Peningamála* verður hagvöxtur árána 2017 og 2018 heldur minni en spáð var í nóvember. Stafar það einkum af því að útflutningur jókst hægar í fyrra en gert var ráð fyrir en á móti vegur hraðari vöxtur innlendra eftirspurnar bæði árin. Það skýrist aðallega af meiri fjárfestingu og minna aðhaldi í opinberum fjármálum.

Verðbólga í janúar jókst úr 1,9% í 2,4% sem einkum má rekja til hækkunar húsnæðisverðs á landsbyggðinni. Undirliggjandi verðbólga jókst einnig nokkuð. Undanfarið hálf ár hefur dregið úr verðhækkun húsnæðis en áhrif herra gengis krónunnar farið dvínandi. Líklegt er að þessi þróun haldi áfram á næstunni. Gengið hefur lítið breyst frá síðasta fundi peningastefnunefndar enda hefur gjaldeyrismarkaðurinn verið í ágætu jafnvægi. Horfur eru á að verðbólga verði nálægt markmiði á spátímanum og verðbólguvæntingar hafa á heildina lítið einnig verið í samræmi við það um nokkurt skeið.

Hátt raungengi hefur hægt á vexti útflutnings og horfur eru á minnkandi spennu í þjóðarbúskapnum. Eigi að síður er áfram þörf fyrir peningalegt aðhald til að halda aftur af örum vexti innlendra eftirspurnar, m.a. í ljósi þess að horfur eru á minna aðhaldi í opinberum fjármálum en áður var gert ráð fyrir. Þá ríkir enn óvissa um niðurstöðu kjarasamninga.



## Yfirlýsing peningastefnunefndar

14. mars 2018

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

Samkvæmt þjóðhagsreikningum sem Hagstofa Íslands birti 9. mars sl. var hagvöxtur 3,6% í fyrra, sem er nálægt því sem Seðlabankinn hafði gert ráð fyrir í febrúarhefti *Peningamála*.

Verðbólga í febrúar var 2,3% og hafði minnkað úr 2,4% í janúar. Undirliggjandi verðbólga hjaðnaði einnig lítillega. Áfram hefur dregið úr árshækkun húsnæðisverðs og áhrif herra gengis krónunnar hafa dvínað. Líklegt er að þessi þróun haldi áfram á næstunni. Gengi krónunnar hefur hækkað frá síðasta fundi peningastefnunefndar og gjaldeyrismarkaðurinn hefur áfram verið í ágætu jafnvægi. Verðbólguhorfur hafa lítið breyst frá síðasta fundi nefndarinnar en verðbólguvæntingar virðast hafa hækkað lítillega. Of snemmt er þó að álykta um hvort kjölfesta þeirra við verðbólguþétt bankans hafi veikst.

Hátt raungengi hefur hægt á vexti útflutnings og horfur eru á minnkandi spennu í þjóðarbúskapnum. Eigi að síður er áfram þörf fyrir peningalegt aðhald til að halda aftur af örum vexti innlendar eftirspurnar. Nýleg ákvörðun um að segja ekki upp kjarasamningum dregur úr hættu á ósjálfbærum launahækkunum til skamms tíma lítið en undirliggjandi spenna á vinnumarkaði er enn til staðar.

## Yfirlýsing peningastefnunefndar 16. maí 2018

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 mahefti *Peningamála* eru horfur á að hagvöxtur verði aðeins minni í ár en í fyrra. Fer þar saman hægari vöxtur útflutnings og minni vöxtur innlestrar eftirspurnar. Þetta er áþekkur hagvöxtur og gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans og líkt og þá er talið að hann minnki frekar á næstu tveimur árum.

Verðbólga var 2,5% á fyrsta fjórðungi ársins og 2,3% í apríl. Undirliggjandi verðbólga er á svipuðu róli. Verðbólga hefur því í stórum dráttum verið í samræmi við 2½% verðbólguþröng Seðlabankans síðustu mánuði. Áfram hefur dregið úr árshækkun húsnæðisverðs en gagnstæð áhrif gengisbreytinga krónunnar á verðbólguna hafa dvínað. Líklegt er að þessi þróun haldi áfram á næstunni. Gengi krónunnar er nær óbreytt frá síðasta fundi peningastefnunefndar og gjaldeyrismarkaðurinn hefur áfram verið í ágætu jafnvægi. Hvorki verðbólguhorfur né verðbólguvæntingar hafa breyst að neinu marki frá síðasta fundi nefndarinnar.

Horfur eru á minnkandi spennu í þjóðarbúskapnum. Eigi að síður er áfram þörf fyrir peningalegt aðhald til að halda aftur af örum vexti innlestrar eftirspurnar. Dregið hefur úr hættu á ósjálfbærum launahækkunum til skamms tíma litið en undirliggjandi spenna á vinnumarkaði er enn til staðar.

## Yfirlýsing peningastefnunefndar 13. júní 2018

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

Samkvæmt bráðabirgðaniðurstöðum þjóðhagsreikninga sem Hagstofa Íslands birti nýlega var hagvöxtur á fyrsta fjórðungi ársins 6,6% sem er töluvert meiri vöxtur en mældist á seinni hluta síðasta árs. Þetta er aðeins meiri vöxtur en Seðlabankinn gerði ráð fyrir í maí en í meginatriðum er þróunin í samræmi við spá bankans. Áfram eru því horfur á að dragi úr hagvexti á árinu með hægari vexti útflutnings og innlestrar eftirspurnar. Þróun íbúðaverðs og vísbendingar af vinnumarkaði benda í sömu átt.

Verðbólga hjaðnaði í 2% í maí en undanfarna mánuði hefur bæði mæld og undirliggjandi verðbólga verið í grennd við 2½% verðbólguþakmið Seðlabankans. Áfram dregur úr árshækkun húsnæðisverðs en gagnstæð áhrif gengisbreytinga krónunnar á verðbólguna hafa dvínað. Líklegt er að þessi þróun haldi áfram á næstunni. Gengi krónunnar hefur lækkað aðeins frá síðasta fundi peningastefnunefndar en gjaldeyrismarkaðurinn hefur áfram verið í ágætu jafnvægi. Verðbólguvæntingar virðast á heildina litið í ágætu samræmi við verðbólguþakmið bankans.

Horfur eru á minnkandi spennu í þjóðarbúskapnum. Eigi að síður er áfram þörf fyrir peningalegt aðhald í ljósi mikils vaxtar innlestrar eftirspurnar og undirliggjandi spennu á vinnumarkaði.



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, febrúar 2018

Birt: 21. febrúar 2018

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 5. og 6. febrúar 2018, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 7. febrúar 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 13. desember 2017 og uppfærðri spá í *Peningamálum 2018/1* hinn 7. febrúar.

#### Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar lækkaði gengi krónunnar um 0,3% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 1,3% gagnvart evru og um 0,8% gagnvart bresku pundi en hækkaði um 4% gagnvart Bandaríkjadal. Seðlabankinn átti engin viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri á milli funda.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði slaknað frá desemberfundi nefndarinnar. Raunvextir bankans voru 1,6% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar eða 0,2 prósentum lægri en í desember. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 1,8% og höfðu lækkað um 0,7 prósentur.

Vextir á millibankamarkaði með krónur voru óbreyttir á milli funda og engin velta var á markaðnum á tímabilinu.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um allt að 0,4 prósentur frá desemberfundinum. Krafa lengri bréfa hafði hækkað mest og vaxtamunur milli þeirra og styttri

bréfa hafði því aukist. Ávöxtunarkrafa lengri verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði einnig hækkað lítillega en krafa styttri verðtryggðra bréfa lækkað. Þá höfðu vextir inn- og útlána fjármálafyrirtækja í meginatriðum þróast í takt við vexti Seðlabankans á milli funda.

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs lækkuðu í desember í kjölfar hækkunar Fitch Ratings á láns hæfiseinkunn ríkissjóðs í A og nýrrar skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs í evrum. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum hafði lækkað um 0,1 prósentu á milli funda í 0,6% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldabréfum minnkaði um tæplega 0,3 prósentur í 0,5 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar óbreyttra vaxta í febrúar. Vísuðu þær helst til þess að raunvextir hefðu lækkað á milli funda auk þess sem enn ríkti óvissa um niðurstöðu kjarasamninga.

Samkvæmt könnun Seðlabankans sem framkvæmd var í lok janúar sl. væntu markaðsaðilar þess að meginvöxtum bankans yrði haldið óbreyttum í 4,25% næstu tvö ár. Þá töldu um 68% svarenda taumhald peningastefnunnar vera hæfilegt þegar könnunin var framkvæmd samanborið við 59% í síðustu könnun. Svipaður fjöldi svarenda taldi taumhald peningastefnunnar vera of þétt og taldi það vera of laust.

Leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja var ársvöxtur víðs peningamagns (M3) 7,1% á fjórða fjórðungi 2017. Það er hægari vöxtur en var á öðrum og þriðja ársfjórðungi en töluvert umfram áætlaðan nafnvöxt landsframleiðslunnar. Innlán heimila vaxa enn hratt en hægt hefur á aukningu innlána fjármálageirans.

Leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda stækkaði útlánastofn lánakerfisins um 6,3% að nafnvirði á fjórða fjórðungi síðasta árs frá sama fjórðungi 2016. Á fjórða fjórðungi jukust útlán til fyrirtækja um 9% að nafnvirði en útlán til heimila um 5,3% sem er svipaður ársvöxtur og á þriðja fjórðungi.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði hækkað um 4,4% á milli funda. Velta á aðalmarkaði nam 53 ma.kr. í janúar sem er 6,6% meiri velta en á sama tímabili í fyrra.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var í janúar sl. eru horfur í heimsbúskapnum heldur betri en gert var ráð fyrir í spá sjóðsins frá því í október. Gert er ráð fyrir 3,9% hagvexti í heiminum í ár og á næsta ári sem er 0,2 prósentum meiri hagvöxtur en spáð var í október á hvoru ári fyrir sig. Búist er við nokkru meiri hagvexti í þróuðum ríkjum, sérstaklega í Bandaríkjunum, Japan og á evrusvæðinu. Spá um vöxt alþjóðaviðskipta var einnig hækkuð fyrir bæði árin. Verðbólguhorfur í iðnríkjum hafa einnig verið endurskoðaðar upp á við. Spáð er 1,9% verðbólgu í ár og að hún aukist í 2,1% á næsta ári. Gert er ráð fyrir lítið eitt meiri verðbólgu í nýmarkaðs- og þróunarríkjum á þessu og næsta ári en í október. Spár *Consensus Forecasts* um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands á þessu ári höfðu hækkað um 0,1 prósentu milli funda nefndarinnar í 2,3% en verðbólguhorfur voru óbreyttar.

Halli af vöruskiptum nam 26,6 ma.kr. í desember sem er mesti halli sem mælst hefur frá því í júlí 2006 á föstu gengi. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands var hallinn 5,4 ma.kr. í janúar. Á árinu 2017 nam halli vöruskipta 178 ma.kr. en hann hafði verið 95 ma.kr. árið á undan. Verðmæti innflutnings jókst um 21% milli ára í fyrra á föstu gengi en verðmæti útflutnings um 8%. Aukinn innflutning á síðasta ári má að mestu leyti rekja til aukins innflutnings fólksbíla auk hrá- og rekstrarvöru en aukning útflutnings stafar einkum af útflutningi iðnaðarvöru.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð hækkandi álverð um 10% milli funda peningastefnufndar og var meðalverð í janúar um 24% hærra en fyrir ári. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hafi lækkað milli mánaða í desember og um 2,2% á fjórða ársfjórðungi milli ára. Alls lækkaði verð sjávarafurða um 1% milli ára í fyrra. Heimsmarkaðsverð á olíu hefur lækkað nær sleitulaust frá sl. sumri og var í janúar að meðaltali 24% hærra en í janúar 2017.

Miðað við hlutfallslegt verðlag hækkandi raungengi um 11,8% milli ára í fyrra. Á sama mælikvarða mældist raungengi 98 stig í janúar. Hafði það lækkað um 1% milli mánaða en lækkað um 1,2% milli ára. Hækkunina milli ára má að öllu leyti rekja til hærra nafngengis krónu en innlend verðbólga var svipuð og í helstu viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Eins og vænst var gekk samdráttur heildarvinnustunda og minnkun atvinnuþátttöku sem mældist í vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar á þriðja ársfjórðungi í fyrra til baka á fjórða ársfjórðungi enda hélt störfum samkvæmt staðgreiðsluskrá áfram að fjölga hratt og innflutningur á erlendu vinnuafli var sem fyrr mikill. Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands fjölgaði heildarvinnustundum um 0,8% milli ára á fjórða ársfjórðungi 2017. Fjölgunin stafaði af 1,4% fjölgun starfandi fólks en meðalvinnuvikan stýttist um 0,6%. Að teknu tilliti til árstíðar jókst atvinnuþátttaka um tæpa prósentu milli fjórðunga og hlutfall starfandi um ½ prósentu. Hlutfall starfandi og atvinnuþátttaka minnkuðu um nærri prósentu milli áranna 2016 og 2017.

Atvinnuleysi mældist 3% á síðasta fjórðungi í fyrra, sé leiðrétt fyrir árstíð, og jókst um 0,4 prósentur milli fjórðunga. Var það 2,8% á árinu í heild en hafði verið 3% árið á undan. Samkvæmt tölum Vinnumálastofnunar var atvinnuleysi 2,2% í fyrra og minnkaði um 0,1 prósentu milli ára.

Aðrar vísbendingar báru merki um kröftugri vinnuafleseftirspurn. Bráðabirgðatölur um fjölda launafólks á staðgreiðsluskrá sýndu 3,6% aukningu milli ára í október og flutningsjöfnuður erlendra ríkisborgara á aldrinum 20-59 ára nam 0,6% af mannfjölda en hann var 3,8% á árinu öllu. Er það mesta fjölgun á einu ári sem mælst hefur. Starfsfólk starfsmannaleigna og erlendra þjónustufyrirtækja var 1% af vinnuaflinu í lok síðasta árs sem er 57% fjölgun milli ára.

Launavísitalan lækkaði um 0,2% milli mánaða í desember 2017 og um 6,9% milli ára. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna var 4,8% meiri í mánuðinum en á sama tíma árið 2016. Launavísitalan lækkaði um 6,8% milli ársmeðaltala í fyrra og kaupmáttur jókst um 5%.

Vísbendingar um einkaneyslu á fjórða fjórðungi síðasta árs gefa til kynna að eftirspurn heimila hafi haldið áfram að aukast milli ára á fjórðungnum en heldur hægar en á fyrri hluta ársins.

Væntingavísitala Gallup lækkaði milli mánaða í janúar og mældist 121,5 stig. Allar undirvísitölurnar lækkuðu í mánuðinum en mestu munaði um mat neytenda á efnahagslífinu og væntinga til næstu sex mánaða. Með lækkuninni í janúar gekk til baka hækkun vísitölnnar í mánuðinum á undan.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok janúar, lækkaði um 0,6% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar og um 14,5% frá sama mánuði árið áður. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, lækkaði um 0,2% milli mánaða í desember þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu en lækkaði um 13,7% frá sama tíma árið áður. Árshækkun íbúðaverðs heldur því áfram að hjaðna eftir að hafa náð hámarki í tæpum 24% í maí sl. Á árinu 2017 lækkaði vísitala íbúðaverðs um 18,9% að meðaltali

frá árinu á undan. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 6,4% milli ára í fyrra en auglýstum íbúðum á sölu fjölgaði töluvert. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu lengdist því lítillega milli áranna 2016 og 2017 og var rúmlega 2 mánuðir í fyrra.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,27% milli mánaða í desember 2017 en lækkaði um 0,09% milli mánaða í janúar. Ársverðbólga mældist 2,4% og jókst um 0,6 prósentur frá desemberfundi nefndarinnar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hins vegar lækkað um 0,9% frá janúar í fyrra. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu bentu til þess að hún hefði aukist í janúar og verið á bilinu 1½-2½%.

Útsöluáhrif leiddu að venju til lækkunar í janúar en á móti komu hækkun á húsnæðisverði og árstíðarbundnar gjaldskrárhækkanir. Hækkunina á húsnæðisverði mátti einkum rekja til lækkunar húsnæðisverðs á landsbyggðinni. Verð almennrar þjónustu hefur hækkað um 1% milli ára en í nóvember sl. mældist 0,5% verðhjöðnun.

Verðbólguvæntingar markaðsaðila til eins og tveggja ára hafa hækkað lítillega frá því í nóvember samkvæmt nýrri könnun bankans og voru 2,6-2,7%. Langtímaverðbólguvæntingar þeirra virtust hins vegar lítið hafa breyst og væntu þeir þess að verðbólga verði að meðaltali 2,6% á næstu fimm og tíu árum. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur hins vegar hækkað frá desemberfundi peningastefnufndar og hefur álagið til fimm og tíu ára verið að meðaltali 2,8-3,1% það sem af er fyrsta ársfjórðungi. Hækkunin kann að endurspeglar hækkun áhættuþóknunar en ekki er útilokað að langtímaverðbólguvæntingar hafi eitthvað þokast upp.

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 7. febrúar 2018 verður verðbólga nálægt markmiðinu út spátímam. Hún hefur aukist frá miðju síðasta ári, mældist 1,8% á síðasta ársfjórðungi 2017 en jókst í 2,4% í janúar sl. Verðbólguvæntingar virðast einnig í ágætu samræmi við verðbólgu markmiðið. Í samanburði við nóvemberspána verður verðbólga meiri fram eftir þessu ári en heldur minni frá árslokum. Skýrist það fyrst og fremst af því að framleiðsluspennan er talin vera minni en gert var ráð fyrir í nóvember sem rekja má til heldur hægari hagvaxtar í fyrra og í ár ásamt horfum á hraðari fjölgun fólks á vinnualdri.

Samkvæmt fjárlögum fyrir árið 2018 eykst aðhaldsstig ríkisfjármála á þessu ári minna en áætlað hafði verið í nóvemberspá bankans. Áætlað er að aukið aðhald samsvari 0,8% af landsframleiðslu samanborið við 1,3% í nóvember. Fjármálastefna nýrrar ríkisstjórnar fyrir næstu fimm ár var lögð fram í desember sl. Þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir afgangi á ríkissjóði felur hún í sér nokkra slökun á aðhaldsstigi opinberra fjármála miðað við fjármálastefnu sem lögð var fram af síðustu ríkisstjórn í janúar 2017. Mat á aðhaldsstigi í febrúarspá bankans sýnir slökun í aðhaldi árin 2017-2020 sem nemur 2% af landsframleiðslu miðað við nóvemberspá bankans.

Minni vöxtur útflutnings hefur hægt á hagvexti frá því að hann náði hámarki árið 2016. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar mældist 4,3% hagvöxtur á fyrstu þremur fjórðungum ársins 2017. Áætlað er að hann hafi verið 3,4% á árinu öllu sem er heldur hægari vöxtur en gert var ráð fyrir í nóvemberspánni sem skýrist fyrst og fremst af hraðari hjöðnun útflutningsvaxtar. Horfur eru á svipuðum hagvexti í ár eða 3,2% sem er lítillega minni vöxtur en spáð var í nóvember. Líkt og í nóvemberspánni er gert ráð fyrir hægfara aðlögun hagvaxtar að langtímaleitnivexti á næstu tveimur árum. Þrátt fyrir hægari hagvöxt í fyrra og í ár hefur innlend eftirspurn vaxið hraðar en gert hafði verið ráð fyrir. Talið er að þjóðarútgjöld hafi vaxið um 7% í fyrra og horfur eru á að þau vaxi um 4,4% í ár. Skýrist meiri vöxtur þjóðarútgjalda fyrst og fremst af hraðari vexti fjárfestingar og minna aðhaldi opinberra fjármála.

