



SKÝRSLA PENINGASTEFNUNEFNDAR TIL ALÞINGIS

2018 • 2

Skýrsla peningastefnunefndar til Alþingis

21. janúar 2019

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 12. desember 2018. Eftirfarandi skýrsla fjallar um störf nefndarinnar frá júlí til desember 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 þjóðarþúskapinn sem birtist í riti bankans, *Peningamálum*. Í yfirlýsingum og fundargerðum peningastefnunefndar, sem fylgja þessari skýrslu, er að finna röksemdir fyrir ákvörðunum nefndarinnar á seinni hluta ársins 2018.

Þróunin frá júlí til desember 2018

Peningastefnunefnd hélt vöxtum bankans óbreyttum á fundum sínum í ágúst og október en ákvað á fundi sínum í nóvember að hækka meginvexti bankans (vexti á sjö daga bundnum innlánum) um 0,25 prósentur í 4,5%.¹ Fram að því höfðu vextir bankans verið óbreyttir frá því í byrjun október 2017. Á síðasta fundi ársins, í desember, ákvað nefndin síðan að halda vöxtum óbreyttum og voru meginvextir bankans því 4,5% í lok árs 2018.

1. Hér er átt við þá vexti sem skipta meginmáli fyrir skammtíavexti á markaði og mæla því best aðhaldsstig peningastefnunnar. Þeir vextir eru nú vextir bankans á sjö daga bundnum innlánum.

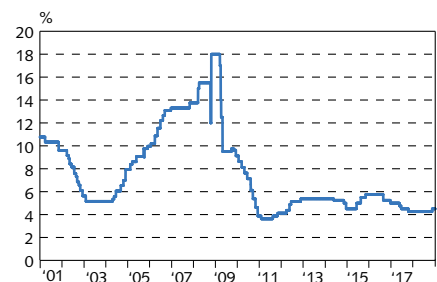
Tafla 1. Vaxtaákvörðanir Seðlabanka Íslands á seinni árshefningu 2018 (%)

| Dags. | Viðskipta-reikningar | Bundin innlán til 7 daga | Veðlán | Daglán |
|-----------|----------------------|--------------------------|--------|--------|
| 12. des. | 4,25 | 4,50 | 5,25 | 6,25 |
| 7. nóv. | 4,25 | 4,50 | 5,25 | 6,25 |
| 3. okt. | 4,00 | 4,25 | 5,00 | 6,00 |
| 29. ágúst | 4,00 | 4,25 | 5,00 | 6,00 |

Mynd 1

Meginvextir Seðlabanka Íslands¹

Daglegar tölur 3. janúar 2001 - 31. desember 2018



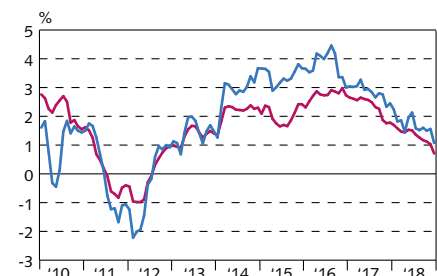
1. Meginvextir Seðlabankans eru vextir á 7 daga veðlánum fram til 31. mars 2009, vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabankanum frá 1. apríl 2009 til 30. september 2009, meðaltal vaxta á viðskiptareikningum og á 28 daga innstæðubréfum frá 1. október 2009 til 20. maí 2014 og vextir á 7 daga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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Raunvextir Seðlabanka Íslands¹

Janúar 2010 - desember 2018



— Raunvextir Seðlabanka Íslands m.v. tólf mánaða verðbólgu
— Raunvextir Seðlabanka Íslands m.v. meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar¹

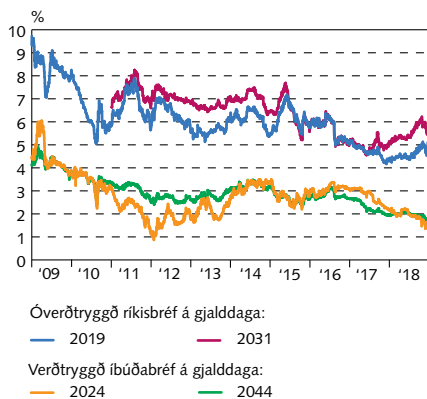
1. Fram til maí 2014 er miðað við meðaltal innlánsvaxta og hámarks vaxta á innstæðubréfum með 28 daga binditíma sem meginvexti bankans en frá maí 2014 er miðað við vexti 7 daga bundinna innlána. 2. Fram til janúar 2012 er miðað við 12 mánaða verðbólgu, verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs, verðbólguvæntingar 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 ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans.

Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Ávöxtunarkrafa skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 28. desember 2018

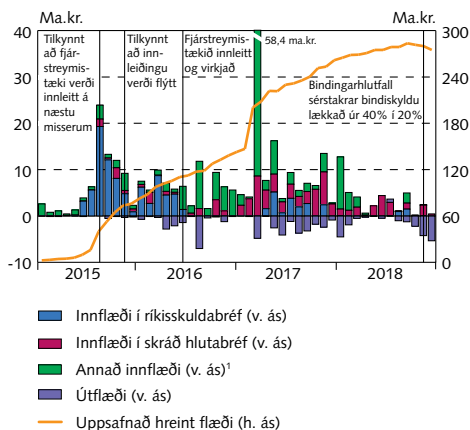


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Fjármagnsflæði vegna skráðrar nýfjárfestingar

Janúar 2015 - desember 2018



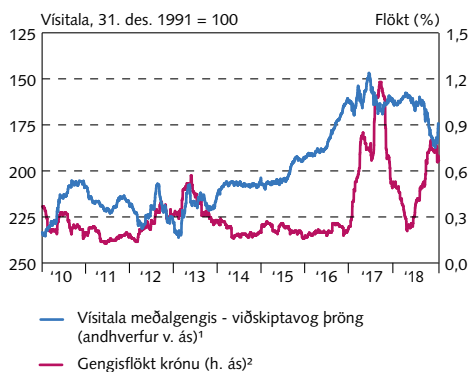
1. Annað innflæði í mars 2017 kemur nánast að öllu leyti til vegna kaupna erlendra aðila á eignarhlut í innlendum viðskiptabanka.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Gengi krónu og gengisflökt

Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 31. desember 2018



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.

Í júní 2016 tók Seðlabankinn í notkun sérstakt fjárstreymistæki sem felur í sér að 40% af nýju innflæði erlends gjaldeyris vegna fjárfestingar í rafrænt skráðum skuldabréfum og víxlum útgefnum í krónum og hávaxtainnstæðum eru bundin á vaxtalausum reikningi í Seðlabankanum í eitt ár. Hlutfallið var lækkað í 20% í byrjun nóvember sl. þar sem aðstæður höfðu myndast til að lækka bindingarhlutfallið með minnkandi vaxtamun og lægra gengi krónunnar. Í byrjun desember sl. var einnig tilkynnt að leggja ætti fram frumvarp um breytingu á framkvæmd bindingarskyldu á fjármagnsinnstreymi. Breytingin sem lögð er til felur í sér aukinn sveigjanleika á formi bindingarreiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris en felur ekki í sér breytingu á bindingartíma eða bindingarhlutfalli.

Taumhald peningastefnunnar, mælt með raunvöxtum Seðlabankans, slaknaði á seinni hluta ársins 2018 samhliða aukinni verðbólgu og hækkun verðbólguvæntinga. Miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar voru raunvextir bankans 0,6% í lok desember en voru 1,4% í lok júní sl. Raunvextir bankans miðað við tólf mánaða verðbólgu lækkuðu um 0,8 prósentur á sama tíma og voru 0,8% í lok árs.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa tók að hækka undir lok árs 2017 og hélt sú þróun áfram árið 2018 þar til í nóvember sl. Þegar krafan tók að lækka. Vextir á tíu ára skuldabréfum voru um 5,5% í lok árs 2018 sem er svipað og þeir voru í lok júní sl. Frá fyrri hluta árs 2018 hefur ávöxtunarkrafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa lækkað í takt við lækkun raunvaxta Seðlabankans og var ávöxtunarkrafa lengstu verðtryggðu bréfa ríkissjóðs um 1,6% í lok desember eða um 0,4-0,5 prósentum lægri en í júní sl.

Innstreymi fjármagns vegna nýfjárfestingar var rúmlega 13 ma.kr. á seinni helmingi ársins en útflæði fjármagns sem áður kom inn sem nýfjárfesting nam um 13 ma.kr. Nýfjárfesting á innlendum skuldabréfamarkaði jókst lítillega frá fyrri hluta ársins en var samt sem áður talsvert minni á árinu 2018 en ári áður. Innstreymi í skráð hlutabréf, sem fellur ekki undir sérstöku bindiskyldu Seðlabankans, og innflæði í aðra fjárfestingu dróst lítillega saman frá fyrri hluta árs og útflæði fjármagns hefur aukist á sama tíma. Endurfjárfest hefur verið að mestu fyrir þá fjármuni sem hafa losnað úr bindingu á tímabilinu.

Gengi krónunnar hélst tiltölulega stöðugt á fyrri hluta árs 2018 en snemma í september tók það hins vegar að lækka og gengisflökt að aukast. Upphaf þessarar lækkunarhrinu mátti að nokkru leyti rekja til tímabundinnar óvissu um fjármögnun flugfélagsins WOW Air í fyrstu viku september. Þeir þjóðhagslegu þættir sem höfðu verið megindrífkraftar gengishækkunar krónunnar undanfarinna missera virtust hins vegar einnig vera að gefa eftir. Viðskiptakjör höfðu rýrnað og hægt hafði á útflutningsvexti. Þá var rekstrarumhverfi fyrirtækja í ferðaþjónustu orðið erfiðara og útlit var fyrir að hægt hafði á hagvexti á seinni hluta ársins. Þegar gengi krónunnar var lægst í lok nóvember sl. hafði það lækkað um rúmlega 13% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu frá því í lok júní. Í desember gekk lækkunin þó að hluta til baka og var gengi krónunnar í lok ársins um 7% lægra en það var í lok júní sl. Þótt gengisflökt krónunnar hafi aukist á seinni hluta ársins sker krónan sig ekki úr í alþjóðlegum samanburði. Borið saman við evruna og gjald-

miðla nokkurra þróaðra minni landa er munur hæsta og lægsta gengis á árinu mestur hér á landi en ekki munar miklu á Íslandi, Ástralíu og Nýja-Sjáláandi. Þessi munur getur verið mjög breytilegur frá einu ári til annars.²

Í takt við yfirlýst markmið Seðlabankans um að beita inngrípum til að draga úr óhóflegum skammtímasveiflum í gengi krónunnar átti bankinn viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri í fjögur skipti á seinni hluta ársins. Bankinn keypti gjaldeyri fyrir 0,4 ma.kr. og seldi gjaldeyri fyrir um 3,3 ma.kr. sem nam um 3% af heildarveltu á gjald-eyrismarkaði á tímabilinu.

Í byrjun desember var tilkynnt að til stæði að losa síðasta hluta aflandskrónueigna sem lokuðust inni við innleiðingu fjármagnshafta í kjölfar fjármálakreppunnar. Ekki er eðlilegt að úrlausn slíks fortíðarvanda sem tengist ekki núverandi undirliggjandi efnahagsaðstæðum lækki gengi krónunnar og því mun Seðlabankinn grípa inn í á gjald-eyrismarkaði í samræmi við fyrri yfirlýsingar.³

Verðbólga á árinu 2018 var 2,7% miðað við vísitölu neysluverðs samanborið við 1,8% árið 2017. Verðbólga var nálægt markmiði fram á haustið en jókst síðan hratt á síðustu mánuðum ársins og fór þá umtalsvert upp fyrir verðbólguþátt Seðlabankans. Hún mældist 3,7% í desember en var 2,6% í júní sl. Verðbólga án húsnæðis jókst hraðar en mæld verðbólga og var 2,7% í desember samanborið við 1,1% í júní. Undirliggjandi verðbólga hefur einnig aukist og var miðgildi ólíkra mælikvarða hennar 3,7% í desember samanborið við 2,9% í júní sl.

Flestir undirliðir vísitölu neysluverðs hækkuðu í verði á seinni hluta ársins 2018. Verðhækkun innfluttrar vöru í kjölfar gengislækkunar krónunnar hafði mest áhrif. Hækkun húsnæðisverðs á seinni hluta ársins var svipuð og á þeim fyrri þótt áfram hafi hægt á árshækkuninni fram á haustmánuði 2018. Árshækkunin á öllu landinu var tæplega 7% í desember sem er óbreytt frá því í júní sl. Heimsmarkaðsverð á olíu náði hámarki í byrjun október sl. og var þá ríflega 50% hærra en í byrjun október 2017. Í lok ársins var það hins vegar fjórðungi lægra en fyrir ári. Innlent eldsneytisverð hafði í desember hækkað um 9% sl. tólf mánuði samanborið við rúmlega 17% í júní sl.

Verðbólga mældist að meðaltali 3,3% á fjórða fjórðungi ársins en í grunnspá Seðlabankans sem birt var í *Peningamálum* 2018/4 7. nóvember sl. var gert ráð fyrir að hún yrði 3,2%. Samkvæmt spánni höfðu verðbólguhorfur versnað frá ágústspánni sem litaðist fyrst og fremst af lækkun á gengi krónunnar en einnig því að búist var við meiri framleiðsluspennu fram á mitt ár 2020 en gert hafði verið ráð fyrir. Samkvæmt spánni minnkar verðbólga í markmið frá seinni hluta ársins 2020.