Talið er að laun og launatengd gjöld hækki um 6,5% í ár sem er svipuð hækkun og í fyrra. Gert er ráð fyrir að framleiðni vinnuafis hafi aukist heldur hægari í fyrra en áætlað var í nóvember

og spáin fyrir þetta ár hefur einnig verið lækkuð. Launakostnaður á framleidda einingu hækkar því meira en þá var spáð. Áætlað er að hann hafi hækkað um 4,3% í fyrra og muni hækka um 5,5% í ár. Líkt og í nóvemberspánni hægir á hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á næstu tveimur árum og er spáð tæplega 3% hækkun árið 2020.

Mikill innflutningur vinnuafis hefur vegið á móti hröðum vexti eftirspurnar og leitt til þess að dregið hefur úr framleiðsluspennu frá því að hún náði hámarki undir lok árs 2016. Minni hagvöxtur í fyrra og í ár gerir það að verkum að framleiðsluspennan mælist heldur minni en spáð var í nóvember. Sem fyrr er áætlað að spennan sem náði hámarki seint á árinu 2016 verði horfin í lok spátímans.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá stöðu vinnu 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 lítillaga milli funda. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í desember hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum óbreyttum þrátt fyrir að nýbirtar tölur þjóðhagsreikninga sýndu að vöxtur innlendrar eftirspurnar væri meiri og aðlögun þjóðarbúskaparins að langtíma jafnvægi gæti orðið hægari en spáð var í nóvember.

Nefndarmenn tóku í því sambandi mið af uppfærðri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 7. febrúar en samkvæmt henni verður hagvöxtur árána 2017 og 2018 heldur minni en spáð var í nóvember. Nefndarmenn veittu því athygli að samkvæmt spánni stafaði hægari vöxtur einkum af því að útflutningur hefði aukist hægari í fyrra en gert hafði verið ráð fyrir en á móti myndi innlend eftirspurn vaxa hraðar bæði árin. Voru nefndarmenn sammála um að það skýrist aðallega af meiri fjárfestingu og minna aðhaldi í opinberum fjármálum.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga hafði aukist úr 1,9% í desember í 2,4% í janúar og mátti einkum rekja aukninguna til hækkunar húsnæðisverðs á landsbyggðinni. Fram kom að töluverð óvissa ríkti um hvernig bæri að túlka þessa hækkun, hvort um væri að ræða einstakt frávik í mælingu eða vísbendingu um undirliggjandi þróun á húsnæðismarkaði. Undirliggjandi verðbólga hafði hins vegar einnig aukist en var sem fyrr undir markmiði. Bent var á að þrátt fyrir einstaka hækkun húsnæðisverðs á landsbyggðinni hefði almennt dregið úr verðhækkun húsnæðis og áhrif herra gengis krónunnar farið dvínandi, í takt við það sem nefndin hefði áður gert ráð fyrir. Var það mat nefndarinnar að líklegt væri að þessi þróun héldi áfram á næstunni.

Nefndin var sammála um að verðbólguhorfur hefðu lítið breyst frá síðasta fundi. Horfur væru á að verðbólga yrði nálægt markmiði á spátímanum. Taldi nefndin jákvætt að verðbólguvæntingar hefðu á heildina lítið verið í samræmi við markmið um nokkurt skeið. Þótt verðbólguálag á markaði hefði aukist væri það líklega vegna hækkunar á áhættuálagi. Jafnframt veitti nefndin því athygli að gjaldeyrismarkaðurinn hefði verið í ágætu jafnvægi frá síðasta fundi nefndarinnar og gengið lítið breyst. Bent var á að verðbólga væri komin í markmið sem væri jákvætt en líkur á því að hún yrði undir markmiði á næstu misserum hefðu minnkað. Dregið hefði úr slaka erlendis og innflutningsverð gæti því hækkað hratt. Fram kom í umræðunni að ástæðulaust væri að bregðast við minni háttar frávikum verðbólgu frá markmiði meðan sveiflurnar væru hóflegar og verðbólguvæntingar héldust við markmið.



Í ljósi þess að ekki hefðu orðið verulegar breytingar frá síðustu spá taldi enginn nefndarmaður ástæðu til að breyta vöxtum að þessu sinni. Voru nefndarmenn sammála um að horfur væru á að spenna í þjóðarbúskapnum myndi minnka á næstu misserum. Eins og nefndin hafði gert ráð fyrir hafði hátt raungengi hægt á vexti útflutnings undanfarið. Nokkur umræða var hins vegar um óvissuþætti spárinnar. Fram kom að aðlögun þjóðarbúskaparins að jafnvægi virtist jafnvel hraðari en gert var ráð fyrir í nóvemberspánni. Bent var á að aðlögunin gæti orðið enn hraðari ef draga myndi hraðar úr komu ferðamanna en gert væri ráð fyrir í spánni eða ef viðskiptakjör tækju að rýrna að marki. Aðrir lögðu áherslu á að aðlögunin gæti einnig verið ofmetin í spánni þar sem minni hagvöxtur á sl. ári stafaði af sértækum þáttum tengdum lyfjaiðnaði. Jafnframt var bent á að fjárfesting væri oft vanmetin í fyrstu tölum þjóðhagsreikninga eins og t.d. hefði komið í ljós í desember sl.

Nefndin var sammála um að kröftugan vöxt innlendrar eftirspurnar mætti að nokkru leyti rekja til tilslökunar í opinberum fjármálum sem ekki væri þörf á miðað við stöðu hagsveiflunnar, enda enn nokkur spenna til staðar. Sumir nefndarmenn töldu að aðhaldsstig ríkisfjármála kynni að vera ofmetið, sem hætt er við þegar tekjur ríkissjóðs aukast hratt. Fram kom að þótt dregið hefði úr spennu vegna innflutnings framleiðsluþátta væri rétt að hafa í huga að erfiðara gæti orðið að fá erlent vinnuafli til landsins vegna minni slaka í Evrópu. Einnig gætu niðurstöður kjarasamninga á vinnumarkaði orðið óhagstæðari en gert væri ráð fyrir í spánni. Rætt var um að það gæti skipt töluverðu máli fyrir innlendan þjóðarbúskap, horft lengra fram á veginn, hversu hraður hinn alþjóðlegi efnahagsbati yrði.

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 lánum gegn veði til sjö daga 5% og daglánvextir 6%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndarmenn voru sammála um að áfram yrði þörf fyrir peningalegt aðhald til að halda aftur af örum vexti innlendrar eftirspurnar, m.a. í ljósi þess að horfur væru á minna aðhaldi í opinberum fjármálum en áður var gert ráð fyrir. Þá ríkir enn óvissa um niðurstöðu kjarasamninga.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 14. mars 2018.



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, mars 2018

Birt: 28. mars 2018

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 12. og 13. mars 2018, en á honum ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 14. mars 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 þjófbarúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 7. febrúar 2018.

#### Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar hækkaði gengi krónunnar um 1,5% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili hækkaði það um 1,5% gagnvart evru, um 1,4% gagnvart bresku pundi og um 1% gagnvart Bandaríkjadal. Seðlabankinn átti engin viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri á milli funda.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans var í meginatriðum svipað og á febrúarfundi nefndarinnar. Raunvextir bankans voru 1,5% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar eða 0,1 prósentu lægri en í febrúar. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 1,9%.

Vextir á millibankamarkaði með krónur voru óbreyttir á milli funda og engin velta var á markaðnum á tímabilinu.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa var svipuð á marsfundi nefndarinnar og hún hafði verið á febrúarfundinum. Ávöxtunarkrafa lengri verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa var einnig lítið breytt en krafa styttri verðtryggðra bréfa hafði hins vegar lækkað um 0,2 prósentur. Þá

höfðu vextir inn- og útlána fjármálafyrirtækja í meginatriðum þróast í takt við vexti Seðlabankans á milli funda.

Skammtímavaxtamunur gagnvart Bandaríkjunum hafði minnkað um 0,3 prósentur frá febrúarfundi nefndarinnar og var 2,5 prósentur. Munurinn gagnvart evrusvæðinu var hins vegar nánast óbreyttur í 5 prósentum. Langtímavaxtamunur gagnvart þessum ríkjum var einnig nánast óbreyttur milli funda og mældist 2,4 prósentur annars vegar og 4,7 prósentur hins vegar.

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs voru óbreyttir frá febrúarfundi nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var 0,6% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldbréfum 0,5 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar óbreyttra vaxta í febrúar. Vísuðu þær helst til þess að litlar breytingar hefðu átt sér stað frá síðustu vaxtaákvörðun nefndarinnar auk þess sem nýbirtir þjóðhagsreikningar hefðu verið í samræmi við febrúarspá Seðlabankans.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3), leiðréttur fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja, var 6,3% í janúar sl. sem er hægari vöxtur en á þremur fjórðungum þar á undan. Innlán heimila jukust enn hratt en hægt hafði á aukningu innlána atvinnufyrirtækja og fjármálageirans.

Í janúar hafði útlánastofn lánakerfisins, leiðréttur fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda, stækkað um 6,3% að nafnvirði milli ára. Útlán til fyrirtækja höfðu aukist um 8,7% að nafnvirði milli ára en útlán til heimila um 5,5% sem er svipaður ársvöxtur og á fjórða ársfjórðungi 2017.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hækkaði um 3,5% á milli funda. Velta á aðalmarkaði nam 109 ma.kr. á fyrstu tveimur mánuðum ársins sem er 19% minni velta en á sama tímabili í fyrra.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Halli af vöruskiptum Íslands nam 10,9 ma.kr. á fyrstu tveimur mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra var 20,6 ma.kr. halli. Verðmæti útflutnings jókst um 39% á föstu gengi milli ára en verðmæti innflutnings um 19%. Mikil aukning útflutningsverðmætis frá fyrra ári litast af sjómannaverkfallinu í fyrra en útflutningsverðmæti sjávarafurða jókst um 67% á fyrstu tveimur mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra. Vöxt innflutnings það sem af er ári má einkum rekja til þess að innflutningur eldsneytis og smurolíu jókst um 94%. Allir undirliðir innflutnings sýna kröftugan vöxt frá sama tíma í fyrra ef frá eru talin flutningatæki en innflutningsverðmæti þeirra hafði dregist saman um 9% frá fyrra ári.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð lækkaði álverð um tæplega 5% milli funda peningastefnufundar en meðalverð í febrúar var 18% hærra en fyrir ári. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum samkvæmt verðvísitölu sjávarafurða sem Hagstofa Íslands reiknar út hækkaði hins vegar um 1% milli mánaða í janúar og um 2,6% milli ára. Olíuverð lækkaði um tæplega 4% milli funda nefndarinnar.

Miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði raungengi um 1,3% milli mánaða í febrúar og hafði hækkað um 3,4% frá því að það var lægst í september 2017. Raungengið í febrúar var 21,5% yfir 25 ára sögulegu meðaltali en 6% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu tveimur mánuðum ársins var raungengi á þennan mælikvarða um 0,9% hærra en á sama tímabili í fyrra og má rekja hækkunina til 0,7% hækkunar nafngengis krónu og 0,2 prósentum meiri verðbólgu hér á landi en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

## Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofan birti í mars var árshagvöxtur 1,5% á fjórða ársfjórðungi 2017 en 2,5% á seinni hluta ársins. Þjóðarútgjöld jukust um 4,4% milli ára á fjórðungnum þar sem neysla og fjárfesting jukust um 4,8%. Eftir óvenju sterkt framlag birgðabreytinga á þriðja ársfjórðungi mældist það neikvætt á síðasta fjórðungi ársins. Útflutningur jókst um 7½% en innflutningur jókst umtalsvert meira eða um 15,4% og var framlag utanríkisviðskipta því neikvætt.

Hagvöxtur ársins 2017 var 3,6%. Þar vógust á 6,8% vöxtur þjóðarútgjalda og neikvætt framlag utanríkisviðskipta. Helstu burðarásar hagvaxtar voru einkaneysla og útflutt þjónusta og var hagvöxtur í takt við febrúarspá *Peningamála* en þar var spáð 3,4% hagvexti. Útflutt þjónusta jókst meira en búist var við en framlag birgðabreytinga var minna og vógu þessi frávik hvort annað að miklu leyti upp. Vöxtur neyslu og fjárfestingar var svipaður og í spá bankans.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 93 ma.kr. árið 2017 eða sem nam 3,7% af landsframleiðslu. Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum var minni en árið á undan og jöfnuður frumpáttatekna og rekstrarframlaga var einnig talsvert óhagstæðari en þróun jafnaðar frumpáttatekna var óvenju hagstæð árið 2016. Í spá *Peningamála* í febrúar var gert ráð fyrir að afgangur af viðskiptajöfnuði hefði numið 3,5% af landsframleiðslu árið 2017. Meiri afgang en spáð var má rekja til þess að þjónustuútflutningur á fjórða ársfjórðungi reyndist meiri en búist var við.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu það sem af er fyrsta ársfjórðungi gefa til kynna að vöxtur eftirspurnar heimila sé enn kröftugur þótt hægja kunni á honum frá því sem verið hefur á síðustu misserum. Framsýnni vísbendingar eins og væntingar stjórnenda fyrirtækja í verslun til þróunar innlendar eftirspurnar eru heldur lakari en á fjórðungnum á undan. Væntingavísitala Gallup hefur jafnframt lækkað á síðustu mánuðum.

Samkvæmt niðurstöðum vorkönnunar Gallup sem framkvæmd var í febrúar meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna mjög góð. Stjórnendur voru þó svartsýnni um horfurnar á næstu sex mánuðum en í vetrarkönnuninni en viðhorf þeirra voru hins vegar svipuð og í haustkönnuninni. Um 70% stjórnenda töldu núverandi aðstæður góðar og um fjórðungur að þær væru hvorki góðar né slæmar. Horft til næstu sex mánaða töldu tæp 8% þeirra að aðstæður í efnahagslífinu myndu batna og tæp 62% að þær myndu haldast áfram góðar. Um 30% stjórnenda töldu að aðstæður yrðu verri eftir sex mánuði, heldur fleiri en í desember og á sama tíma í fyrra. Viðhorf stjórnenda til innlendar eftirspurnar voru ekki til muna neikvæðari en í vetrarkönnuninni en töluvert neikvæðari en fyrir ári.

Samkvæmt könnuninni fækkaði fyrirtækjum sem telja að hlutfall hagnaðar af veltu lækki á næstunni og um helmingur fyrirtækja taldi að það yrði svipað og í fyrra. Viðhorf til rekstrarhorfa voru jákvæðari en í haustkönnuninni, einkum á meðal stjórnenda fyrirtækja í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu og í sjávarútvegi. Meira en helmingur stjórnenda taldi að fjárfesting þeirra á árinu yrði svipuð og í fyrra. Hlutfall þeirra sem töldu að fjárfesting ykist á árinu var hæst á meðal stjórnenda fyrirtækja í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu eða 35%.

Samkvæmt könnuninni vildu 17 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum að teknu tilliti til árstíðar. Þetta var svipað hlutfall og mældist í vetrarkönnuninni en lægra en það var fyrir ári. Viðhorfin voru áfram jákvæðust í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu þar sem um 24 prósentum fleiri stjórnendur fyrirtækja vildu fjölga starfsfólki umfram þau sem vildu fækka en neikvæðust meðal stjórnenda í sjávarútvegi

þar sem um 10 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fækka starfsfólki frekar en fjölga því. Í öðrum atvinnugreinum voru fyrirtæki sem vildu fjölga starfsfólki 13-23 prósentum fleiri en þau sem vildu fækka.

Eins og í vetrarkönnuninni taldi þriðjungur stjórnenda fyrirtækja vera skort á starfsfólki sé leiðrétt fyrir árstíðarsveflu en hlutfallið var 6½ prósentu hærra á sama tíma í fyrra. Um 47% stjórnenda fyrirtækja í iðnaði töldu vera skort á starfsfólki. Minnstur var skorturinn í fjármála- og tryggingastarfsemi þar sem 8% stjórnenda töldu vera skort á starfsfólki. Í öðrum atvinnugreinum var hlutfallið á bilinu 27-36% fyrirtækja.

Að teknu tilliti til árstíðarsveflu töldu 52% stjórnenda fyrirtæki sitt eiga í vandræðum með að mæta óvæntri eftirspurn og var hlutfallið nær óbreytt frá vetrarkönnuninni. Tæplega 70% stjórnenda í sjávarútvegi töldu sig eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn og rúmur þriðjungur stjórnenda í fjármála- og tryggingastarfsemi var sömu skoðunar. Hlutfallið lá á bilinu 40-60% í öðrum atvinnugreinum.

Launavísitalan hækkaði um 0,4% milli mánaða í janúar og um 7,3% milli ára. Raunlaun hækkuðu um 4,8% frá fyrra ári.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar námu laun og launatengd gjöld 64,8% vergra þáttatekna í fyrra, en það er 3½ prósentu yfir meðaltali síðustu tuttugu ára. Hlutfallið hækkaði um 3,8 prósentur milli ára sem var nokkru meira en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í febrúar, hækkaði um 0,5% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en um 13,4% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,7% milli mánaða í janúar þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveflu og um 12,8% frá fyrra ári. Árshækkun fasteignaverðs hefur dregist verulega saman frá því í maí í fyrra þegar hún náði hámarki í tæpum 24%. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 6,6% milli ára í janúar og voru um 1.500 íbúðir auglýstar til sölu samanborið við um 800 íbúðir í janúar í fyrra. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu í janúar var því rúmlega einum mánuði lengri en fyrir ári eða um 2,4 mánuðir.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,6% milli mánaða í febrúar. Ársverðbólga mældist 2,3% og hjaðnaði um 0,1 prósentu frá febrúarfundi nefndarinnar. Vísitala neysliverðs án húsnæðis hafði lækkað um 0,9% frá febrúar í fyrra. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu bentu flestir til þess að hún hefði hjaðnað lítillega í febrúar og verið á bilinu 1¼-2½%.

Meginástæður hækkunar vísitölu neysliverðs í febrúar voru útsölulok og hækkun húsnæðisverðs. Verð almennrar þjónustu lækkaði um 0,2% milli mánaða, einkum vegna lækkunar flugfargjalda til útlanda, en hefur hækkað um 0,7% milli ára.

Samkvæmt vorkönnun Gallup mældust verðbólguvæntingar heimila til eins árs 3% og voru nánast óbreyttar frá vetrarkönnuninni. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára hækkuðu hins vegar um 0,5 prósentur milli kannana og námu 3,5%. Í könnuninni var í fyrsta sinn spurt um langtímaverðbólguvæntingar heimila. Þjuggust þau við því að verðbólga verði að meðaltali 3,5% á næstu fimm árum. Samkvæmt vorkönnun Gallup meðal stjórnenda fyrirtækja hækkuðu verðbólguvæntingar þeirra til eins árs um ½ prósentu frá síðustu könnun og mældust 3%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára hefur verið að meðaltali 2,9-3,2% það sem af er fyrsta ársfjórðungi og hefur því lítið breyst frá febrúarfundi nefndarinnar.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndinni frá nýlegum fundi hans með ráðherrum og aðilum vinnumarkaðar. Þá greindi aðstoðarseðlabankastjóri nefndarmönnum frá stöðu vinnu við endurskoðun á lagalegum og tæknilegum grunni sérstakrar bindiskyldu á fjármagnsinnstreymi.