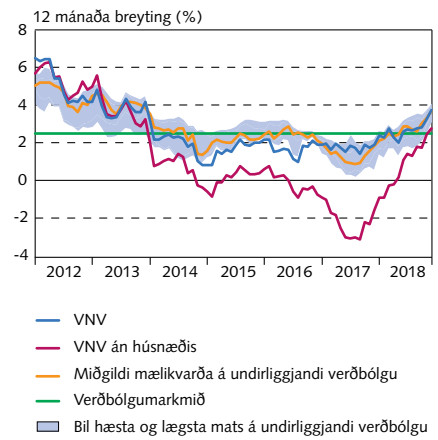
Verðbólguvæntingar hækkuðu á flesta mælikvarða frá því að síðasta skýrsla peningastefnufndar var send Alþingi í júlí sl. Samkvæmt nýlegum könnunum bjuggust markaðsaðilar við að verðbólga verði

2. Sjá nánar í fréttatilkynningu sem birt var 18. janúar 2019.

3. Eins og kom fram í fundargerð peningastefnufndar sem birt var 26. desember 2018 myndi Seðlabankinn í því samhengi einnig horfa til þess að vísendingar væru um að gengislækkunin undanfarið hefði fært raungengið niður fyrir jafnvægisgildi sitt. Nefndarmenn voru sammála um að líklega væri að hluta um undirskot að ræða sem stafaði af meiri svartsýni á markaði en ástæða væri til.

Mynd 6

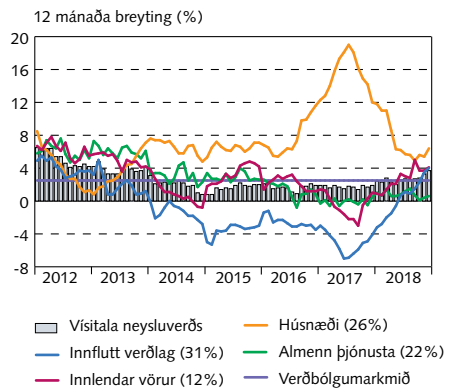
Mæld og undirliggjandi verðbólga¹
Janúar 2012 - desember 2018



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

Mynd 7

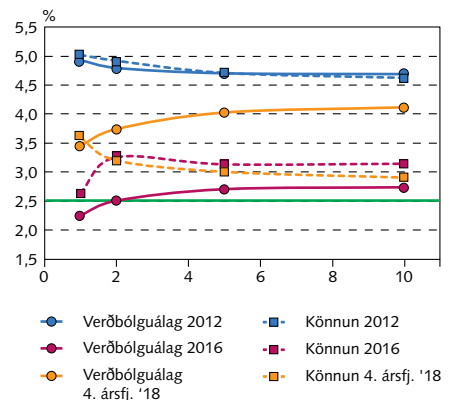
Innlend og innflutt verðbólga¹
Janúar 2012 - desember 2018



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

Mynd 8

Verðbólguvæntingar til 1-10 ára¹
Meðaltal tímabila



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

3,6% að ári liðnu og stjórnendur fyrirtækja og heimili bjuggust við að hún verði 4%. Bjuggust stjórnendur fyrirtækja jafnframt við að verðbólga verði að meðaltali 3% á næstu fimm árum og heimilin gerðu ráð fyrir 3,5% verðbólgu sem er óbreytt frá því að síðasta skýrsla var send. Þá bjuggust markaðsaðilar við að verðbólga verði að meðaltali um 3% á næstu fimm og tíu árum samanborið við 2,6% í könnun sem var framkvæmd í maí sl. Á fjórða ársfjórðungi 2018 mældist verðbólguálag til fimm og tíu ára um 4% sem var tæplega 1 prósentu hærra en á öðrum ársfjórðungi.

Peningastefnunefnd hefur ítrekað að hún hafi bæði vilja og þau tæki sem þarf til að halda verðbólgu við markmið til lengri tíma litið og verið sammála um að ef verðbólguvæntingar halda áfram að hækka og festast í sessi umfram markmið mun það kalla á harðara taumhald peningastefnunnar. Aðrar ákvarðanir, einkum á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum, hafa þá áhrif á hversu mikill fórnarkostnaður verður í lægra atvinnustigi.