Nefndarmenn voru sammála um að þar sem vaxtamunur gagnvart útlöndum væri enn töluverður væri æskilegt að bindiskyldan yrði óbreytt enn um sinn. Voru þeir sammála um að hún hefði leitt til þess að miðlun peningastefnunnar færi í ríkari mæli um vaxtafarveg peningastefnunnar og að án hennar væru innlendir vextir lægri, sem ekki væri heppilegt í ljósi spennu í þjóðarbúinu. Fyrirliggjandi gögn bentu til þess að vaxtalækkanir bankans hefðu miðlast með eðlilegum hætti til heimila og fyrirtækja, hvort sem horft væri til útláns- eða markaðsvaxta. Nefndarmenn töldu einnig að án bindiskyldunnar væri gengi krónunnar hærra sem ekki væri heppilegt enda væri raungengi um þessar mundir mjög hátt í sögulegu samhengi og ef það hækkaði miklu meira fylgdi því aukin hætta á óstöðugleika. Nefndarmenn voru sammála um að aðstæður til að breyta bindiskyldunni gætu þó skapast á næstu misserum gangi spár eftir.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu lækkað lítillega milli funda. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í febrúar hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum óbreyttum þar sem horfur höfðu lítið breyst milli funda.

Stutt var liðið frá síðasta fundi nefndarinnar og þær upplýsingar sem höfðu birst frá þeim tíma studdu í meginatriðum fyrra mat nefndarinnar á efnahagsframvindunni og nauðsynlegu taumhaldi peningastefnunnar. Horfðu nefndarmenn til þess að nýbirtar niðurstöður þjóðhagsreikninga sýndu að efnahagshorfur hefðu lítið breyst frá síðustu spá Seðlabankans og hagvöxtur í fyrra hefði verið nálægt því sem þar var gert ráð fyrir.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga mældist 2,3% í febrúar og hafði minnkað úr 2,4% í janúar. Undirliggjandi verðbólga hafði einnig hjaðnað lítillega og væri þróunin í takt við síðustu spá. Áfram hafði dregið úr árshækkun húsnæðisverðs og áhrif herra gengis krónunnar á verðbólgu höfðu dvínað. Að mati nefndarinnar höfðu verðbólguhorfur lítið breyst. Þótt gengi krónunnar hefði hækkað milli funda voru nefndarmenn sammála um að líklega myndi bilið á milli verðþróunar innlendra og erlendra þátta halda áfram að minnka á næstunni. Nefndin taldi jákvætt að gjaldeyrismarkaðurinn hefði áfram verið í ágætu jafnvægi.

Nefndin veitti því athygli að verðbólguvæntingar virtust hafa hækkað lítillega. Töldu nefndarmenn hins vegar ótímabært að draga þá ályktun að kjölfesta væntinga við verðbólguþéttum bankans hafi veikt.

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.

Að mati nefndarinnar hafði hátt raungengi hægt á vexti útflutnings og horfur væru á minnkandi spennu í þjóðarbúskapnum. Nefndarmenn voru sammála um að eigi að síður yrði áfram þörf fyrir peningalegt aðhald til að halda aftur af örum vexti innlendarar eftirspurnar. Nýleg ákvörðun um að segja ekki upp kjarasamningum dregur að mati nefndarinnar úr hættu á ósjálfbærum launahækkunum til skamms tíma lítið en undirliggjandi spenna á vinnumarkaði er enn til staðar.

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 peningastefnuneftarinnar verður birt miðvikudaginn 16. maí 2018.



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, maí 2018

Birt: 30. maí 2018

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

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 14. og 15. maí 2018, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 16. maí 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. mars 2018 eins og þær birtust í nýrri spá og óvissumati í *Peningamálum* 2018/2 hinn 16. maí.

### Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar lækkaði gengi krónunnar um 0,3% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 0,4% gagnvart bresku pundi og um 3% gagnvart Bandaríkjadal en hækkaði um 0,4% gagnvart evru. Seðlabankinn átti engin viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri á milli funda.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans var nánast óbreytt frá marsfundi nefndarinnar. Raunvextir bankans voru 1,5% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar líkt og í mars. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 1,9%.

Vextir á millibankamarkaði með krónur lækkuðu lítillega á milli funda en engin velta var á markaðnum á tímabilinu.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa var á maífundi nefndarinnar allt að 0,1 prósentu hærri en á marsfundinum. Ávöxtunarkrafa lengri verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa var lítið



breytt en krafa styttri verðtryggðra bréfa hafði hækkað um 0,3-0,4 prósentur. Þá höfðu vextir inn- og útlána fjármálafyrirtækja í meginatriðum þróast í takt við vexti Seðlabankans á milli funda.

Skammtíma vaxtamunur gagnvart Bandaríkjunum hafði minnkað um 0,2 prósentur frá marsfundi nefndarinnar og var 2,3 prósentur. Munurinn gagnvart evrusvæðinu var hins vegar nánast óbreyttur í 5 prósentum. Langtíma vaxtamunur hafði einnig minnkað lítillega gagnvart Bandaríkjunum milli funda og mældist 2,2 prósentur en var óbreyttur í 4,7 prósentum gagnvart Þýskalandi.

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs höfðu lítið breyst frá marsfundi nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var tæplega 0,7% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldabréfum 0,5-0,6 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar óbreyttra vaxta í maí. Vísuðu þær helst til þess að litlar breytingar hefðu átt sér stað frá síðustu vaxtaákvörðun nefndarinnar og að verðbólguþróun hefði verið í takt við væntingar.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd í byrjun maí sl. bjuggust þeir við að meginvöxtum bankans verði haldið óbreyttum í 4,25% næstu tvö ár líkt og þeir væntu í síðustu könnun í janúar sl. Þá taldi 81% svarenda taumhald peningastefnunnar vera hæfilegt þegar könnunin var framkvæmd samanborið við 68% í síðustu könnun. Um 19% svarenda töldu það of þétt en enginn þáttakandi taldi taumhaldið of laust.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var 6,2% á fyrsta ársfjórðungi sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja. Það er minni vöxtur en var á fjórðungunum þremur þar á undan. Líkt og á undanförunum misserum helgast aukning peningamagns að stærstum hluta af meiri innlánnum heimila. Innlán heimila jukust um 10,3% milli ára á fyrsta ársfjórðungi og frá þriðja fjórðungi 2016 hefur ársvöxturinn verið tæplega 10% að meðaltali.

Vöxtur útlána til innlendra aðila hefur aukist að undanförunu. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda stækkaði útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila um 6,9% milli ára og hefur ekki verið hraðari vöxtur í um áratug. Á fyrsta fjórðungi þessa árs höfðu útlán til atvinnufyrirtækja aukist að nafnvirði um 9,7% frá sama fjórðungi í fyrra en útlán til heimila um 5,7%.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, lækkaði um 1,9% á milli funda. Velta á aðalmarkaði nam 187 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins sem var tæplega fjórðungi minni velta en á sama tímabili í fyrra.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var í apríl gætir aukinnar bjartsýni um efnahagshorfur til skemmri tíma en sjóðurinn telur óvissu enn nokkra, einkum varðandi langtímahorfur. Eins og undanfarin ár telur sjóðurinn líklegra að heimshagvextinum á næstu árum sé ofspáð en að honum sé vanspáð. Gert er ráð fyrir að heimshagvöxtur aukist í 3,9% í ár og á næsta ári. Hagvaxtarhorfur hafa batnað um 0,2 prósentur fyrir bæði árin frá spá sjóðsins í október sl. og heldur meira í þróuðum ríkjum. Áhrif skattalækkana í Bandaríkjunum í byrjun þessa árs vega þungt en þær skýra um helming endurskoðunar heimshagvaxtar. Spáð er 0,4 prósentum meiri hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands eða 2,5%. Gert er ráð fyrir

meiri verðbólgu í þróuðum ríkjum og nýmarkaðsríkjum á spátímanum en í október. Talið er að verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands verði 2% í ár eins og gert var ráð fyrir í október.

Halli af vöruskiptum Íslands nam 43,3 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra var 45,5 ma.kr. halli á föstu gengi. Verðmæti útflutnings jókst um 22% á föstu gengi milli ára en verðmæti innflutnings um 16%. Útflutningsverðmæti sjávarafurða jókst um 34% milli ára og endurspeglar vöxturinn grunnáhrif vegna sjómannaverkfallsins í ársbyrjun 2017 sem leiddi til mikils samdráttar vöruútflutnings. Aukinn vöxt innflutnings það sem af er ári miðað við sama tíma í fyrra má einkum rekja til 56% vaxtar innflutnings eldsneytis auk þess sem innflutningsverðmæti flutningatækja, einkum flugvéla og skipa, jókst um 20%. Hins vegar hefur heldur dregið úr kröftugum vexti innflutnings fólksbifreiða.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð hækkaði álverð um 11% milli funda peningastefnufndar en meðalverð í apríl var 16% hærra en fyrir ári. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands hækkaði milli mánaða í mars og var árshækkunin á fyrsta ársfjórðungi 3,1%. Olíuverð hefur hækkad stöðugt frá sl. sumri og nam árshækkunin á fyrsta ársfjórðungi 22%. Verðið hefur sveiflast nokkuð að undanfögnu, m.a. í tengslum við aukna spennu í alþjóðastjórnáttakum. Um miðjan maí var verðið komið í 77 Bandaríkjadali á tunnu og hafði þá ekki mælst hærra frá árslokum 2014.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkadi um 0,3% milli mánaða í apríl og var þá um 24% yfir 25 ára sögulegu meðaltali en um 4% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu fjórum mánuðum ársins var raungengi á þennan mælikvarða um 1% hærra en á sama tímabili í fyrra og má rekja hækkunina til 0,6% hækkunar nafngengis krónu og 0,4 prósentum meiri verðbólgu hér á landi en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt þingsályktunum um fjármálastefnu og fjármálaáætlun til næstu fimm ára sem lagðar voru fyrir Alþingi annars vegar í desember og hins vegar í byrjun apríl sl. minnkar aðhaldsstig ríkisfjármála á tímabilinu meira í ár en gert var ráð fyrir í febrúarspá Seðlabankans. Í ár er gert ráð fyrir að frumjöfnuður ríkissjóðs leiðréttur fyrir einskisliðum minnki. Sé leiðrétt fyrir áhrifum hagsveiflunnar er gert ráð fyrir að aðhald ríkisfjármála aukist um 0,3% af landsframleiðslu sem er 0,5 prósentum minni aðhaldsáukning en spáð var í febrúar. Líkt og í febrúar er spáð að aðhald ríkisfjármála slakni á ný á næsta ári vegna fyrirhugaðrar lækkunar tekjuskatts einstaklinga og tryggingargjalds og stóraukinnar fjárfestingar sem talin eru leiða til slökunar á aðhaldi um sem nemur 0,6% af landsframleiðslu. Mikill útgjaldavöxtur leiðir einnig til nokkurrar slökunar á aðhaldsstiginu árið 2020 þótt slökunin verði minni en árið á undan eða 0,3% af landsframleiðslu. Gangi þetta eftir mun slakna á aðhaldi ríkisfjármála um sem nemur 0,9% af landsframleiðslu á næstu tveimur árum. Er það álíka mikil slökun og gert var ráð fyrir í febrúarspánni, þrátt fyrir að ekki sé lengur gert ráð fyrir lækkun á efra þrepi virðisaukaskatts eins og í febrúar.

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar fjölgaði heildarvinnustundum um 2,3% milli ára á fyrsta ársfjórðungi sem er svipaður vöxtur og verið hefur að meðaltali frá því að bati á vinnumarkaði hófst. Fjölgun heildarvinnustunda mátti rekja til 1,6% fjölgunar starfsfólks og 0,7% lengri meðalvinnuviku. Sé litið framhjá árstíðarsveiflu mældist atvinnuþátttaka 82% á fyrsta ársfjórðungi sem var lítillega minni þátttaka en á fjórðungnum á undan en nálægt langtímameðaltali. Á sama hátt mældist hlutfall starfandi 79,8% og var óbreytt milli fjórðunga og 1 prósentu yfir langtímameðaltali.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 2,6% á fyrsta ársfjórðungi og var lítið breytt frá fyrra ári en 0,5 prósentum minna en á fjórðungnum á undan.

Framboð á vinnuafli eykst enn með komu erlends vinnuafls til landsins. Aðfluttum erlendum ríkisborgurum á aldrinum 20-59 ára fjölgaði umfram brottflutta um 0,8% af mannfjölda á fyrsta ársfjórðungi. Starfsfólk starfsmannaleigna og erlendra þjónustufyrirtækja var um 1% af starfandi einstaklingum á fjórðungnum sem er 0,3 prósentum hærra en á fyrsta fjórðungi í fyrra.

Launavísitalan hækkaði um 1% milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins og um 7,2% milli ára. Raunlaun voru 4,6% hærra á fjórðungnum en á sama tíma árið 2017.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á fyrsta ársfjórðungi benda til þess að vöxtur hennar hafi verið svipaður og á seinni hluta síðasta árs. Greiðslukortavelta jókst um rúmlega 10% á fjórðungnum frá fyrra ári en á móti hefur hægt á fjölgun nýskráninga bifreiða en líklegt er að hluta þess megi rekja til bílaleigna.

Væntingavísitala Gallup mældist 116,4 stig í apríl og breyttist lítið milli mánaða en var nokkru lægri en á sama tíma fyrir ári. Mat á núverandi ástandi og mat á atvinnuástandi lækkuðu nokkuð milli mánaða en mat á efnahagslífinu og væntingar til næsta hálfra árs hækkuðu lítillega.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok apríl, lækkaði um 0,2% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en hækkaði um 10,1% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, lækkaði um 0,2% milli mánaða í mars þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu en hækkaði um 7,7% milli ára. Árshækkun fasteignaverðs hefur því haldið áfram að hjaðna frá því að hún náði hámarki í maí í fyrra í tæpum 24%. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 9% á fyrstu þremur mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra og var meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu 2,6 mánuðir í mars samanborið við 1,2 mánuði í mars í fyrra. Í apríl voru um 1.600 íbúðir auglýstar til sölu á höfuðborgarsvæðinu samanborið við rúmlega 800 íbúðir í apríl í fyrra.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,56% milli mánaða í mars og mældist verðbólga 2,8%. Vísitalan hækkaði síðan um 0,04% í apríl frá fyrri mánuði og hjaðnaði verðbólga á ný í 2,3%. Hún var því óbreytt frá marsfundi nefndarinnar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hins vegar lækkað um 0,2% frá apríl í fyrra. Undirliggjandi verðbólga var 2,3% í apríl líkt og mæld verðbólga og hafði lítið breyst frá síðasta fundi nefndarinnar en var 0,8 prósentum meiri en á sama tíma í fyrra.

Helsti áhrifabáttur í þróun vísitölu neysluverðs í apríl var hækkun eldsneytisverðs. Kostnaður vegna eigin húsnæðis lækkaði milli mánaða, einkum sakir lækkunar húsnæðisverðs á landsbyggðinni, sem var nokkuð óvænt í kjölfar töluverðra hækkana á fyrsta ársfjórðungi.

Verðbólguvæntingar markaðsaðila, bæði til skamms og langs tíma, hafa lítið breyst undanfarna mánuði. Samkvæmt könnun Seðlabankans sem gerð var í byrjun maí bjuggust þeir við því að verðbólga yrði 2,6% bæði eftir eitt ár og einnig að meðaltali á næstu fimm og tíu árum. Langtímaverðbólguvæntingar þeirra virðast því í meginatriðum í samræmi við verðbólguþáttmarkmiðið. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hafði lítið breyst frá marsfundi peningastefnufndar og hefur álagið til tíu ára verið 3,3% það sem af er öðrum ársfjórðungi. Það er hins vegar 1 prósentu hærra en á sama tíma í fyrra.

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 16. maí 2018 eru verðbólguhorfur lítið breyttar frá febrúarspá bankans. Verðbólga mældist 2,5% á fyrsta fjórðungi þessa árs og hafði aukist um 0,6 prósentur frá fjórða ársfjórðungi í fyrra. Undirliggjandi verðbólga hefur aukist að sama

skapi og er, eins og mæld verðbólga, nálægt markmiði bankans. Talið er að verðbólga aukist er líður á árið og verði 2,9% á fjórða ársfjórðungi en að hún hjaðni á ný í markmið á næsta ári og verði í námunda við það út spátímann. Þetta er áþekkt því sem gert var ráð fyrir í febrúar og vegast á áhrif þess að nú er gert ráð fyrir hærra gengi krónunnar fram eftir næsta ári á móti meiri hækkun launakostnaðar og lítillga meiri framleiðsluspennu framan af spátímanum.

Gengi krónunnar hefur hækkað um 1½% gagnvart meðaltali annarra gjaldmiðla frá útgáfu *Peningamála* í febrúar og það sem af er öðrum ársfjórðungi er það liðlega 1% hærra en þá var gert ráð fyrir. Samkvæmt grunnsþá Seðlabankans er talið að gengi krónunnar hækki lítillga til viðbótar í ár og verði 1½% hærra á árinu en að meðaltali í fyrra. Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir áframhaldandi hækkun á næsta ári og er gengisferillinn lítið breyttur frá febrúarsþánni. Talið er að hækkun jafnvægisraungengis hafi átt ríkan þátt í gengishækkun undanfarinna missera en núverandi raungengi er talið nálægt jafnvægi sínu.

Á síðasta ári bætti enn í hagvöxt í heiminum. Hann var 3,8% í fyrra og í helstu viðskiptalöndum mældist 2,4% vöxtur sem er sá mesti sem mælst hefur síðan árið 2010. Íslenskur þjóðarbúskapur hefur notið þessa bata og jókst útflutningur töluvert í fyrra og viðskiptakjör héldu áfram að batna. Bati ytri skilyrða í fyrra var þó hægari en á árunum 2015-2016. Þrátt fyrir mikla hækkun álverðs að undanfögnu er útlit fyrir að viðskiptakjör vöru og þjónustu versni um 0,4% í ár eftir fjögurra ára samfelldan bata. Mestu munar um 20% hækkun olíuverðs í ár og tæplega 6% hækkun verðs annarrar hrávöru.

Töluvert hægði á vexti útflutnings þjónustu í fyrra eftir hraðan vöxt árin á undan. Þróunin í ferðapjónustu vegur þar þyngst en hægt hefur á vexti hennar eftir gríðarlegan vöxt undanfarin ár. Eins og áður er talið að hægja muni á vexti útflutnings á spátímanum, m.a. vegna hækkunar raungengis. Gert er ráð fyrir að áfram dragi úr vexti ferðapjónustu en á móti vegur aukinn útflutningur sjávarafurða en talið er að hann muni aukast um 4% í ár eftir áþekkan samdrátt í fyrra og samtals ríflega 16% samdrátt undanfarin fjögur ár.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var 3,6% hagvöxtur í fyrra eða áþekkur því sem gert var ráð fyrir í febrúarsþá *Peningamála*. Hagvaxtarhorfur fyrir þetta og næstu tvö ár breytast einnig lítið. Talið er að hagvöxtur verði svipaður í ár og hann var í fyrra eða 3,3% en að hann minnki enn frekar á næstu tveimur árum og nálgist tæplega 3% langtímahagvaxtargetu þjóðarbúsins. Þar leggjast á sömu sveif hægari vöxtur útflutnings og neyslu- og fjárfestingarútgjalda einkaaðila en á móti vega aukin umsvif hins opinbera. Þrátt fyrir að einnig dragi úr vexti þjóðarútgjalda eru horfur á að þau muni áfram vaxa hraðar en hagvöxtur og því muni afgangur á viðskiptum við útlönd minnka áfram.

Talið er að heildarvinnustundum fjölgi um 2,2% í ár og að hlutfall starfandi lækki lítillga frá því í fyrra. Líkt og í febrúarsþá bankans er gert ráð fyrir að heildarvinnustundum fjölgi hæggar á næstu tveimur árum í takt við hægari hagvöxt. Spáð er að atvinnuleysi verði að meðaltali svipað í ár og í fyrra eða 2,9% en að það þökist smám saman upp í 3½% sem er talið vera það atvinnuleysi sem samræmist verðstöðugleika.

Svo virðist sem launakostnaður hafi hækkað meira í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúarsþá bankans. Þessi endurskoðun á árshækkun launa í fyrra hefur einnig áhrif á mælda árshækkun í ár. Við bætist að launaskrið hefur verið heldur meira það sem af er ári en gert var ráð fyrir í febrúar. Litlar breytingar eru hins vegar á áætluðum framleiðnivexti og er því talið að í fyrra og í ár hækki launakostnaður á framleidda einingu nokkru meira en áætlað var í febrúar. Talið er að hann hafi hækkað um 5,2% í fyrra og hækki um 6,7% í ár. Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að nokkuð dragi úr hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á næstu tveimur árum og að hækkunin verði í samræmi við verðbólgu markmiðið í lok spátímans.

Líkt og í febrúarspá bankans er talið að framleiðsluspennan hafi náð hámarki í árslok 2016. Endurskoðun á hagvaxtartölum síðustu ára leiðir þó til þess að framleiðsluspenna mældist ½ úr prósentu meiri í lok síðasta árs en gert hafði verið ráð fyrir í febrúar. Horfur eru einnig á lítillega meiri spennu í ár og á næsta ári en árið 2020 er talið að spennan verði nánast horfin líkt og gert var ráð fyrir í febrúar.

Grunnspá Seðlabankans endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. Hún byggist á spám og forsendum um þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarbúskaðar 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. Þyngst vegur óvissa um launaþróun næstu missera. Þótt ekki hafi komið til uppsagnar kjarasamninga í febrúar sl. er undirliggjandi óánægja með launakjör og tekjuskiptingu enn til staðar sem gæti leitt til enn meiri launahækkana en grunnspáin gerir ráð fyrir, sérstaklega í ljósi þess að atvinnuleysi er lítið og spenna á vinnumarkaði nokkur. Launaskrið gæti einnig verið vanmetið. Ýmsar aðrar ástæður gætu valdið því að verðbólga verði meiri á spátímanum en grunnspá gerir ráð fyrir. T.d. gæti alþjóðleg verðbólga aukist hraðar og gengi krónunnar orðið lægra en gert er ráð fyrir, hækkun húsnæðisverðs reynst þrálátari og spenna í þjóðarbúinu verið vanmetin, sérstaklega ef slökun á aðhaldsstigi opinberra fjármála reynist meiri en spáð er. Hversu traust nýfengin kjölfesta verðbólguvæntinga er mun ráða miklu um hver áhrif þessara þátta verða á verðbólgu eins og rakið er hér að framan.

Ekki er heldur útilokað að verðbólga verði 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 lægra heimsmarkaðsverð hrávöru og olíu gæti hægt enn frekar á innlendum efnahagsumsvifum og lækkað innflutningsverð. Hækkun húsnæðisverðs gæti einnig hjaðnað hraðar en spáð er. Grunnspáin gæti einnig vanmetið framleiðnivöxt og vöxt framleiðslugetu þjóðarbúsins og þar með vanmetið hversu hratt dregur úr spennu í þjóðarbúinu.

## II Vaxtaákvörðunin

Nefndin fjallaði um nýlega skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika*, stöðu fjármálastofnana og áhættu í fjármálakerfinu. Um nokkurn tíma hefur verið unnið að úttekt á stjórnstækjum Seðlabankans innan bankans, þ.m.t. á fyrirkomulagi hinnar almennu bindiskyldu á innlán innlánsstofnana í Seðlabankanum. Nefndin ræddi stöðu þeirrar vinnu og næstu skref. Staða vinnu við endurskoðun á ramma hinnar sérstöku bindiskyldu á innflæði fjármagns til landsins var einnig rædd. Í því samhengi var fjallað um möguleg áhrif hinnar sérstöku bindiskyldu á miðlun peningastefnunnar í aðra vexti en um það er fjallað í sérstakri rammagrein í *Peningamálum 2018/2*.

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 mars hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum óbreyttum þar sem horfur höfðu lítið breyst milli funda.

Nefndarmenn tóku í því sambandi mið af nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birtist í máíhefti *Peningamála* en samkvæmt henni eru horfur á að hagvöxtur verði aðeins minni í ár en í fyrra. Nefndarmenn veittu því athygli að samkvæmt spánni færi þar saman hægari vöxtur útflutnings

og minni vöxtur innlendrar eftirspurnar en á móti vægju aukin umsvif hins opinbera, en hagvöxtur væri svipaður og gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Nefndarmenn ræddu að eins og í febrúar gerði ný spá bankans ráð fyrir að áfram myndi hægja á hagvexti eins og nefndin hafði stefnt að með peningalegu aðhaldi. Þeir höfðu þó áhyggjur af því að gert væri ráð fyrir að aðhald hins opinbera slakni. Þótt hægt hefði á hagvexti væri enn sem komið er ekki þörf á örvun frá hinu opinbera því að töluverð spenna væri enn til staðar í þjóðarbúskapnum. Einnig var nefnt að þótt skýrar vísbendingar væru um að það hægði á hagvexti gæti verið að umsvif í þjóðarbúskapnum hefðu verið meiri árið 2017 en nú væri gert ráð fyrir. Miðað við sögulega reynslu væri t.d. mögulegt að vöxtur fjárfestingar í fyrra væri vanmetinn.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga hafði í stórum dráttum verið í samræmi við 2½% verðbólguþröun Seðlabankans síðustu mánuði. Þótt verðbólga hefði farið yfir markmiðið í mars benti spá bankans til að hún myndi sveiflast í kringum markmið á spátímanum. Nefndarmenn horfðu einnig til þess að undirliggjandi verðbólga væri á svipuðu róli. Eins og nefndin hafði búist við hafði dregið úr árshækkun húsnæðisverðs en gagnstæð áhrif gengisbreytinga krónunnar á verðbólguna dvínað. Að mati nefndarinnar væri líklegt að þessi þróun héldi áfram á næstunni. Nefndin tók einnig mið af því að gengi krónunnar var nær óbreytt frá síðasta fundi peningastefnufndar og að gjaldeyrismarkaðurinn hefði áfram verið í ágætu jafnvægi. Var það mat nefndarinnar að hvorki verðbólguhorfur né verðbólguvæntingar hefðu breyst að neinu marki frá síðasta fundi nefndarinnar. Hækkun verðbólguvæntinga á suma mælikvarða gæfi engu að síður tilefni til að vera á varðbergi. Nefndarmenn voru sammála um að það myndi skipta miklu fyrir þróun verðbólgu hversu vel kjölfesta verðbólguvæntinga myndi halda á komandi misserum.

Í ljósi þess að ekki hefðu orðið verulegar breytingar frá síðustu spá bankans taldi enginn nefndarmaður ástæðu til að breyta vöxtum að þessu sinni. Nokkur umræða var hins vegar á fundinum um óvissuþætti spárinnar. Voru nefndarmenn sammála um að mest óvissa tengdist framvindu á vinnumarkaði á komandi vetri. Niðurstöður kjarasamninga gætu leitt til töluvert meiri launahækkana en samræmdist stöðugu verðlagi. Bent var á að viðhorf á vinnumarkaði væru þó mismunandi og að sumir legðu áherslu á að tryggja kaupmátt launa og að hægari hagvöxtur og meira atvinnuleysi kynni að draga úr launaþrýstingi. Bent var á að aðlögun þjóðarbúskaparins gæti orðið snarpari ef t.d. drægi hraðar úr ferðamannastraumi en gert væri ráð fyrir í spánni. Hraður samdráttur í ferðaþjónustu gæti bæði haft í för með sér að verðbólga yrði meiri en spáð væri en einnig gæti hún orðið minni. Dragi úr komu ferðamanna til landsins gæti gengi krónunnar veikst og leitt til meiri verðbólgu en jafnframt gæti minni eftirspurn ferðamanna eftir gistingu leitt til lægra húsnæðisverðs og því minni verðbólgu en gert er ráð fyrir í spánni. Í því sambandi var einnig nefnt að framboð af íbúðum í byggingu hefði aukist og þótt áhrif aukins framboðs á húsnæðisverð komi ekki fram strax gæti áhrifanna farið að gæta í auknum mæli þegar líða tekur á árið. Bent var á að ekki væri líklegt að hægari vöxtur útflutnings eða jafnvel lítills háttar samdráttur leiddi til verulegs umróts á gjaldeyrismarkaði eða í fjármálakerfinu, enda væri afgangur á viðskiptajöfnuði og lítið um gengistryggð lán óvarinna aðila. Gengisaðlögun krónunnar gæti því í ríkari mæli stuðlað að hæfilegri aðlögun þjóðarbúskaparins að breyttum ytri skilyrðum.

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 lánum gegn veði til sjö daga 5% og daglánvextir 6%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Að mati nefndarinnar eru horfur á minnkandi spennu í þjóðarbúskapnum. Nefndarmenn voru sammála um að eigi að síður yrði áfram þörf fyrir peningalegt aðhald til að halda aftur af örum

vexti innlendrar eftirspurnar. Þótt dregið hefði úr hættu á ósjálfbærum launahækkunum til skamms tíma litið voru nefndarmenn sammála um að undirliggjandi spenna á vinnumarkaði væri enn til staðar.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 13. júní 2018.



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, júní 2018

Birt: 27. júní 2018

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 11. og 12. júní 2018, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 13. júní 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 þjófbarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 16. maí 2018.

#### Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar lækkaði gengi krónunnar um 2,4% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 3,1% gagnvart Bandaríkjadal og um 2% gagnvart bæði evru og bresku pundi. Seðlabankinn átti engin viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri á milli funda.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði heilt yfir lítið breyst frá maifundi nefndarinnar. Raunvextir bankans voru 1,5% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar líkt og í maí. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 2,2%.

Vextir á millibankamarkaði með krónur voru nánast óbreyttir á milli funda en engin velta var á markaðnum á tímabilinu.

Ávöxtunarkrafa flestra óverðtryggðra ríkisbréfa hafði lækkað lítillega frá maifundi nefndarinnar en krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði hækkað lítillega. Vextir óverðtryggðra húsnæðislána eins af stóru viðskiptabönkunum þremur höfðu hækkað á milli



funda en innlánsveftr víðskiptabanka voru óbreyttir. Meðalveftr sjóðfélagalána lífeyrissjóða höfðu lítið breyst frá maifundi nefndarinnar.

Skammtímavaxtamunur gagnvart Bandaríkjunum og evrusvæðinu var nánast óbreyttur á milli funda og mældist 2,3 prósentur annars vegar og 5 prósentur hins vegar. Langtímavaxtamunur gagnvart Bandaríkjunum og Þýskalandi var einnig nánast óbreyttur í 2,3 prósentum annars vegar og 4,8 prósentum hins vegar.

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs höfðu lítið breyst frá maifundi nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var tæplega 0,7% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldabréfum 0,5-0,6 prósentur.

Greiningardeildir fjármála fyrirtækja væntu óbreyttra vaxta í júní. Vísuðu þær m.a. til þess að nýbirtar tölur Hagstofu Íslands sýndu að hagvöxtur á fyrsta ársfjórðungi hefði verið kröftugri en Seðlabankinn spáði í maí, staðan á vinnumarkaði væri lítið breytt og aðhald opinberra fjármála einnig.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var 5,2% í apríl sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármála fyrirtækja. Það er meiri vöxtur en var í mars sl. en um 1 prósentu hægari en á fyrsta fjórðungi ársins. Líkt og á undanförunum misserum helgast aukning peningamagns að mestu leyti af meiri innlánnum heimila. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda stækkaði útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila um 7,4% að nafnvirði milli ára í apríl samanborið við um 6,9% ársvöxt á fyrsta fjórðungi ársins. Útlán til heimila jukust um 6,4% milli ára í apríl sem er um 0,7 prósentum meiri ársvöxtur en var á fyrsta ársfjórðungi og rúmlega 1 prósentu hraðari en á síðasta fjórðungi 2017. Útlán til atvinnufyrirtækja jukust um 10,2% að nafnvirði milli ára í apríl samanborið við 9,7% vöxt á fyrsta ársfjórðungi.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, lækkaði um 0,5% á milli funda. Velta á aðalmarkaði nam 228,4 ma.kr. á fyrstu fimm mánuðum ársins sem er um 28% minni velta en á sama tímabili í fyrra.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Samkvæmt spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) sem birt var í maí er gert ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum verði heldur meiri í ár og á næsta ári en stofnunin hafði spáð í nóvember. Talið er að hann aukist úr 3,7% í fyrra í 3,8% í ár. Stofnunin spáir 3,9% hagvexti á heimsvísu á næsta ári en það er 0,3 prósentum meira en gert var ráð fyrir í nóvember, einkum sakir betri hagvaxtarhorfa í Bandaríkjunum. Horfur um vöxt alþjóðaviðskipta á árunum 2018-2019 hafa einnig batnað. OECD spáir heldur meiri hagvexti en áður í helstu viðskiptalöndum Íslands á þessu ári og því næsta. Búið er við að hann verði 2,3% í ár en lítillaga lægri á næsta ári eða 2,2% sem er engu að síður 0,2 prósentum meiri hagvöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í nóvember. Talið er að verðbólga í viðskiptalöndum Íslands verði 1,9% í ár og aukist í 2% á næsta ári en það er 0,1 prósentu meiri verðbólga á hvoru ári fyrir sig en spáð var í nóvember.

Halli af vöruskiptum Íslands nam 59 ma.kr. á fyrstu fimm mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra var 71 ma.kr. halli á föstu gengi. Verðmæti útflutnings jókst um 16% á föstu gengi milli ára en verðmæti innflutnings jókst um 8%. Útflutningsverðmæti sjávarafurða jókst um fjórðung milli ára og endurspeglar vöxturinn grunnáhrif vegna sjómannaferfallsins í ársbyrjun 2017 sem leiddi til mikils samdráttar vöruútflutnings. Verulega hefur dregið úr örum vexti innflutningsverðmætis þegar horft er framhjá skipum og flugvélum. Hefur ársvöxtur undanfarna þrjú mánuði ekki verið jafn hægur síðan árið 2013 og mælist 1,5%. Mestu munar

um hægari vöxt verðmætis hrá- og rekstrarvöru auk þess sem verðmæti fjárfestingarvöru og fólksbíla hefur dregist saman undanfarna þrjá mánuði frá fyrra ári.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð hélst álverð nánast óbreytt milli funda peningastefnunar en var rúmlega fimmtungi hærra en á sama tíma í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hafi hækkað milli mánaða í apríl og að verð á fyrstu fjórum mánuðum ársins hafi verið 5,5% hærra en á sama tíma í fyrra. Heimsmarkaðsverð olíu var 76 Bandaríkjadalir á tunnu rétt fyrir fund peningastefnunar og hafði lækkað lítillega milli funda en mældist 58% hærra en á sama tíma í fyrra.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 1,7% milli mánaða í maí og var þá tæplega 22% yfir 25 ára sögulegu meðaltali en um 5,7% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu fimm mánuðum ársins var raungengi á þennan mælikvarða nær óbreytt frá sama tíma fyrir ári en nafngengi krónu var 0,5% lægra og verðbólga hér á landi um 0,4 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofan birti í júní var árshagvöxtur 6,6% á fyrsta ársfjórðungi 2018. Þjóðarútgjöld jukust um 6,8% milli ára á fjórðungnum þar sem neyslu- og fjárfestingarútgjöld jukust um 6,4%. Útflutningur jókst um 10,2% en vöxtur innflutnings var heldur meiri eða 10,9% og var framlag utanríkisviðskipta því neikvætt á fjórðungnum.

Hagvöxtur á fyrsta ársfjórðungi var 0,7 prósentum meiri en gert var ráð fyrir í maíspá *Peningamála*. Meginskýring fráviksins felst í að fjárfesting, einkum íbúðafjárfesting, samneysla og áhrif birgðabreytinga voru sterkari en búist var við. Hins vegar voru vöxtur einkaneyslu og framlag utanríkisviðskipta minni en gert var ráð fyrir.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 0,3 ma.kr. á fyrsta ársfjórðungi sem er minni afgangur en á sama tíma í fyrra en þá nam hann 5,7 ma.kr. Minni afgangur en í fyrra má rekja til minni afangs á þjónustuviðskiptum en á móti komu hagstæðari vöruskipti, einkum sakir meiri útflutningstekna af sjávarafurðum. Halli á jöfnuði frumþáttatekna að rekstrarframlögum meðtöldum hefur aukist lítillega einkum vegna þess að afgangur launaliðar, sem samanstendur af launum Íslendinga erlendis að frátöldum launum erlendra aðila hér á landi, hefur minnkað.

Helstu vísbendingar um útflutning ferðabjónustu gefa til kynna að vöxturinn verði minni en búist var við í maíspá *Peningamála*. Á fyrstu fimm mánuðum ársins hefur erlendum ferðamönnum fjölgað um 6% frá fyrra ári en farþegaspá ISAVIA sem kynnt var í lok maí sl. gerir ráð fyrir 8% fækkun ferðamanna yfir sumarmánuðina frá fyrra ári. Það er töluverð breyting frá fyrri farþegaspá félagsins sem gerði ráð fyrir 4% fjölgun. Á árinu öllu gerir ISAVIA ráð fyrir 2,6% fjölgun ferðamanna milli ára en í nóvember 2017 var gert ráð fyrir tæplega 11% fjölgun.

Á fyrsta ársfjórðungi hægði á vexti einkaneyslu miðað við seinni hluta síðasta árs. Helstu vísbendingar það sem af er öðrum ársfjórðungi gefa til kynna að áfram kunni að draga úr eftirspurn heimila þótt hún sé enn nokkuð kröftug. Væntingavísitala Gallup hefur jafnframt lækkað á síðustu mánuðum og var á fyrstu tveimur mánuðum fjórðungsins nokkru lægri en á sama tíma í fyrra.

Samkvæmt niðurstöðum sumarkönnunar Gallup sem framkvæmd var í maí meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna fremur jákvæð en heldur lakari en í vorkönnuninni og á sama tíma fyrir ári. Viðhorf stjórnenda til horfa á næstu

sex mánuðum voru einnig neikvæðari en í vor og í fyrra. Um 60% stjórnenda töldu núverandi aðstæður góðar og um 28% töldu þær hvorki góðar né slæmar. Horft til næstu sex mánaða töldu tæp 7% þeirra að aðstæður í efnahagslífinu myndu batna og tæp 54% að þær yrðu áfram góðar. Um 40% stjórnenda töldu að aðstæður yrðu verri eftir sex mánuði, heldur fleiri en í febrúar og á sama tíma í fyrra. Viðhorf stjórnenda til innlendrar og erlendrar eftirspurnar voru einnig neikvæðari en í vorkönnuninni og fyrir ári. Væntingar stjórnenda fyrirtækja í verslun um þróun innlendrar eftirspurnar voru lakari en fyrir ári en jákvæðari en þær voru í vorkönnuninni.