Ítarefni

Með þessari skýrslu fylgir eftirfarandi ítarefni:

1. Yfirlýsingar peningastefnunefndar frá júlí til desember 2018.
2. Fundargerðir peningastefnunefndar frá júlí til desember 2018.
3. Erindi aðalhafgæðings Seðlabankans á ráðstefnunni The 2008 Global Financial Crisis in Retrospect í Háskóla Íslands 31. ágúst 2018.
4. Erindi aðalhafgæðings Seðlabankans um ástand og horfur í efnahagsmálum hjá Félagi atvinnurekenda 11. september 2018.
5. Erindi aðstoðarseðlabankastjóra um peningastefnu og fjármála-stöðugleika í Háskólanum í Reykjavík 12. október 2018.
6. Fréttatilkynning um breytingu á reglum um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris 2. nóvember 2018.
7. Ræða seðlabankastjóra á peningamála fundi Viðskiptaráðs 8. nóvember 2018.
8. Fréttatilkynning um frumvarp um breytingu á lögum - losun fjármagnshafta á aflandskrónueigendur og bindingarskylda á fjármagnsinnstreymi 7. desember 2018.
9. Fréttatilkynning um gjaldeyrismarkað, gengisþróun og gjaldeyrisforða árið 2018 18. janúar 2019.
10. Greinargerð um viðbrögð við hluta tillagna starfshóps um endurskoðun á ramma peningastefnunnar.
11. Yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabanka um verðbólgu markmið, mars 2001.

Fyrir hönd peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,



Már Guðmundsson

seðlabankastjóri og formaður peningastefnunefndar

Yfirlit yfir fylgiskjöl

| | Bls. |
|---|------|
| Yfirlýsing peningastefnunefndar 29. ágúst 2018 | 8 |
| Yfirlýsing peningastefnunefndar 3. október 2018 | 9 |
| Yfirlýsing peningastefnunefndar 7. nóvember 2018 | 10 |
| Yfirlýsing peningastefnunefndar 12. desember 2018 | 11 |
| Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, ágúst 2018 | 12 |
| Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, október 2018 | 18 |
| Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, nóvember 2018 | 24 |
| Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2018 | 32 |
| Erindi aðalhaffræðings Seðlabankans í Háskóla Íslands | 39 |
| Erindi aðalhaffræðings Seðlabankans hjá Félagi atvinnurekenda | 41 |
| Erindi aðstoðarseðlabankastjóra í Háskólanum í Reykjavík 12. október 2018 | 48 |
| Breyting á reglum um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris | 64 |
| „Umskipti“, ræða seðlabankastjóra á peningamálafræðingafundi Viðskiptaráðs | 65 |
| Frumvarp um breytingu á lögum - losun fjármagnshafta á aflandskrónueigendur og bindingarskylda á fjármagnsinnstreymi | 71 |
| Gjaldeyrismarkaður, gengisþróun og gjaldeyrisforði árið 2018 | 73 |
| Viðbrögð við hluta tillagna starfshóps um endurskoðun á ramma peningastefnunnar | 78 |
| Yfirlýsing um verðbólguþol og breytta gengisstefnu | 88 |

Yfirlýsing peningastefnufndar 29. ágúst 2018

Peningastefnufnd 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 ágústhefti *Peningamála* verður 3,6% hagvöxtur í ár eins og í fyrra. Þetta er aðeins meiri vöxtur en bankinn gerði ráð fyrir í maí. Stafar það einkum af því að framlag utanríkisviðskipta er hagstæðara og vegur það þyngra en hægari vöxtur þjóðarútgjalda. Áfram eru horfur á að dragi úr hagvexti með hægari vexti útflutnings og innlendarar eftirspurnar. Þróun íbúðaverðs og vísbendingar af vinnumarkaði benda í sömu átt.

Verðbólga var 2,3% á öðrum fjórðungi ársins en hafði aukist í 2,7% í júlí. Verðbólga án húsnæðis hefur einnig aukist og munurinn milli mælikvarða á verðbólgu með og án húsnæðis hefur minnkað mikið. Áfram dregur úr árshækkun húsnæðisverðs en gagnstæð áhrif gengisbreytinga krónunnar á verðbólguna hafa dvínað og eldsneytisverð hefur hækkað. Líklegt er að þessi þróun haldi áfram á næstunni. Gengi krónunnar hefur lækkað aðeins frá síðasta fundi peningastefnufndar en gjaldeyrismarkaðurinn hefur áfram verið í ágætu jafnvægi.