Samkvæmt könnuninni vildu 6 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum sé leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu. Það er 11 prósentum lægra hlutfall en í vorkönnuninni en 17 prósentum lægra en á sama tíma í fyrra og er nálægt langtímameðaltali sínu. Viðhorf stjórnenda í ýmissi sérhæfðri þjónustu og í byggingarstarfsemi voru jákvæðust þar sem nærri fjórðungur vildi fjölga starfsfólki frekar en fækka því. Enn voru viðhorfin neikvæðust í sjávarútvegi þar sem 29 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fækka starfsfólki umfram þau sem vildu fjölga því. Í öðrum atvinnugreinum var hlutfall fyrirtækja sem vildu fjölga starfsfólki að frádregnu hlutfalli þeirra sem vildu fækka því ýmist jákvætt eða neikvætt. Var það frá því að vera jákvætt um 17 prósentur yfir í að vera neikvætt um 12 prósentur.

Sé leiðrétt fyrir árstíð taldi fjórðungur stjórnenda vera skort á starfsfólki sem eru 8 prósentum færri stjórnendur en í vorkönnuninni og 14 prósentum færri en fyrir ári. Skorturinn var mestur í byggingarstarfsemi þar sem nærri helmingur stjórnenda taldi sig búa við skort á starfsfólki en hins vegar mældist nær enginn skortur í fjármála- og tryggingastarfsemi.

Um 43% stjórnenda töldu fyrirtæki sitt eiga í vandræðum með að mæta óvæntri eftirspurn, að teknu tilliti til árstíðarsveiflu. Hlutfallið var 9 prósentum lægra en í vorkönnuninni og 12 prósentum lægra en í sumarkönnuninni í fyrra. Tæplega þrír af hverjum fjórum stjórnendum í byggingarstarfsemi töldu sig eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn en fjórðungur stjórnenda í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu var sömu skoðunar.

Launavísitalan hækkaði um 0,3% milli mánaða í apríl og um 7,3% milli ára. Raunlaun voru 4,9% hærri en á sama tíma árið 2017.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok maí, lækkaði um 0,3% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en hækkaði um 7% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,1% milli mánaða í apríl þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu en hækkaði um 5,4% milli ára. Árshækkun fasteignaverðs hefur því haldið áfram að hjaðna frá því að hún náði hámarki í maí í fyrra en þá hafði fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkað um tæplega 24%. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 1% á fyrstu fjórum mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra og var meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu 2,5 mánuðir í apríl samanborið við 1,7 mánuði í apríl í fyrra. Í maí voru tæplega 1.600 íbúðir auglýstar til sölu á höfuðborgarsvæðinu samanborið við rúmlega 1.000 íbúðir í maí í fyrra.

Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,09% milli mánaða í maí. Ársverðbólga mældist 2% og hjaðnaði um 0,3 prósentur frá síðasta fundi nefndarinnar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hækkað um 0,2% frá maí í fyrra en ekki hefur mælst verðbólga á þennan mælikvarða í tvö ár. Miðgildi ólíkra mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu var 2,5% í maí og jókst um 0,2 prósentur frá því í apríl.

Verðlækkun flugfargjalda til útlanda hafði mest áhrif á breytingu vísitölu neysluverðs í maí. Kostnaður vegna eigin húsnæðis lækkaði einnig milli mánaða, annan mánuðinn í röð. Verulega hefur dregið úr árshækkun húsnæðisliðarins sem mældist 6,3% í maí.

Verðbólguvæntingar til skamms tíma hafa hækkað undanfarna mánuði. Samkvæmt sumarkönnun Gallup mældust verðbólguvæntingar heimila til eins árs 3,4% eða 0,4 prósentum meira en í vorkönnuninni. Væntingar þeirra um verðbólgu eftir tvö ár hækkuðu álíka mikið og mældust 4%. Samkvæmt sumarkönnun Gallup meðal stjórnenda fyrirtækja voru verðbólguvæntingar þeirra til eins árs óbreyttar í 3% en væntingar þeirra um verðbólgu til tveggja ára hækkuðu um 0,5 prósentur milli kannana og mældust 3,5%.

Í könnuninni voru stjórnendur fyrirtækja í fyrsta sinn spurðir um langtímaverðbólguvæntingar. Þjuggust þeir við því að verðbólga yrði að meðaltali 3% á næstu fimm árum. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára var 2,9-3,2% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði lækkað lítillega frá maífundinum en mældist heldur hærra en um síðustu áramót.

## II Vaxtaákvörðunin

Aðstoðarseðlabankastjóri fjallaði um stöðu vinnu við endurskoðun á ramma hinnar sérstöku bindiskyldu á innflæði fjármagns til landsins. Einnig voru rædd viðbrögð á markaði við ákvörðun nefndarinnar hinn 4. júní um að breyta fyrirkomulagi almennrar bindiskyldu lánastofnana í bankanum. Rætt var um að hún myndi skiptast í tvo hluta, annars vegar fasta 1% bindingu sem bæri ekki vexti, og hins vegar 1% bindingu af sama tagi og verið hafði. Breytingunum er ekki ætlað að breyta aðhaldsstigi peningastefnunnar heldur að vega upp á móti kostnaði Seðlabankans af framkvæmd hennar á meðan gjaldeyrisforði væri stór og vaxtamunur gagnvart útlöndum mikill. Var það mat nefndarinnar að þessi breyting hefði ekki haft áhrif á þróun á markaðnum né á aðhaldsstig peningastefnunnar.

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 maí hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum óbreyttum m.a. í ljósi þess að ný spá bankans sýndi engar verulegar breytingar frá febrúarspánni.

Nefndarmenn ræddu nýlega birtar bráðabirgðaniðurstöður þjóðhagsreikninga en samkvæmt þeim var hagvöxtur á fyrsta fjórðungi ársins töluvert meiri en mælt hafði á seinni hluta síðasta árs. Þetta var jafnframt aðeins meiri vöxtur en Seðlabankinn gerði ráð fyrir í maí. Þróunin var þó að mati nefndarmanna í meginatriðum í samræmi við maíspá bankans og endurspeglaði að mestu leyti grunnáhrif frá síðasta ári. Var nefndin sammála um að áfram væru horfur á að draga myndi úr hagvexti á árinu með hægari vexti útflutnings og innlendrar eftirspurnar. Horfði hún einnig til þess að þróun íbúðaverðs og vísbendingar af vinnumarkaði bentu í sömu átt.

Nefndin tók einnig mið af verðbólguþróun en verðbólga hafði hjaðnað í 2% í maí en bæði mæld og undirliggjandi verðbólga hafði verið í grennd við 2½% verðbólgu markmið Seðlabankans mánuðina á undan. Áfram hafði dregið úr árshækkun húsnæðisverðs en gagnstæð áhrif gengisbreytinga krónunnar á verðbólguna höfðu dvínað. Voru nefndarmenn sammála um að líklegt væri að þessi þróun myndi halda áfram á næstunni.

Gengi krónunnar hafði lækkað aðeins frá síðasta fundi peningastefnuneftar en gjaldeyrismarkaðurinn hafði áfram verið í ágætu jafnvægi. Að mati nefndarmanna virtust verðbólguvæntingar einnig á heildina litið í ágætu samræmi við verðbólgu markmið bankans.

Enginn nefndarmaður taldi ástæðu til að breyta vöxtum að þessu sinni. Stutt var liðið frá síðasta fundi nefndarinnar og þær upplýsingar sem höfðu birst frá þeim tíma studdu í

meginatriðum fyrra mat nefndarinnar á efnahagsframvindunni og nauðsynlegu taumhaldi peningastefnunnar.

Fram kom í umræðunni að þótt heldur meiri kraftur virtist hafa verið í þjóðarbúskapnum á fyrsta fjórðungi ársins en spád hafði verið bentu vísbendingar af vinnumarkaði og úr ferðapjónustu til þess að aðlögun þjóðarbúskaparins að jafnvægi gæti orðið hraðari en gert hafði verið ráð fyrir. Einnig hefði hjöðnun verðbólgu verið heldur meiri en spád var. Frávikin væru þó lítil og gæfu ekki tilefni til að bregðast við heldur væri rétt að bíða frekari vísbendinga.

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

Að mati nefndarinnar eru horfur á minnkandi spennu í þjóðarbúskapnum. Nefndarmenn voru sammála um að eigi að síður yrði áfram þörf fyrir peningalegt aðhald í ljósi mikils vaxtar innlendrar eftirspurnar og undirliggjandi spennu á vinnumarkaði.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 29. ágúst 2018.



14. mars 2018

## Yfirlýsing seðlabankastjóra varðandi sérstaka bindiskyldu á fjármagnsinnstreymi sem gefin var á kynningarfundum um vaxtaákvörðun

Í rammagrein í *Peningamálum* sem gefin voru út í nóvember síðastliðnum kom fram sú afstaða Seðlabankans að hin sérstaka bindiskylda á fjármagnsinnstreymi yrði óbreytt enn um sinn þar sem vaxtamunur gagnvart útlöndum væri enn verulegur. Jafnframt lýsti bankinn þeirri skoðun sinni að sérstaka bindiskyldan yrði lækkuð svo fljótt sem aðstæður myndu leyfa og að því skyldi stefnt að hún yrði að jafnaði ekki virk. Þessi afstaða bankans hefur ekki breyst enda stutt um liðið og vaxtamunur hefur lítið breyst síðan í nóvember.

Að undanfögnu hefur verið sett fram gagnrýni á ofangreinda afstöðu en einnig á útfærslu og framkvæmd sérstöku bindiskyldunnar. Seðlabankinn telur eðlilegt að meta hvort eða í hve ríkum mæli þessi gagnrýni á rétt á sér og kanna hvort mögulegt er að bregðast við með úrbótum. Gagnrýnin hefur einkum verið tvenns konar. Í fyrsta lagi er því haldið fram að hin sérstaka bindiskylda hafi stuðlað að hærri vöxtum og að í ljósi slaknandi spennu sé fremur ástæða til að örva erlenda fjárfestingu heldur en hitt. Jafnvel hefur verið fullyrt að síðustu vaxtalækkunar Seðlabankans hafi ekki skilað sér í lægri vöxtum fyrir heimili og fyrirtæki. Í öðru lagi hefur tæknileg útfærsla bindiskyldunnar sætt gagnrýni, m.a. hvað varðar eignaflokka sem falla undir bindiskyldu og hugsanleg neikvæð áhrif á virkni einstakra markaða.

Að hin sérstaka bindiskylda hafi stuðlað að hærri vöxtum hér á landi en ella er ekki vel grunduð gagnrýni. Það var beinlínis markmið bindiskyldunnar að beina aðhaldi peningastefnunnar í ríkari mæli í vaxtafarveginn fremur en gengisfarveginn. Rökunum fyrir bindiskyldu verður því tæpast beitt gegn henni. Án hennar væru vextir hér á landi vissulega lægri en þeir eru um þessar mundir en gengi krónunnar væri einnig hærra því miðlun peningastefnunnar hefði í ríkari mæli verið beint um gengisfarveginn. Mat bankans er að við núverandi aðstæður væri það óheppileg blanda enda er raungengi um þessar mundir mjög hátt í sögulegu samhengi og ef það hækkaði mikið meira myndi því fylgja aukin áhætta og álag á útflutningsatvinnuvegi. Þau áhrif yrðu að vísu að öllum líkindum tímabundin enda benda bæði hagfræðilegar kenningar og tölfræðirannsóknir til þess að fjárstreymistæki af þessu tagi hafi ekki til lengdar áhrif á raungengi, ekki frekar en peningastefna almennt. En tímabundin hækkun raungengis getur eigi að síður valdið

skaða við núverandi aðstæður í töluverðan tíma og aukið líkur á gengis-  
óstöðugleika síðar.

Farið er að slakna á spenna í þjóðarbúskapnum. Hún þó enn veruleg og ekki tilefni til að grípa til sérstakra aðgerða til að örva eftirspurn, hvort sem það er með örvun erlendrar fjárfestingar eða með öðrum hætti. Það eru því ekki rök fyrir slökun á bindiskyldunni nú að það þurfi að örva þjóðarbúskapinn. Slíkar aðstæður geta hins vegar auðvitað skapast síðar.

Á nýloknum fundi peningastefnunefndar var farið yfir ítarleg gögn um vaxtaþróun mismunandi lánaforma sem standa heimilum og fyrirtækjum til boða en einnig var skoðuð vaxtaþróun á skuldabréfamarkaði. Erfitt er að finna þeirri fullyrðingu stað í gögnunum að vaxtalækkar Seðlabankans hafi ekki miðlast í aðra vexti vegna hinnar sérstöku bindiskyldu. Þvert á móti hefur miðlun í útlánsvexti og vexti ríkisskuldabréfa verið eðlileg (glæra 1). Það ætti ekki að koma á óvart því almennt er viðurkennt að miðlun peningastefnunnar eftir vaxtafarveginum verður sterkari þegar tæki eins og sérstöku bindiskyldunni er beitt. Í þessu sambandi hefur m.a. verið vísað til hækkunar vaxtaálags á fyrirtækjaskuldabréf (þ.e. vexti á fyrirtækjaskuldabréfum í hlutfalli við vexti á ríkisskuldabréfum). Erfitt er hins vegar að tengja þá þróun bindiskyldunni því álagning sérstakrar bindiskylda á fjármagnsinnstreymi ætti ekki að breyta hlutfallslegum vöxtum skuldabréfa sem undir hana heyra, sérstaklega ekki ef innstreymið sótti ekki áður í þau skuldabréf sem eru að lækka. Líklega eru aðrar skýringar nærtækari á þessu, svo sem aukin mótaðilaáhætta sem birtist í lækkun hlutabréfa-verðs þeirra fyrirtækja sem gefa út bréfin og, í tilfelli fasteignafélaga, í horfum á minni hækkun fasteignaverðs (sjá glæru 2). Þá gætu lífeyrisjóðir verið að draga úr eftirspurn sinni eftir þessum bréfum, m.a. vegna aukinna fjárfestinga erlendis. Að lokum er rétt að nefna að hér er um verðtryggð bréf að ræða með tiltölulega litla veltu og seðlabankavextir hafa alltaf minni áhrif á þá en óverðtryggða vexti og hefur það ekkert með sérstaka bindiskyldu að gera.

Annars konar gagnrýni hefur komið fram á bindiskylduna sem lýtur að tæknilegri útfærslu hennar og eignaflokkunum sem hún nær til. Seðlabankinn telur eðlilegt að fara yfir það mál og er sú vinna hafin. Afmörkun bindiskyldunnar tók mið af mati á virkni hennar en einnig komu sniðgöngusjónarmið til sögunnar. Þannig lá það sjónarmið að baki því að bindingin væri einungis til eins árs að áhrifin yrði þá mest á fjárfestingu sem ætla má að skammtímasjónarmið ráði mestu um og því líklega fremur tengdar hreinum vaxtamunaviðskiptum en annað fjármagnsinnstreymi.

Seðlabankinn hefur skoðað og mun fara betur yfir þessi atriði á næstunni í samhengi við vinnu við mótun stefnu um framtíðarfyrirkomulag bindiskyldunnar og endurskoðun á framkvæmd hennar sem staðið hefur yfir um nokkurt skeið. Meginástæða endurskoðunarinnar er að Seðlabankinn telur mikilvægt að hægt verði að beita sérstakri bindiskyldu á innstreymi erlends fjármagns ef aðstæður krefjast þess eftir að takmarkanir sem enn

er að finna í lögum um gjaldeyrismál hafa verið felldar niður. Undirbúningur tillagna þar að lútandi stendur yfir og gætu þær komið til framkvæmda á síðustu mánuðum ársins en Alþingi hefur lokaorðið í þeim efnum. Það gæti verið heppilegur tímunktur til að gera breytingar á framkvæmd bindiskyldunnar.

Helstu niðurstöður þessarar vinnu hingað til voru kynntar á nýliðnum fundi peningastefnunefndar. Þar voru einnig rædd önnur atriði sem lúta að sérstöku bindiskyldunni. Samkvæmt lögum eru breytingar á bindiskyldunni gerðar af Seðlabanka Íslands og að fengnu samþykki fjármála- og efnahagsráðherra. Seðlabankinn hefur hins vegar talið eðlilegt í ljósi náinna tengsla á milli hinnar sérstöku bindiskyldu og miðlunarferlis peningastefnunnar að breytingar á henni verði aðeins gerðar að höfðu samráði við peningastefnunefnd.

Samantekið er það afstaða Seðlabankans að ekki sé að svo komnu máli tilefni til að slaka á hinni sérstöku bindiskyldu. Þær aðstæður munu hins vegar skapast á næstu misserum ef spár ganga eftir og aðstæður á erlendum fjármálamörkuðum breytast eins og nú er búist við, og fyrr ef einhverjir þeir atburðir verða sem valda því að spenna slaknar hraðar og sérstaklega ef hún snýst í slaka. Seðlabankinn og peningastefnunefnd vaka yfir framvindunni og leggja til viðbrögð eftir því sem við á og tilefni gefst til. Almennt má segja að aðstæðurnar til slökunar batni eftir því sem vaxtamunur minnkar, gengi lækkar eitthvað og spenna slaknar.



## Breyting á bindiskyldu lánastofnana

*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að breyta fyrirkomulagi bindiskyldu lánastofnana þannig að hún skiptist í tvo hluta, annars vegar fasta 1% bindingu sem ber enga vexti, og hins vegar 1% bindingu af sama tagi og verið hefur og ber um þessar mundir 4% vexti. Markmið þessara breytinga er að draga úr kostnaði Seðlabankans af framkvæmd peningastefnunnar á meðan gjaldeyrisforði er stór og vaxtamunur gagnvart útlöndum mikill. Breytingunum er ekki ætlað að breyta aðhaldsstigi peningastefnunnar.*

Samkvæmt lögum um Seðlabanka Íslands er honum „heimilt að ákveða að lánastofnanir skuli eiga fé á bundnum reikningi í bankanum“. Í lögunum er einnig kveðið á um að peningastefnunefnd skuli taka ákvarðanir um bindiskyldu lánastofnana enda telst hún vera eitt af stjórnþækjum Seðlabankans í peningamálum.

Samkvæmt núverandi fyrirkomulagi um bindiskyldu er bindifjárhæð 2% af bindigrunni hvers bindiskylds aðila (þ.e. viðskiptabanka, sparisjóða og lánafyrirtækja samkvæmt skilgreiningum starfsleyfa Fjármálaeftirlitsins). Bindigrunnur sem bindiskylda er reiknuð af samanstendur af innstæðum og eigin skuldabréfaútgáfu með eftirstöðvatíma til tveggja ára eða skemur og er útreikningur miðaður við meðaltal bindigrunns tveggja síðustu mánaða. Bindifjárhæðin er sú bindiskylda sem bindiskyldur aðili skal uppfylla á hverjum degi að meðaltali yfir viðmiðunartímabil sem er frá 21. degi hvers mánaðar til 20. dags þess næsta. Það er undir hverjum aðila komið með hvaða hætti bindiskylda er uppfyllt á grundvelli reglnanna. Þetta fyrirkomulag bindiskyldu byggðist á fyrirmynd Seðlabanka Evrópu og hefur í stórum dráttum verið við lýði hér á landi í um tvo áratugi. Vextir á bindiskyldufjárhæð hafa verið hinir sömu og á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabankanum og hafa að undanfögnu verið 4%.

Á sérstökum fundi sínum 4. júní síðastliðinn samþykkti peningastefnunefnd nýjar reglur um bindiskyldu og ákvað vexti af innstæðum á bundnum reikningum. Breytingarnar fela í sér að bindiskyldu er skipt í tvennt, meðaltalsbindiskyldu (eins og verið hefur) og fasta bindiskyldu. Föst bindiskylda er kvöð á bindiskylt

fjármálafyrirtæki um að eiga alltaf ákveðna lágmarksfjárhæð á sérstökum bindireikningi í Seðlabankanum. Föst bindiskylda nemur 1% af bindigrunni og ber enga vexti. Meðaltalsbindiskylda nemur 1% af bindigrunni og ber nú 4% vexti eins og fyrir breytinguna.

Samhliða þessari breytingu er tekið út ákvæði í reglunum sem heimilar að bindiskyldur aðili geti verið milligönguaðili fyrir bindiskyldu þriðja aðila en því ákvæði fylgir ógagnsæi. Breytingar voru einnig gerðar á orðalagi þar sem það átti við, en ekki á öðru innihaldi reglnanna.

Þessum breytingum er ekki ætlað að breyta aðhaldi peningastefnunnar. Markmið þeirra er að draga úr kostnaði Seðlabankans af stórum gjaldeyrisforða á meðan jákvæður vaxtamunur gagnvart útlöndum er eins mikill og raun ber vitni, en án þess að raska aðhaldi og miðlun peningastefnunnar. Mat peningastefnunefndar er að breytingarnar uppfylli þessi skilyrði þar sem jaðarvextir á bindingunni verða áfram hinir sömu og á viðskiptareikningum bankanna í Seðlabankanum og meðaltalsbinding er áfram í gildi á helmingi hennar.

Í [ársfundarræðu sinni 5. apríl](#) sl. boðaði seðlabankastjóri breytingar af þessu tagi. Þar er einnig að finna nánari greiningu á kostnaði Seðlabankans af stórum gjaldeyrisforða sem fjármagnaðar er innanlands og færð rök fyrir því að aðrir haghafar ættu að bera stærrí hluta þess kostnaðar. Áhrifin á tekjur bankanna af þessari aðgerð eru á heildina lítið fremur lítil en að óbreyttu gætu árlegar vaxtatekjur þeirra lækkað um sem nemur 0,02% af stærð efnahagsreiknings þeirra.

Nýjar reglur um bindiskyldu taka gildi við byrjun næsta bindiskyldutímabils, fimmtudaginn 21. júní n.k.

Sjá hér [ársfundarræðu seðlabankastjóra frá 5. apríl síðastliðnum](#).

Sjá hér [reglur um bindiskyldu, dags. 4. júní 2018](#).

Sjá hér reglurnar á vef stjórnartíðinda: [Reglur um bindiskyldu nr. 585/2018](#).

Nánari upplýsingar veitir Már Guðmundsson seðlabankastjóri í síma 5699600.

Nr. 9/2018  
5. júní 2018



29. janúar 2018

Arnór Sighvatsson

## Þrilemma, tvílemma eða málamiðlun á milli hornalausna<sup>1</sup>

Vandamál peningastefnu í litlu, opnu hagkerfi við óheftar fjármagnshreyfingar

Erindi flutt á fundi Rótarý-félags Reykjavíkur/austurbær 27. mars 2018

Eftir tímabil óstöðugleika í peningamálum Íslands í kjölfar fjármála- og gjaldeyriskreppunnar haustið 2008 hafa undanfarin ár einkennst af töluverðum stöðugleika, en að nokkru leyti í skjóli fjármagnshafta. Peningamálin standa nú að því leyti á tímamótum að verið er að taka síðustu skrefin í átt til óheftra fjármagnshreyfinga á ný. Af því tilefni og einnig vegna þess að hartnær öld er liðin frá því Ísland hvarf úr gjaldmiðilsbandalagi við Danmörku er við hæfi að líta um öxl og velta fyrir sér hvað hafi ráðið ákvörðunum um tilhögun peningamála þessa öld, hver árangurinn hafi verið, hvers vegna hann hafi verið eins og hann var og hvers sé að vænta í næstu framtíð.

Saga peningamála á Íslandi er þyrnum stráð. Oft hefur verið bent á að hin íslenska króna hafi tapað nánast öllum upphaflegum kaupmætti sínum gagnvart danskri móður sinni á öldinni sem senn er liðin frá því naflastrengurinn slitnaði á milli þeirra. Raungengi krónunnar, þ.e.a.s. hlutfallslegt verðlag eða kaupgjald miðað við helstu viðskiptalönd í sama gjaldmiðli mælt, hefur jafnframt sveiflast á víðu bili. Hæsta gildi raungengis á tímabilinu er 166% herra en lægsta gildið. Sveiflur í raunhagkerfinu hafa einnig, af ýmsum ástæðum, verið verulegar.

Það er íhugunarvert að á þessu tímabili hefur tilhögun gengis- og peningamála spannað nánast alla flóru mögulegra afbrigða (nema e.t.v. myntráð). Það er einnig umhugsunarefni hve árangur ólíkra stefnumiða hefur reynst hverfull, a.m.k. ef stöðugt verðgildi gjaldmiðilsins er mælikvarðiinn. E.t.v. endurspeglar þessi hverfuleiki óstöðugan auðlindagrundvöll íslenska þjóðarbúsins annars vegar og sífellda leit íslenskra stjórnvalda að peningastefnulausn á þeim vanda hins vegar. Því má þó ekki gleyma að þrátt fyrir þennan óstöðugleika hefur lífskjörum í landinu fleygt fram.

<sup>1</sup> Höfundur er aðstoðarseðlabankastjóri. Skoðanir sem hér koma fram eru höfundar og þurfa ekki að endurspeglar skoðanir annarra nefndarmanna í peningastefnunefnd bankans.

### *Togstreitan á milli aðhalds og aðlögunar*

Í leit sinni að heppilegustu tilhögun gengis- og peningamála standa stjórnvöld frammi fyrir ákveðinni togstreitu á milli tvíþætts hlutverks gengisstefnunnar: Annars vegar má nota sveigjanlegt gengi gjaldmiðils sem tæki til aðlögunar þegar efnahagur lands verður fyrir áföllum eða búhnykkjum, með það að augnamiði að stuðla að jafnvægi í raunhagkerfinu, t.d. að hamla því að utanaðkomandi áfall leiði til efnahagssamdráttar og aukins atvinnuleysis. Hins vegar getur stöðugt gengi gjaldmiðils verið mikilvægt tæki til þess að veita aðhald í hagstjórn og samningagerð á vinnumarkaði og stuðla þannig að verðstöðugleika. Tíðar gengisfellingar á 8. og 9. áratugum síðustu aldar eru dæmi um hið fyrnefnda en gengisfestustefnan í kjölfar þjóðarsáttarsamninganna svokölluðu í byrjun 10. áratugarins eru dæmi um hið síðarnefnda.

Val stjórnvalda á milli aðlögunar og aðhalds er hvorki nýlegt fyrirbæri né bundið við Ísland. Ramminn um það hefur mótast af þróun viðskiptafrelsis í heiminum, hvort heldur með vörur og þjónustu eða fjármagn. Hið alþjóðlega peningakerfi sem mótaðist á árunum eftir síðari heimstyrjöldina, og oft er kennt við Bretton-Woods í New Hampshire, var í raun sveigjanlegt fastgengiskerfi, þar sem Bandaríkjadalur var gulltryggð kjölfesta, sem tryggði peningalegan stöðugleika, en smærri þjóðríki reyndu að öðlast hlutdeild í þeim stöðugleika með því að binda gengi gjaldmiðla sinna við Bandaríkjadal, en þó með ákveðnu svigrúmi til aðlögunar – þar sem Alþjóðagjaldeyrissjóðinn gegndi hlutverki úrskurðaraðila um hvort gengisskráning yrði aðlöguð eða tímabundið greiðslujafnaðarójafnvægi fjármagnað af sjóðnum og aðildarlöndum hans.

### *Valþröng stefnunnar í peninga- og gengismálum*

Hið almenna viðhorf meðal hagfræðinga var, og er að miklu leyti enn, að stjórnvöld stæðu frammi fyrir ákveðinni valþröng: þ.e.a.s. að ekki væri mögulegt til lengdar að uppfylla eftirfarandi þrenn skilyrði samtímis:

1. að peningastefnan sé sjálfstæð (ath. hér er ekki verið að tala um sjálfstæði seðlabanka heldur getuna til að hafa áhrif á innlend peningaskilyrði),
2. að gengi gjaldmiðilsins sé stöðugt,
3. að fjármagnshreyfingar séu óheftar.

Tveir ofangreindra þátta gætu farið saman, en ekki allir þrír. Þetta hefur verið kallað „trilemma“ á ensku, sem þýðist illa, en ég kys að kalla

vandamálið einfaldlega „þrílemmu“.<sup>2</sup> Af því leiðir að þar sem fjármagnshreyfingar eru óheftar verða stjórnvöld, samkvæmt kenningunni, að velja annað hvort peningalegt sjálfstæði eða stöðugleika í gengismálum. Fjármagnshöft voru því að vissu leyti forsenda þess að sveigjanlegt fastgengiskerfi af því tagi sem kennt var við Bretton-Woods yrði trúverðugt, án þess að fela í sér algert framsal peningalegs fullveldis.

#### *Endalok Bretton-Woods kerfisins og þróun peningakerfis Evrópuríkja*

Eftir að hið dollaramiðaða Bretton-Woods fastgengiskerfi liðaðist í sundur snemma á 8. áratug síðustu aldar, af ástæðum sem ekki verða raktar hér, fóru stjórnvöld heims ólíkar leiðir. Sum kusu að fórna stöðugleika í gengismálum fyrir peningalegt sjálfstæði með óheftum fjármagnshreyfingum, önnur reyndu að halda í fastgengi af einhverju tagi með því að viðhalda fjármagnshöftum eða fóru einhverja millileið. Í Evrópu tóku millistór og smærri aðildarríki Evrópusambandsins (ESB) upp samflot í gengismálum með fastgengistengingu við þýska markið í stað Bandaríkjadals. Þýska markið var hins vegar látið fljóta gagnvart Bandaríkjadal. Þannig voru ákvarðanir í peningamálum flestra V-Evrópuríkja að miklu leyti framseldar til þýska seðlabankans, sem var sjálfstæðari og naut því meira trausts en aðrir evrópskir seðlabankar.

Samstarf Evrópuríkja í efnahags- og peningamálum varð stöðugt nánara og fjármagnshöftum var smámsaman aflétt. Þar með var grundvöllinum kippt undan sjálfstæðri peningastefnu evrópsku þjóðríkjanna. Því má segja að flest Evrópuríki hafi gefið sjálfstæði í peningamálum upp á bátinn fyrir stöðugleika í gengismálum og frelsi til fjárfestingar yfir landamæri, en eftir því sem viðskiptafrelsi óx fiskur um hrygg varð óstöðugleiki í gengismálum og fjármagnshöft meira til trafala.

Framsal peningalegs valds til þýska seðlabankans, sem ákvað vexti með hliðsjón af efnahagsþróun í Þýskalandi án tillits til þarfa landanna sem tengdust þýska markinu, var hins vegar ekki vandkvæðalaust, hvorki efnahagslega séð né pólitískt. Efnahagslegi vandinn við þessa tilhögun kom berlega í ljós í kjölfar sameiningar þýsku ríkjanna. Aðhaldssöm peningastefna þýska seðlabankans miðaði að því að halda niðri verðbólgu í Þýskalandi í kjölfar sameiningarinnar. Hækkun þýska marksins sem af stefnunni leiddi kom hins vegar illa niður á útflutningi annarra Evrópuríkja sem höfðu bundið gjaldmiðla sína við þýska markið en voru í allt annarri stöðu en Þýskaland. Þessi vandkvæði

<sup>2</sup> Þessi niðurstaða, sem einnig hefur verið nefnd „inconsistent trinity“ eða „Mundell – Flemming tilemma“, er leidd af svokölluðu Mundell–Fleming líkani sem lýsir skammtímasambandi gengis, vaxta og framleiðslu. Sjá Mundell (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates, *Canadian Journal of Political Science*, 29/4. Sjá einnig Fleming (1962). Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates. IMF Staff Papers nr. 9.

styrktu rökin fyrir víðtækari peningalegum samruna og hugmyndir um evrópskt gjaldmiðilsbandalag fengu byr undir báða vængi.

Með stofnun Efnahags- og myntbandalags Evrópu (EMU) deildu löndin með sér peningalegu fullveldi, í stað þess að framselja það til þýska seðlabankans. Nýjum sjálfstæðum seðlabanka (ECB) var falin framkvæmd peningastefnu með hliðsjón af efnahagsþróun á svæðinu öllu, en ekki aðeins í Þýskalandi, eins og verið hafði. Þannig endurheimtu Evrópulöndin sem tóku þátt (þ.e.a.s. önnur en Þýskaland) að nokkru leyti fullveldi í peningamálum. Þau sem ekki tóku þátt fóru ólíkar leiðir, sum tímabundið en önnur til langframa, þ.á m. Norðurlöndin.

### *Valþröng Norðurlanda*

Fyrri hluta 10. áratugar síðustu aldar losuðu Norðurlöndin um fjármagnshöft. Fljótlega varð ljóst að erfitt yrði að viðhalda stöðugu gengi fyrir tilstilli einhvers konar fastgengisstefnu, líkt og reynt hafði verið á Íslandi og öðrum Norðurlöndum fyrstu ár áratugarins (og frá miðjum 9. áratugnum í Danmörku), með aukinni áherslu á stöðugleika gagnvart þýsku marki eða evrópsku gjaldmiðilseiningunni (European Currency Unit, ECU), fyrirrennara evrunnar. Öll Norðurlöndin að Danmörku undanskilinni urðu frá að hverfa eftir tímabil efnahagslegs ójafnvægis, fjármagnsflotta og atlögu spákaupmanna. Ísland, Noregur og Svíþjóð kusu að láta gengi gjaldmiðla sinna fljóta en tóku upp verðbólguþolmarkmið til að veita peningastefnunni þá kjölfestu sem nauðsynleg er í öllum gjaldmiðlakerfum. Danmörk hélt áfram fastgengisstefnu, með þeim bakstuðningi ECB sem felst í aðild að Evrópsku gengistilhöguninni (European Exchange Rate Mechanism, ERM) eftir að EMU var stofnað, og Finnland (og síðar Eystrasaltsríkin þrjú) tók upp evru. Aukið frelsi til fjármagnshreyfinga neyddi því Norðurlöndin öll til að afsala sér öðru hvoru, sjálfstæðri peningastefnu (Danmörk, Finnland) eða gengisfestu (Svíþjóð, Noregur og Ísland).

Að Íslandi undanskildu hefur Norðurlöndunum öllum tekist að varðveita stöðugleika og kaupmátt gjaldmiðla sinna nokkuð vel þrátt fyrir ólíkan gengisramma. Gengi dönsku krónunnar hefur sveiflast innan þröngra vikmarka gagnvart evru, og áður þýska markinu (eða ECU), frá miðjum 9. áratug síðustu aldar. Árangur Noregs og Svíþjóðar, sem fórnauðu markmiðinu um gengisfestu fyrir sjálfstæði í peningamálum eftir að tilraunir þeirra til að reka svipaða fastgengisstefnu runnu út í sandinn á 10. áratugnum, hefur einnig þótt nokkuð góður, þótt Svíþjóð hafi glímt við ákveðinn verðhjöðunarvanda og bæði löndin við ójafnvægi á fasteignamarkaði sem ekki sér fyrir endann á. Árangur Íslands hefur verið mun síðri sem alkunna er og því full ástæða til að íhuga ástæður þess.

### *Valþröng Íslands – hvað skýrir slakan árangur?*

Í kringum síðustu aldamót, eftir að Ísland hafði skuldbundið sig samkvæmt 40. gr. EES-samningsins til þess að hafa í heiðri frelsi til fjármagnsflutninga innan EES-svæðisins, tóku íslensk stjórnvöld nokkuð ákveðna afstöðu til valsins á milli gengisstöðugleika og sjálfstæðrar peningastefnu, sem þrílemban boðar. Fljótlega eftir að fjármagnshreyfingar höfðu verið gefnar frjálsar völdu íslensk stjórnvöld sjálfstæða peningastefnu fram yfir stöðugleika í gengismálum, fyrst með því að auka sveigjanleika gengisskráningarinnar í áföngum, uns krónan var sett á flot um leið og formlegt verðbólguþolmið var tekið upp árið 2001.<sup>3</sup> Um þetta val er þó enginn einhugur, hvorki á meðal hagfræðinga, stjórnámálamanna, atvinnulífsins eða almennings.

Víkjum nú aftur að hinum slaka árangri Íslands í peningamálum sl. öld. Þegar litið er yfir breytilega stöðu Íslands í hinum þunga straumi alþjóðlegra hræringa blasir við margbrotin mynd: Alþjóðlegar stefnur og straumar í efnahags- og peningamálum hafa jafnan borist fljótlega til Íslands, en þó má segja að Ísland hafi stundum verið hikandi þátttakandi í hinu alþjóðlega hagkerfi og fjármálamörkuðum. Yfir hartnær öld sem saga íslensku krónunnar spannar hafa fjármagnshöft af einhverju tagi oftast verið til staðar og líklega víðtækari en víðast hvar. Heimskreppa, síðari heimstyrjöldin og eftirstríðsárin leiddu til óstöðugleika sem erfitt þótti að ráða við án takmarkana á fjármagnshreyfingar af einhverju tagi, en oft var líka gengið mun lengra en brýna nauðsyn bar til. Aðeins um 13 ára skeið, árin 1995-2008, má segja að fjármagnshreyfingar á milli landa hafi verið algerlega óheftar. Fjármagnshöft voru svo innleidd að nýju í kjölfar fjármálakreppunnar árið 2008 og má segja að Ísland hafi eitt Evrópuríkja innleitt svo víðtæk höft, þótt ákveðnar takmarkanir hafi einnig verið teknar upp tímabundið í Grikklandi og á Kýpur. Undanfarið ár hafa fjármagnshreyfingar verið að mestu leyti óheftar á ný, þótt minniháttar hindranir, sem ég mun víkja að síðar, séu enn til staðar.

Tilhneiging til þess að leysa efnahagslegan vanda á Íslandi með höftum á fjármagnshreyfingar eða á kostnað gengisstöðugleika, nema hvort tveggja sé, vekur þá spurningu hvort um sé að ræða afleiðingu slægrar hagstjórnar, gallaðrar umgjarðar peningastefnu, eða hvort vandinn risti dýpra og megi að einhverju leyti rekja til grunnra markaða eða annarra ágalla í grunngerð íslenska hagkerfisins, sem valdi því að erfitt er að höndla hverflyndi alþjóðlegra fjármagnsmarkaða.