Vísbendingar eru um að langtímaverðbólguvæntingar hafi farið eitthvað yfir markmið. Peningastefnufnd ítrekar að hún hefur bæði vilja og þau tæki sem þarf til að halda verðbólgu við markmið til lengri tíma litið. Haldi verðbólguvæntingar áfram að hækka og festist í sessi umfram markmið mun það kalla á harðara taumhald peningastefnunnar. Aðrar ákvarðanir, einkum á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum, hafa þá áhrif á hversu mikill fórnarkostnaður verður í lægra atvinnustigi.

Peningastefnan mun á næstunni ráðast af samspili minni spennu í þjóðarbúskapnum, launaákvarðana og þróunar verðbólgu og verðbólguvæntinga.

Yfirlýsing peningastefnufndar 3. október 2018

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

Samkvæmt bráðabirgðatölum þjóðhagsreikninga var hagvöxtur á síðasta ári og á fyrri hluta þessa árs meiri en gert var ráð fyrir í ágústhefti *Peningamála*. Spennan í þjóðarbúskapnum gæti því hafa verið meiri en spáð var. Hins vegar benda hátíðnivísendingar og kannanir til að mögulega dragi hraðar úr vexti eftirspurnar en áður var talið.

Verðbólga jókst milli fjórðunga á þriðja fjórðungi ársins eins og spáð var í ágúst. Verðbólga án húsnæðis hefur einnig aukist og munurinn milli mælikvarða á verðbólgu með og án húsnæðis hefur minnkað mikið. Áfram dregur úr árshækkun húsnæðisverðs en á móti vegur að innflutningsverð hefur hækkað umtalsvert að undanfögnu. Að hluta endurspeglar það hraða hækkun olíuverðs á alþjóðamarkaði. Gengi krónunnar hefur lækkað frá síðasta fundi peningastefnufndar og gengisflókt jókst í september m.a. vegna óvissu um fjármögnun eins af stóru flugfélögum landsins.

Verðbólguvæntingar úr könnunum hafa haldist óbreyttar frá síðasta fundi peningastefnufndar en verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur hækkað. Á alla mælikvarða virðast verðbólguvæntingar vera nokkuð yfir markmiði. Peningastefnufnd ítrekar að hún hefur bæði vilja og þau tæki sem þarf til að halda verðbólgu við markmið til lengri tíma litið. Haldi verðbólguvæntingar áfram að hækka og festist í sessi umfram markmið mun það kalla á harðara taumhald peningastefnunnar. Aðrar ákvarðanir, einkum á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum, hafa þá áhrif á hversu mikill fórnarkostnaður verður í lægra atvinnustigi.

Peningastefnan mun á næstunni ráðast af samspili minni spennu í þjóðarbúskapnum, launaákvarðana og þróunar verðbólgu og verðbólguvæntinga.

Yfirlýsing peningastefnufndar

7. nóvember 2018

Peningastefnufnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 4,5%.

Hagvöxtur á síðasta ári og á fyrri hluta þessa árs var meiri en fyrri áætlanir höfðu gert ráð fyrir. Þrátt fyrir vísbendingar um hægari vöxt á seinni hluta ársins er spáð 4,4% hagvexti á árinu öllu í nóvemberhefti *Peningamála*. Það er tæplega 1 prósentu meiri vöxtur en bankinn spáði í ágúst. Gert er ráð fyrir að hægja muni á hagvexti á næstu misserum og að spenna hverfi úr þjóðarbúskapnum.

Verðbólga var 2,8% í október. Munurinn milli mælikvarða á verðbólgu með og án húsnæðis hefur ekki verið álíka lítill í rúm fjögur ár. Áfram dregur úr árshækkun húsnæðisverðs en á móti vegur að innflutningsverð hefur hækkað umtalsvert að undanfögnu. Að hluta endurspeglar það hækkun olíuverðs á alþjóðamarkaði en gengi krónunnar hefur einnig lækkað frá því í ágúst.

Horfur eru á að verðbólga haldi áfram að aukast og verði nokkuð yfir markmiði á næsta ári. Þá hafa verðbólguvæntingar hækkað undanfarið og eru nú yfir markmiði á alla mælikvarða. Verðbólguhorfur hafa því versnað en á móti vega horfur á að hraðar dragi úr vexti efnahagssumsvifa en áður var talið.

Aukin verðbólga og hærri verðbólguvæntingar síðustu mánuði hafa lækkað raunvexti Seðlabankans umfram það sem æskilegt er í ljósi núverandi efnahagsástands og -horfa. Því er nauðsynlegt að hækka vexti bankans nú.

Peningastefnan mun á næstunni ráðast af samspili minni spennu í þjóðarbúskapnum, launaákvarðana og þróunar verðbólgu og verðbólguvæntinga.

Peningastefnufnd ítrekar að hún hefur bæði vilja og þau tæki sem þarf til að halda verðbólgu við markmið til lengri tíma litið. Haldi verðbólguvæntingar áfram að hækka og festist í sessi umfram markmið mun það kalla á harðara taumhald peningastefnunnar. Aðrar ákvarðanir, einkum á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum, hafa þá áhrif á hversu mikill fórnarkostnaður verður í lægra atvinnustigi.

Yfirlýsing peningastefnufndar 12. desember 2018

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

Samkvæmt nýlega birtum þjóðhagsreikningum var hagvöxtur 5% á fyrstu níu mánuðum ársins sem er lítillega meira en Seðlabankinn gerði ráð fyrir í nóvemberspá sinni.

Verðbólga hefur aukist eftir því sem liðið hefur á árið í takt við spá bankans og mældist 3,3% í nóvember. Vegur þar þyngst mikil hækkun innflutningsverðs undanfarna mánuði en gengi krónunnar hefur lækkað um líðlega 11% frá áramótum.

Þessi gengislækkun og áhyggjur af komandi kjarasamningum hafa komið fram í væntingum um frekari aukningu verðbólgu. Taumhald peningastefnunnar, eins og það mælist í raunvöxtum Seðlabankans, hefur því heldur losnað á ný. Á móti koma vísbendingar um að spenna haldi áfram að minnka á næstunni. Þá er hækkun verðbólguvæntinga frá síðasta fundi enn sem komið er fyrst og fremst bundin við skammtímavæntingar og hægt hefur á lækkun gengis krónunnar.

Nýlega var tilkynnt að til stæði að losa síðasta hluta aflandskrónueigna sem lokuðust inni við innleiðingu fjármagnshafta í kjölfar fjármálakreppunnar. Ekki er eðlilegt að úrlausn slíks fortíðarvanda lækki gengi krónunnar og því mun Seðlabankinn grípa inn í á gjaldeyrismarkaði í samræmi við fyrri yfirlýsingar. Í því samhengi mun hann einnig horfa til þess að vísbendingar eru um að gengislækkunin undanfarið hafi fært raungengið niður fyrir jafnvægisgildi sitt.

Peningastefnan mun á næstunni ráðast af samspili minni spennu í þjóðarbúskapnum, launaákvarðana og þróunar verðbólgu og verðbólguvæntinga.

Peningastefnufnd ítrekar að hún hefur bæði vilja og þau tæki sem þarf til að halda verðbólgu við markmið til lengri tíma litið. Haldi verðbólguvæntingar áfram að hækka og festist í sessi umfram markmið mun það kalla á harðara taumhald peningastefnunnar. Aðrar ákvarðanir, einkum á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum, hafa þá áhrif á hversu mikill fórnarkostnaður verður í lægra atvinnustigi.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, ágúst 2018

Birt: 12. september 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 lögin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 27. og 28. ágúst 2018, en á honum ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 29. ágúst og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 13. júní 2018 og uppfærðri spá í *Peningamálum* 2018/3 hinn 29. ágúst.

Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar hækkaði gengi krónunnar um 1,1% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 0,5% gagnvart Bandaríkjadal en hækkaði um 0,3% gagnvart evru og um 3,4% gagnvart bresku pundi. Seðlabankinn átti engin viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri á milli funda.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði slaknað frá júnifundi nefndarinnar. Raunvextir bankans voru 1,3% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar eða 0,3 prósentum lægri en í júní. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 1,5% og höfðu lækkað um 0,7 prósentur.

Vextir á millibankamarkaði með krónur voru nánast óbreyttir á milli funda en velta á markaðnum nam 18 ma.kr. á tímabilinu.

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um 0,4-0,5 prósentur frá júnifundi nefndarinnar en krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði lækkað um 0,1-0,4

prósentur. Vextir verðtryggðra húsnæðislána eins af stóru viðskiptabönkunum þremur höfðu lækkað um 0,05 prósentur á milli funda og innlánsvextir eins þeirra um 0,05 prósentur. Meðalvextir sjóðfélagalána lífeyrissjóða höfðu lítið breyst frá júnifundi nefndarinnar.