Reynsla Íslands sýnir að hvikular fjármagnshreyfingar geta brenglað virkni vaxtatakisins og leitt til þess að miðlun peningastefnu beinist fyrst og fremst í farveg gengisbreytinga, sem eru illfyrirsjáanlegar og stundum svo miklar og hraðar á grunnnum mörkuðum að tjóni veldur í rekstri fyrirtækja og heimila. Þá kunna útlánvöxtur og eignaverðbólur

<sup>3</sup> Seðlabankinn greip þó til töluverðra inngripa árið 2001 þegar krónan féll skarpt eftir að hún fór á flot.

sem fjármagnsinnstreymið ýtir undir að hafa neikvæð áhrif á framleiðni.<sup>4</sup>

### *Þrilemma eða tvílemma?*

Vandi Íslands leiðir hugann að því að undanfarin ár hefur rökræðan um hina ósamrýmanlegu þrenningu, þrilemmuna, tekið nýja stefnu. Ýmsir hafa haldið því fram að þrilemman svokallaða sé í raun tvílemma (e. dilemma), þ.e.a.s. að óheftar fjármagnshreyfingar á milli landa samrýmist í reynd *hvorki* sjálfstæði í peningamálum né föstu gengi – ekki aðeins öðru hvoru. M.ö.o. einhvers konar fjármagnshöft séu í raun forsenda hvort heldur sjálfstæðis í peningamálum eða stöðugs gengis. Ötulasti talsmaður þessa sjónarmiðs hefur verið franskur hagfræðingurinn Hélène Rey (2015).<sup>5</sup>

Þótt þetta sjónarmið sé mjög umdeilt og flestir hagfræðingar vilji ekki ganga jafn langt og Hélène Rey, nýtur sú skoðun vaxandi fylgis á meðal hagfræðinga að fullkomlega frjálsar fjármagnshreyfingar geti sett stefnunni í peninga- og gengismálum óæskilega miklar skorður, sé það stefnan að halda í peningalegt sjálfstæði. Einhvers konar takmarkanir á fjármagnshreyfingar kunni því að auka svigrúm til skynsamlegrar hagstjórnar og séu jafnvel forsenda viðunandi stöðugleika í gengismálum og virkni peningalegra stjórnækja.<sup>6</sup>

Nýlegar rannsóknir á hinni íslensku fjármálasveiflu undirstrika þau takmörk sem alþjóðleg fjármálaskilyrði setja viðleitni stjórnvalda til að sníða innlend peningaleg skilyrði að innlendum aðstæðum.<sup>7</sup> Þessar rannsóknir sýna að íslenska fjármálasveiflan hefur fylgt hinni alþjóðlegu mjög náið um aldarskeið, óháð tilhögun peningamála hér á landi. Sjálfstæð peningastefna og sveigjanlegt gengi hafa ekki megnað að rjúfa þessi tengsl, en reyndar ekki heldur fjármagnshöft, sem er áhugavert í ljósi kenninga Hélène Rey.

<sup>4</sup> Sjá t.d. ágæta umfjöllun um áhrif fjármálasveiflunnar á framleiðni í Claudio Borio (2018). A blind spot in today's macroeconomics? Panel remark by Claudio Borio at BIS-IMF-OECD Joint Conference on „Weak productivity: the role of financial factors and policies“.

<sup>5</sup> Rey, Hélène (2015). Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. National Bureau of Economic Research. NBER Working Paper Nr. 21162.

<sup>6</sup> Afar gagnlegt yfirlit um vandamál peningastefnu við óheftar fjármagnshreyfingar er að finna í nýlegri bók eftir Gosh, Atish R., Jonathan D. Ostry og Mahvash S. Quereshi (2017). Taming the tide of capital flows, a policy guide, The MIT Press. Már Guðmundsson, seðlabankastjóri, hefur einnig ritað um alþjóðlega fjármálalega samþættingu og peningastefnu. Sjá t.d. Guðmundsson (2008). Financial globalisation: key trends and implications for the transmission of monetary policy, BIS papers nr. 39.

<sup>7</sup> Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson, og Þórarinn G. Pétursson (2017). The long history of financial boom-bust cycles in Iceland. *Revisiting Macro-Financial Linkages: Looking Back and Looking Ahead*. Proceedings of the 6th Bangko Sentral ng Pilipinas International Research Conference, maí 2017.



Hægt er að hugsa sér þrenns konar viðbrögð við þessum vanda: Í fyrsta lagi mætti leita liðsinnis fleiri stjórnækja til þess að hafa hemil á myndun óstöðugleika í þjóðarbúskapnum. Í öðru lagi mætti leita málamiðlana sem fela í sér fráhrarf frá hornalausnum þrílemmunnar. Þannig má hugsa sér tilhögun peningamála þar sem fjármagnshreyfingar eru að mestu leyti frjálsar en ekki alveg, gengið fljóttandi en þó með töluverðum inngrípum seðlabanka á gjaldeyrismarkaði, sem leiðir af sér nokkurt peningalegt sjálfræði, en ekki fullkomið. Í þriðja lagi mætti draga þá ályktun af hinum nánú tengslum innlendu fjármálasveiflunnar og hinnar alþjóðlegu að vænlegra sé að leita athvarfs í samtryggingu gjaldmiðilsbandalags og aðlagast þeim fjármálaskilyrðum sem ríkja í umheiminum fremur en að reyna að hafa áhrif á innlend fjármálag skilyrði, sem sagan virðist sýna að smitist inn hið íslenska hagkerfið burtséð frá tilhögun peningamála, jafnvel á tímum fjármagnshafta.

#### *Geta hjálpartæki hjálpað?*

Í kjölfar fjármála- og gjaldeyriskreppunnar, sem hófst hér á landi af fullum þunga haustið 2008, hefur farið fram endurmat á framkvæmd peningastefnu við skilyrði óheftra fjármagnshreyfinga og ýmsir lærdómar verið dregnir. Seðlabankinn hefur birt sín sjónarmið í ýmsum ritum á undanförunum árum.<sup>8</sup> Þar er m.a. leitað svara við þeirri spurningu hvort hægt sé að beita öðrum stjórnækjum til viðbótar við seðlabankavexti, sem er meginstjórnækki peningamála, þannig að þau leggist á sveif með peningastefnunni. Geri þau það þarf síður að hækka vexti svo mikið, í því skyni að halda aftur af innlendri eftirspurn, að það leiði til mikils vaxtamunar við útlönd og feli þar með í sér óæskilega sterkan hvata til skammtíma fjármagnshreyfinga til landsins, með tilheyrandi hættu á óstöðugleika.

Vonir standa til þess að með því að beita svo kölluðum þjóðhagsvarúðartækjum, t.d. takmörkun veðsetningar íbúðarhúsnæðis, takmörkun skuldsetningar miðað við tekjur eða eignir, eða með fjármálasveiflutengdum eiginfjáráukum á fjármálafyrirtæki, svokölluðum sveiflujöfnunarauka, takist að draga úr sveiflum, eða a.m.k. milda niðursveiflur. Almennt ættu strangari kröfur sem nú eru gerðar um eigið fé, laust fé og fjármögnun, strangari reglur um gjaldeyrisjöfnuð og heimild Seðlabankans til að takmarka veitingu gjaldeyrislána til óvarinna aðila að draga úr óæskilegum hliðaráhrifum sjálfstæðrar peningastefnu þegar innlend hagþróun er úr takti við umhverfið.

Ríkisfjármálastefna sem leggst á sömu sveif og peningastefnan gæti vissulega einnig stuðlað að meiri stöðugleika. Þar verður þó að stilla

<sup>8</sup> Seðlabanki Íslands (2010). Peningastefnan eftir höft. Seðlabanki Ísland, *Sérrit* nr. 4. Sjá einnig Sjá einnig Seðlabanka Íslands (2017). Peningastefna byggð á verðbólguþröngum: Reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar, *Sérrit* nr. 11.

væntingum í hóf, þrátt fyrir að ákvæði í lögum um opinber fjármál um fjármálastefnu og fjármálaráð horfi til framfara. Hægt er þó að ætlast til að ríkisfjármálastefnan leggist ekki á sveif með hagsveiflunni og magni hana, en hingað til hefur tilhneigingin hér á landi því miður verið sú að slakað sé á í opinberum fjármálum í uppsveiflu þegar tekjur aukast og hert að í niðursveiflu þegar tekjur dragast saman.

Engin ofangreindra úrræða eru þó líkleg til að koma fyllilega í veg fyrir að áhrif flóðs og fjöru á hinum alþjóðlega fjármagnsmarkaði gæti í svo ríkum mæli að valdið geti óstöðugleika í innlendu efnahagslífi. Því er full ástæða til þess að íhuga hvort fleiri leiðir séu færar til að koma í veg fyrir að óæskilega þung byrði falli á vaxtastefnu Seðlabankans við framkvæmd hagstjórnar.

### *Hornalausnir eða málamiðlun?*

Finna má fleiri lausnir í lausnarmengi stefnusmiða en umræddar hornalausnir þrífleymunnar ásamt hjálpartækjum. Þýðir sveigjanlegt gengi t.d. að inngrip á gjaldeyrismarkaði í því augnamiði að jafna skammtímasveiflur eða koma í veg fyrir of mikil frávik frá áætluðu langtímajafnvægi skuli aflögð með öllu? Svo þarf ekki að vera eins og inngripastefna Seðlabankans undanfarin ár er dæmi um. Krónan flýtur en ekki án afskipta.<sup>9</sup>

Innan ramma almennt óheftra fjármagnshreyfinga er einnig hægt að hugsa sér ráðstafanir sem lægt geta mesta ofsann í fjármagnshreyfingum án þess að hindra þær með beinum hætti. Frá árinu 2016 hefur Seðlabankinn skv. ákvæðum í núverandi gjaldeyrislögum sett reglur um sérstaka bindiskyldu á móti nýju innstreymi erlends gjaldeyris til kaupa á skuldabréfum og hávaxta innstæðum í krónum. Reglurnar undirstrika að millistig á milli hornalausna þrífleymunnar geta verið mörg. Sérstaka bindiskyldan er mun vægara úrræði en þau víðtæku höft á fjármagnshreyfingar sem innleidd voru eftir bankahrunið. Í stað þess að leyfa algerlega óheftum fjármagnshreyfingum að hrekja stjórnvöld út í horn peningalegs sjálfstæðis annars vegar eða gengisstöðugleika hins vegar hefur Seðlabankinn beitt takmörkunum sem draga úr ávinningi (aðallega) erlendra aðila af fjárfestingu í krónum, en án þess að stöðva hana algerlega.

Vandinn er hins vegar sá að ekki er fyllilega ljóst hvort reglugerðarvald Seðlabankans, sem nú er grundvallað á gjaldeyrislögum, samræmist 40. grein EES-samnings til lengri tíma litið, sem kveður á um óheftar fjármagnshreyfingar. Seðlabankinn er þó að leggja mat á hvort svo geti

<sup>9</sup> Um þau sjónarmið sem haft geta áhrif á inngrip á gjaldeyrismarkaði fjallað höfundur um í pallborðið á nýlegri ráðstefnu í Jerúsalem. Sjá Arnór Sighvatsson (2017). Foreign Exchange Market Intervention in Iceland, *Introductory remarks for a panel debate at conference organised by the Bank of Israel, Swiss National Bank, and Centre for Economic Policy Research (CEPR) in Jerusalem on 7 – 8 December 2017: Foreign Exchange Market intervention: Conventional or Unconventional Policy.*

verið. Fyrir því má færa sterk rök að æskilegt væri að heimila slíkar reglur við ákveðnar aðstæður, enda gæti það minnkað líkur á því að grípa þyrfti til mun róttækari takmarkana á fjármagnshreyfingar, sem byggja á ákvæðum 43. greinar EES-samningsins, eins og gert var í kjölfar fjármálakreppunnar haustið 2008. Bindiskyldan ber því það einkenni stjórnækis á sviði þjóðhagsvarúðar að vera fyrirbyggjandi.

Á meðal þess sem þarf að meta áður en afstaða er tekin til þess hvort vænlegt sé að láta reyna á lögmæti sérstakrar bindiskyldu skv. EES-samningnum er hvort hægt sé að koma í veg fyrir sniðgöngu bindiskyldunnar þegar takmarkanir í núverandi gjaldeyrislögum á gerð afleiðusamninga sem ekki eru gerðir í tilefni áhættuvarna falla niður að lokinni heildarendurskoðun gjaldeyrislaga. Fyrir fjármálahrúnið átti fjármagnsinnstreymi sér að miklu leyti stað fyrir tilstilli erlendra útgefenda krónuskuldabréfa með hátt láns hæfismat (AAA), en áhrifin á þjóðarbúskapinn, þ.m.t. áhrif útgáfunnar á miðlun peningastefnu, komu fram fyrir milligöngu íslenskra viðskiptabanka, sem gerðu skiptasamninga við erlenda milligönguaðila í þessum viðskiptum, með tilheyrandi áhrifum á innlendan útlánavöxt.

Fyrir því má færa rök að þessi tegund fjármagnsinnstreymis sé sérstaklega skaðleg vegna þess að útgáfa þessara öflugu erlendu aðila (með AAA láns hæfismat) á skuldabréfum í krónum opnar dyrnar fyrir fjárfestingu aðila sem eru algerlega ómeðvitaðir um áhættuna sem skapast þegar fjárfesting er orðin óeðlilega mikil miðað við þjóðarbúskapinn og ytri jöfnuður orðinn ósjálfbær, eins og gerðist fyrir fjármálakreppuna. Fyrir fjármálakreppuna nam skuldabréfastofninn meira en þriðjungur landsframleiðslu. Þegar tregðu fór að gæta á erlendum lánsfjármörkuðum á sama tíma og stórir skuldabréfaflokkar komu á gjalddaga brustu forsendur fyrir endurfjárfestingu skyndilega og herskari illa upplýstra fjárfesta ruddist á útganginn á sama tíma. Áhrifin á innlendan gjaldeyrismarkað voru óviðráðanleg. Sérstök bindiskylda miðar að því að koma í veg fyrir að þessar aðstæður komi upp á ný.

#### *Miðjumod árangursríkast?*

Undanfarin ár hafa stjórnvöld talið heillavænlegast leita leiða til að styðja við peningastefnuna með fleiri tækjum fremur en treysta á hornalausnir þrílemmunnar. Líklega er vænlegast að halda áfram að feta þá slóð á næstu árum. Í því felst að áfram verði beitt virkum gjaldeyrisgripum í því skyni að stuðla að gengisstöðugleika, að því marki sem slíkt samrýmist verðbólguþröngunni, en án þess að lýsa yfir opinberu gengismarkmiði, þjóðhagsvarúðartækjum verði beitt í því skyni að auka viðnámsþrótt fjármálakerfisins í niðursveiflu og jafna sveiflur. Við ákveðnar aðstæður mætti svo beita bindiskyldu á móti gjaldeyrissinnstreymi, ásamt strangari gjaldeyrisjafnaðarreglum. Eins og áður var nefnt er þanþol EES-samningsins hvað bindiskylduna varðar þó ekki fyllilega ljóst.

Ótímabært er að kveða upp dóm um árangur þeirrar stefnu sem fylgt hefur verið. Verðstöðugleiki hefur verið meiri undanfarin ár en jafnan áður í nýlegri peningasögu Íslands. Verðbólguvæntingar hafa einnig legið nær verðbólguþröng Seðlabankans.<sup>10</sup> Hagstæð ytri skilyrði í þjóðarbúskapnum eiga hins vegar, auk peningastefnunnar, ríkan þátt í þessum árangri og því óvíst hve varanlegur árangurinn verður við óhagstæðari ytri skilyrði.

Óháð umgjörð peningamála er framkvæmd peningastefnu í mjög litlu og opnu hagkerfi, eins og hinu íslenska, þar sem innlenda fjármálakerfið er samþætt hinu alþjóðlega, að ýmsu leyti vandasamari en á stærri gjaldmiðilssvæðum. Vandinn liggur m.a. í því hve þjóðarbúskapurinn er næmur fyrir gengisbreytingum en innlendir gjaldeyris- og fjármálamarkaðir eru grunnir og eftir því næmir fyrir truflunum. Sé önnur hagstjórn á skjön við markmið peningastefnunnar magnast þessi vandi. Umræðan um bestu ráðstöfun æðruleysis, hugrekkis og dómgreindar andspænis þessum vanda mun því eflaust halda áfram um langa framtíð.

<sup>10</sup> Sjá Þórarinn G. Pétursson (2018). Disinflation and improved anchoring of long-term inflation expectations: The Icelandic experience. Seðlabanki Íslands Working Paper nr. 77. Sjá einnig Seðlabanka Íslands (2017). Peningastefna byggð á verðbólguþröng: Reynslan á Íslandi frá árinu 2001 og breytingar í kjölfar fjármálakreppunnar, Sérítt nr. 11

Í júní 2016 tók Seðlabanki Íslands í notkun fjárstreymistæki sem felur í sér sérstaka bindingu á hluta nýs innstreymis erlends gjaldsyris sem berst til landsins. Tækið virkar sem þjóðhagsvarúðartæki sem getur dregið úr hættu á að óhóflegt innflæði fjármagns leiði til uppbyggingar á kerfislægri áhættu í þjóðarbúskapnum.<sup>1</sup> Einn megintilgangur tækisins þegar það var sett á var hins vegar að styrkja miðlun vaxtabreytinga Seðlabankans yfir í aðra vexti en bera tók á brestum í miðluninni í kjölfar aukins innflæðis erlends fjármagns í innlend óverðtryggð ríkisskuldabréf á seinni helmingi ársins 2015. Brestirnir lýstu sér þannig að vextir ríkisbréfa lækkuðu mikið þrátt fyrir að vextir Seðlabankans hafi verið hækkaðir á sama tíma og peningastefnunefnd bankans gaf vísbendingar um að vænta mætti frekari hækkunar þeirra. Innstreymið olli því að aðhald peningastefnunnar kom í meira mæli fram í gegnum hækkun á gengi krónunnar líkt og átti sér stað í aðdraganda fjármálaáfallsins 2008. Það getur skapað vanda vegna þess að miðlun peningastefnunnar um gengisfarveginn er jafnan ófyrirsjáanlegri en miðlun um vaxtafarveginn. Upptaka bindiskyldunnar skilaði tilætluðum árangri og skilðu vaxtabreytingar Seðlabankans sér á ný í vexti ríkisskuldabréfa gagnstætt því sem gerðist á árinu 2015 (mynd 1).

Því hefur verið haldið fram að þetta markmið bindiskyldunnar hafi ekki náðst nema að hluta og að sjálf upptaka bindiskyldunnar hafi þess í stað torvelað miðlun peningastefnunnar og leitt til þess að vaxtalækkunar Seðlabankans frá ágúst 2016 hafi ekki skilað sér í vaxtakjörum til heimila og fyrirtækja líkt og í vexti ríkisskuldabréfa. Bindiskyldan hafi því leitt til of mikils aðhalds og dragi um of úr aðgengi innlendra aðila að lánsfjármagni. Í þessari rammagrein verða þessir þættir teknir til skoðunar.

### Vextir sértryggðra skuldabréfa viðskiptabanka hafa í meginatriðum þróast í takt við vexti ríkisskuldabréfa

Eftirmarkaður með sértryggð skuldabréf viðskiptabanka er töluvert grynri en innlender ríkisskuldabréfamarkaður og seljanleiki þeirra mun minni. Fjárhæð útstandandi bréfa hefur numið um 30% af virði ríkis- og íbúðabréfa á undanförunum misserum og veltan verið um 18% af veltu þeirra. Ávöxtunarkrafa sértryggðra bréfa hefur heilt yfir þróast í takt við ávöxtunarkröfu ríkistryggðra bréfa á undanförunum árum enda myndar markaðurinn með ríkisskuldabréf grunn að verðlagningu á skuldabréfamarkaði. Aukið innstreymi fjármagns árið 2015 leiddi því einnig til þess að brestir tóku að myndast í miðlun peningastefnunnar yfir í vexti sértryggðra bréfa þrátt fyrir að innstreymið hafi einungis farið í ríkisbréf. Líkt og á við um ríkisbréfin virðist miðlun peningastefnunnar í vexti sértryggðra bréfa hafa komist í eðlilegt horf á ný eftir að sérstaka bindiskyldan var tekin upp. Ávöxtunarkrafa bæði stuttra og langra óverðtryggðra og verðtryggðra bréfa hefur í meginatriðum lækkað í takt við vaxtalækkunar Seðlabankans að undanförunu gagnstætt því sem gerðist á árinu 2015 (myndir 2 og 3). Frá miðju síðasta ári hefur ávöxtunarkrafa verðtryggðra sértryggðra bréfa hins vegar ekki lækkað í sama mæli og krafa sambærilegra ríkis- og íbúðabréfa. Líklega má að einhverju leyti rekja þessa þróun til minni viðskipta með sértryggð bréf og einsleitari eigendahóps sem gerir það að verkum að verð bréfanna er tregbreytilegra en verð ríkis- og íbúðabréfa. Auk þess gæti minni eftirspurn lífeyrissjóða eftir bréfunum, samhliða aukinni fjárfestingu þeirra erlendis og aukinni áherslu á útlán til sjóðfélaga, hafa haft áhrif og leitt til hærri

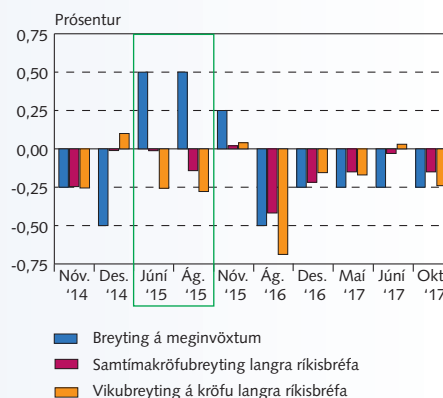
1. Sérstaka bindiskyldan felur í sér að binda þarf 40% af nýju innflæði erlends gjaldsyris vegna fjárfestingar í rafrænt skráðum skuldabréfum og víxlum útgefnum í krónum auk hávaxtainnstæðna, á vaxtalausum reikningi í Seðlabankanum í eitt ár. Fjallað er nánar um sérstöku bindiskylduna í rammagrein 1 í *Peningamálum* 2016/4 og rammagrein 2 í *Peningamálum* 2017/4.

## Rammagrein 1

### Sérstök bindiskylda á innflæði fjármagns og fjármögnunarskilyrði heimila og fyrirtækja

Mynd 1

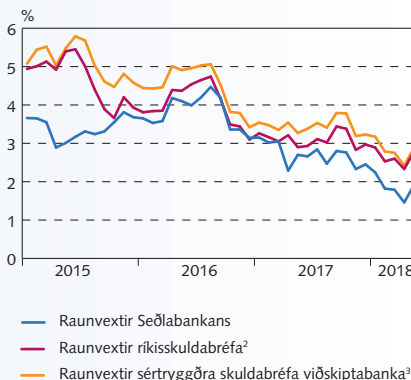
Áhrif vaxtabreytinga Seðlabankans á ávöxtunarkröfu óverðtryggðra ríkisbréfa



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Raunvextir Seðlabankans og raunvextir óverðtryggðra markaðsskuldabréfa Janúar 2015 - maí 2018<sup>1</sup>

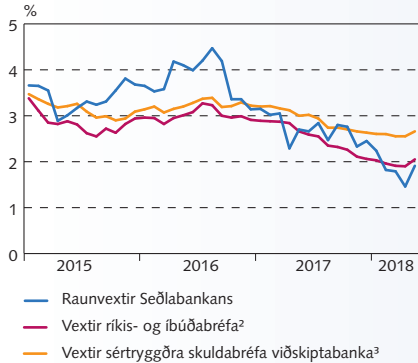


1. Gögn til og með 11. maí 2018. 2. 5 ára vextir út frá metnum nafnvaxtaferlum. 3. Meðalávöxtunarkrafa bréfa með gjalddaga árin 2019-2023.

Heimildir: Kodiac Pro, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

## Raunvextir Seðlabankans og vextir verðtryggðra markaðsskuldabréfa

Janúar 2015 - maí 2018<sup>1</sup>

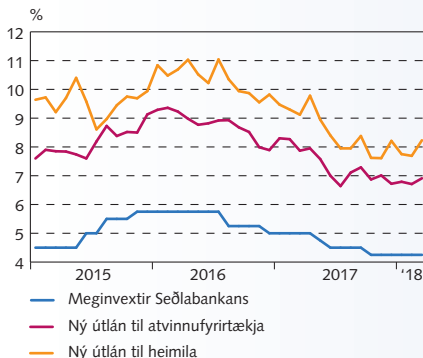
1. Gögn til og með 11. maí 2018. 2. 5 ára vextir út frá metnum raunvaxtaferlum. 3. Meðalávöxtunarkrafa bréfa með gjalddaga árin 2021-2034.

Heimildir: Kodiak Pro, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Meginvextir Seðlabankans og vextir óverðtryggðra útlána viðskiptabanka<sup>1</sup>

Janúar 2015 - mars 2018



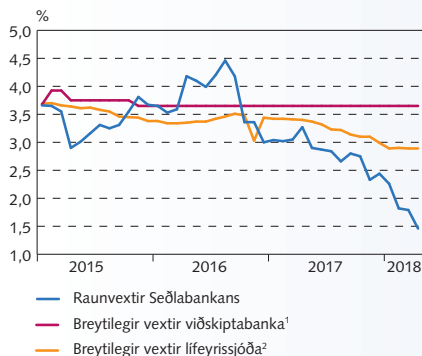
1. Vegni meðalvextir óverðtryggðra útlána stóru viðskiptabankanna þriggja miðað við fjárhæð útlána.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

## Raunvextir Seðlabankans og vextir verðtryggðra íbúðalána

Janúar 2015 - apríl 2018



1. Einfalt meðaltal lægstu vaxta nýrra íbúðalána stóru viðskiptabankanna þriggja. 2. Einfalt meðaltal vaxta Almenna Ís., Festu Ís., Frjálsa Ís., Gilda Ís., Ís. starfsm. ríkisins, Ís. Verslunarmanna og Söfnunarsjóðs lífeyrisréttinda.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

ávöxtunarkröfu en ella en meirihluti útstandandi sértryggðra bréfa er í þeirra eigu. Þetta er í takt við niðurstöður nýlegrar könnunar Seðlabankans en samkvæmt henni telja markaðsaðilar meginástæðu þess aðávöxtunarkrafa sértryggðra verðtryggðra bréfa hafi ekki lækkað í sama mæli ogávöxtunarkrafa sambærilegra ríkistryggðra bréfa vera hlutfallslega meira framboð af sértryggðum bréfum, einsleitan kaupendahóp og minni ásókn lífeyrissjóða.

### Vextir óverðtryggðra lána til heimila hafa lækkað í takt við vexti Seðlabankans ...

Vaxtabreytingar Seðlabankans hafa í meginatriðum skilað sér í vaxtakjörum til heimila á undanförunum árum og varð engin breyting þar á eftir að sérstaka bindiskyldan var virkjuð (myndir 4 og 5). Vextir óverðtryggðra inn- og útlána lánastofnana hafa lækkað í takt við vaxtalækkanir Seðlabankans líkt og breytilegir vextir verðtryggðra sjóðfélagalána lífeyrissjóða en þeir fylgja í stórum dráttumávöxtunarkröfu verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa. Vaxtabreytingar Seðlabankans hafa hins vegar ekki miðlast í vexti annarra verðtryggðra lána í jafn ríkum mæli, en miðlunin er að jafnaði veikari í lengri verðtryggðra íbúðalánavexti og varð engin breyting þar á eftir virkjun bindiskyldunnar. Vextir verðtryggðra útlána viðskiptabanka til heimila hafa engu að síður lækkað á undanförunum árum og nánast aldrei verið lægri. Aukin notkun heimila á óverðtryggðum lánnum og aukin hlutdeild lífeyrissjóða í húsnæðislánum hafa styrkt miðlun vaxta Seðlabankans yfir í vaxtakjör heimila og hefur hin sérstaka bindiskylda engu um það breytt.

### ... og bindiskyldan hefur ekki haft áhrif á aðgengi heimila að lánsfé

Ekki er heldur að sjá að sérstaka bindiskyldan hafi haft einhver áhrif á aðgengi heimila að lánsfé. Eins og fjallað er um í kafla III hafa útlán lánakerfisins til heimila vaxið um 5½% að nafnvirði milli ára að undanförunu samanborið við um 1-2% ársvöxt meginhluta ársins 2016 og nánast engan vöxt á árinu 2015 sé leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaradgerða stjórnvalda.

### Vextir nýrra útlána til atvinnufyrirtækja hafa í meginatriðum fylgt vöxtum Seðlabankans ...

Þorri nýrra útlána til atvinnufyrirtækja í íslenskum krónum er óverðtryggð lán á breytilegum vöxtum. Frá ársbyrjun 2015 nema þau t.d. um 85% af heildarútlánnum stóru viðskiptabankanna þriggja til atvinnufyrirtækja (tafla 1). Eins og myndir 4 og 6 sýna hafa vextir þessara lána lækkað í takt við meginvexti Seðlabankans. Frekari sundurgreining eftir lengd og fjárhæðum lána sýnir að meðalvextir allra flokka óverðtryggðra lána til fyrirtækja hafa lækkað í takt við vexti Seðlabankans, hvort sem um er að ræða lán að fjárhæð undir 40 m.kr. til eins árs eða yfir 160 m.kr. til tíu ára. Litlar breytingar hafa aftur á móti orðið á vöxtum verðtryggðra lána til fyrirtækja en slík lán eru fátíð: frá ársbyrjun 2015 hefur hlutdeild verðtryggðra fyrirtækjalána í íslenskum krónum t.d. einungis numið um 15% af

Tafla 1 Ný útlán stóru viðskiptabankanna þriggja í íslenskum krónum til atvinnufyrirtækja (ma.kr.)

Ár	Óverðtr. lán	Verðtr. lán	Samtals	Br. vextir	Fastir vextir	Samtals
2015	460,2	86,8	547,0	495,8	51,2	547,0
2016	461,0	76,4	537,4	515,7	21,7	537,4
2017	590,2	93,3	683,6	657,8	25,7	683,6
Samtals	1.511,4	256,5	1.768,0	1.669,4	98,6	1.768,0

Heimild: Seðlabanki Íslands.



heilðarútlánnum stóru bankanna þriggja til þeirra og þar af bera um 38% af þeim fasta vexti. Hlutdeild annarra tegunda útlána í krónum hefur að sama skapi verið hverfandi.

### ... og aðgengi fyrirtækja að lánsfé virðist eðlilegt

Eins og fjallað er um í kafla III hafa útlán lánakerfisins til fyrirtækja aukist töluvert að undanfögnu. Þau jukust um 3,9% að nafnvirði milli ára á árinu 2016 og um 6,1% að nafnvirði í fyrra eftir samfelldan samdrátt á árunum 2010-2015. Á fyrsta fjórðungi þessa árs mældist ársvöxturinn 9,7% að nafnvirði og hefur ekki verið meiri í um áratug. Útlánaaukningin hefur að undanfögnu einkum verið til þjónustufyrirtækja, sérstaklega fasteignafélaga, fyrirtækja í byggingariðnaði og til atvinnugreina tengdra ferðaþjónustu sem endurspeglar mikla fjárfestingu í þeim geirum. Fjárfesting fyrirtækja hefur jafnframt vaxið hratt á undanfögnu árum (sjá kafla IV). Miðað við þessa þróun og í ljósi þeirrar almennu spennu sem hefur verið í þjóðarþúskapnum er erfitt að halda því fram að upptaka sérstöku bindiskyldunnar hafi leitt til of aðhaldssamrar peningastefnu eða þrengt um of að aðgengi innlendra fyrirtækja að lánsfé.

### Ávöxtunarkrafa skuldabréfa fyrirtækja hefur hins vegar lítið breyst

Markaður með skuldabréf atvinnufyrirtækja er mjög grunnur samanborið við innlendan ríkisskuldabréfamarkað og markað með sértryggð bréf viðskiptabanka en meirihluti þeirra eru verðtryggð skuldabréf. Velta með skuldabréf fyrirtækja hefur numið um 1% af veltu ríkis- og íbúðabréfa undanfarn misseri. Markaðsskuldabréf fyrirtækja innanlands námu um 15% af heildarskuldum fyrirtækja í árslok 2017 og er stór hluti þeirra útgefinn af fyrirtækjum í opinberri eigu (mynd 7). Einnig eru fá bréf með viðskiptavakt sem hefur hamlandi áhrif á virkni verðmyndunar á markaðnum.

Af skuldabréfum fyrirtækja er mest velta með skuldabréf fasteignafélaga en afar lítil viðskipti eru með önnur bréf og litlar breytingar hafa orðið á ávöxtunarkröfu þeirra. Ávöxtunarkrafa skuldabréfa fasteignafélaga hefur ekki fylgt vaxtalækkunum Seðlabankans í sama mæli og krafa sambærilegra verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa eða sértryggðra bréfa viðskiptabanka. Lækkun varð þó á kröfu þeirra frá seinni hluta síðasta árs en ekki jafn mikil og á öðrum skuldabréfum (mynd 8). Auk þess sem lítil virkni markaðarins hefur þar áhrif er ýmislegt sem torveldar samanburðinn. Ólíkt ríkis- og íbúðabréfum hafa flest skuldabréf fasteignafélaganna uppgreiðsluheimild fyrir lokagjalddaga og endurtekin útgáfa í sömu flokka þegar mislangt er í að heimilt sé að gera bréfin upp á pari gerir það að verkum að erfitt er að bera þau saman. Þá gætu markaðsaðilar talið að mótaðilaáhætta hafi aukist í ljósi þess að hægt hefur á hækkun húsnæðisverðs sem hefur leitt til lækkunar á gengi hlutabréfa félaganna.

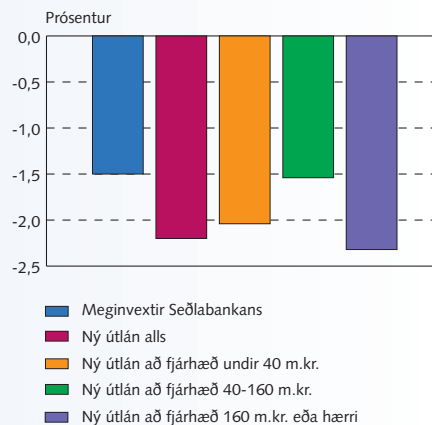
Eðli markaðar með fyrirtækjaskuldabréf, takmörkuð stærð hans og einsleitni fyrirtækja sem um ræðir veldur því að erfitt er að meta virkni miðlunar peningastefnunnar í vaxtakjöri fyrirtækjaskuldabréfa en ljóst er að hún er minni en í öðrum skuldabréfum. Lítil breyting hefur þó orðið þar á eftir að sérstaka bindiskyldan var virkjuð og hefur markaðurinn verið lítið virkur í langan tíma enda sækir stór hluti innlendra fyrirtækja ytri fjármögnun yfirleitt í gegnum lánsfé frekar en útgáfu markaðsskuldabréfa.

### Samantekt

Upptaka hinnar sérstöku bindiskyldu sumarið 2016 virðist hafa skilað tilætluðum árangri og eftt miðlun vaxtabreytinga Seðlabankans út í vexti ríkisskuldabréfa og sértryggðra skuldabréfa viðskiptabanka

Mynd 6

Áhrif vaxtabreytinga Seðlabankans á vexti nýrra óverðtryggðra útlána til fyrirtækja<sup>1</sup>  
Júlí 2016 - desember 2017

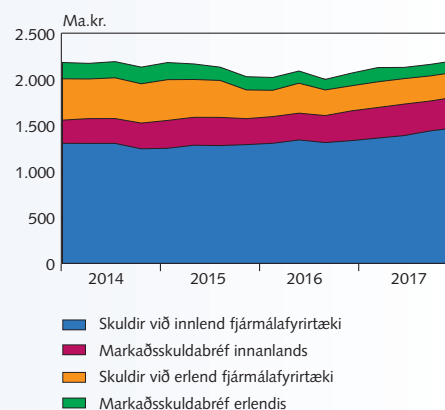


1. Vagnir meðalvextir óverðtryggðra útlána stóru viðskiptabankanna þriggja með breytilegum vöxtum til atvinnufyrirtækja. Vextirnir eru vagnir m.v. fjárhæð útlána.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Skuldir fyrirtækja

1. ársfj. 2014 - 4. ársfj. 2017

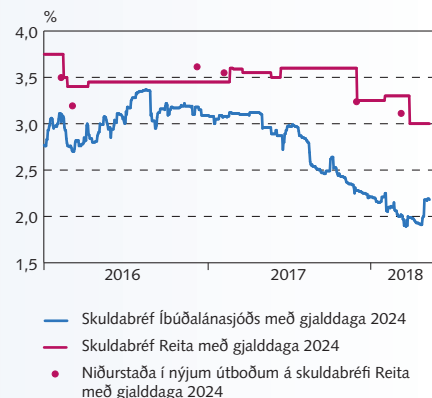


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa íbúðalánasjóðs og Reita fasteignafélags

1. janúar 2015 - 11. maí 2018



Heimildir: Reitir fasteignafélag hf., Kodiak Pro, Seðlabanki Íslands.

gagnstætt því sem gerðist á árinu 2015. Einnig hafa vaxtabreytingar bankans skilað sér með eðlilegum hætti til þorra lánaforma til heimila og fyrirtækja eftir að bindiskyldan var virkjuð. Miðlunin er þó eins og áður missterk eftir lánaformum. Eins og búast má við er hún sterkust í breytilega vexti óverðtryggðra lána til heimila og fyrirtækja en þorri nýrra lána til fyrirtækja er af þeim toga. Vægi þessa lánaforms hefur einnig aukist hjá heimilum. Miðlunin hefur verið síðri í vexti verðtryggðra lána viðskiptabanka.

Erfitt er að finna haldbær rök fyrir því að sérstaka bindiskyldan hafi á einhvern hátt haft áhrif á þessa þróun enda hefur virkni miðlunarinnar yfir í þessi lánaform lítið breyst eftir að bindiskyldan var virkjuð. Vaxtabreytingar Seðlabankans hafa að jafnaði t.d. minni áhrif á verðtryggða vexti en óverðtryggða óháð bindiskyldunni. Þá er erfitt að tengja þróun í vaxtaálagi á fyrirtækjaskuldabréf, þ.e. vexti þeirra í hlutfalli við vexti ríkisskuldabréfa, við upptöku sérstöku bindiskyldunnar þar sem hún ætti ekki að breyta hlutfallslegum vöxtum þeirra bréfa sem undir hana heyra, sérstaklega ekki ef innstreymi fjármagns sótti ekki áður í tiltekin skuldabréf. Ein af meginrökum þess að bindiskyldan nái til innflæðis í öll rafrænt skráð skuldabréf eru einmitt þau að lágmarka mögulega bjögun í verðlagningu ólíkra tegunda skuldabréfa. Líklega eru aðrar skýringar nærtækari á þróun vaxtaálags á fyrirtækjaskuldabréf eins og rakið var hér að framan. Að lokum er erfitt að finna þeirri fullyrðingu stað í gögnunum að sérstaka bindiskyldan hamli aðgengi innlendra aðila að lánsfjármagni enda hefur útlánavöxtur til heimila og fyrirtækja aukist á undanförunum misserum og ekki verið meiri í áratug. Að sama skapi hefur einkaneysla og atvinnuvegafjárfesting vaxið mjög að undanförunu og útlit er fyrir að hún haldi áfram að vaxa á þessu ári.





27. mars 2001

## Yfirlýsing um verðbólguþétt og breytta gengisstefnu

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

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

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

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

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

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

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

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