Skammtíma vaxtamunur gagnvart Bandaríkjunum og evrusvæðinu var nánast óbreyttur á milli funda og mældist 2,4 prósentur annars vegar og 5 prósentur hins vegar. Langtíma vaxtamunur hafði aukist um 0,3 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og Þýskalandi milli funda í 2,8 prósentur annars vegar og 5,3 prósentur hins vegar.

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs höfðu lítið breyst frá júnifundi nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var rúmlega 0,7% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldbréfum 0,4-0,6 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu óbreyttra vaxta í ágúst. Vísuðu þær m.a. til aukinnar verðbólgu og verðbólguvæntinga, hægari efnahagssumsvifa og óvissu um komandi kjarasamninga.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd um miðjan ágúst sl. bjuggust þeir við að meginvöxtum bankans verði haldið óbreyttum í 4,25% næstu tvö ár líkt og þeir væntu í síðustu könnun í maí sl. Þá taldi 81% svarenda taumhald peningastefnunnar vera hæfilegt þegar könnunin var framkvæmd samanborið við 77% í síðustu könnun. Um 19% svarenda töldu það of þétt en enginn þátttakandi taldi taumhaldið of laust.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var 6,3% á öðrum fjórðungi ársins sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja og er það svipaður ársvöxtur og á þeim fyrsta. Vöxturinn helgast sem fyrr að stærstum hluta af meiri innlánnum heimila. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda stækkaði útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila um 8,1% að nafnvirði milli ára á öðrum fjórðungi ársins. Á sama tíma jukust útlán til heimila um 6,3% milli ára og útlán til atvinnufyrirtækja um 11,5%.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, lækkaði um 7,2% á milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 296 ma.kr. á fyrstu sjö mánuðum ársins sem er um 26% minni velta en á sama tímabili í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var í júlí sl. er gert ráð fyrir að heimshagvöxtur verði 3,9% í ár og einnig á því næsta. Það er í takt við spá sjóðsins frá því í apríl sl. Í júlí taldi hann hins vegar horfur á að hagvöxtur verði ójafnari milli landa en þá, bæði meðal þróaðra ríkja og nýmarkaðs- og þróunarríkja. Hagvaxtarhorfur eru óbreyttar í Bandaríkjunum frá því í apríl en gert er ráð fyrir minni hagvexti á evrusvæðinu, í Japan og Bretlandi. Þá hefur þrengt nokkuð að fjármálalegum skilyrðum í mörgum nýmarkaðs- og þróunarríkjum og hagvaxtarhorfur versnað að mati sjóðsins m.a. sakir hækkandi olíuverðs, vaxtahækkana í Bandaríkjunum, styrkingar Bandaríkjadals og aukinnar spennu í alþjóðaviðskiptum. Hins vegar er útlit fyrir að hagvöxtur verði meiri meðal þeirra ríkja sem eru í olíuútlutningi. Taldi sjóðurinn jafnframt að óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum hefði aukist frá því í apríl og að meiri líkur séu á að hagvexti sé ofspáð vegna aukinnar hættu á stighækkandi tollum og viðskiptastríði. Þetta endurspeglast í spá sjóðsins um alþjóðaviðskipti í heimsbúskapnum. Gerir hann ráð fyrir að þau muni aukast um 4,8% í ár og 4,5% á því næsta sem er 0,2-0,3 prósentum minni vöxtur en í aprílspánni, einkum sakir minni vaxtar meðal þróaðra ríkja. Spáð er að verðbólga meðal

þróaðra ríkja verði 2,2% á þessu ári og einnig á því næsta en það er 0,2-0,3 prósentum meiri verðbólga en gert var ráð fyrir í apríl.

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 101 ma.kr. á fyrstu sjö mánuðum ársins á föstu gengi samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands. Á sama tíma í fyrra var um 110 ma.kr. halli á föstu gengi. Verðmæti útflutnings jókst um 13,6% milli ára á föstu gengi sem skýrist að mestu af aukningu í verðmæti sjávarafurða og iðnaðarvara, einkum áls. Aukið verðmæti sjávarafurða endurspeglar grunnáhrif vegna sjómannaverkfallsins í ársbyrjun 2017 sem leiddi til mikils samdráttar vöruútflutnings. Verulega hefur dregið úr vexti innflutningsverðmætis en það jókst um 7,7% á föstu gengi fyrstu sjö mánuði ársins miðað við sama tíma í fyrra. Innflutningsverðmæti hefur jafnframt dregist lítillega saman undanfarna þrjá mánuði miðað við sama tíma í fyrra en fara þarf aftur til ársins 2013 til að finna hægari ársvöxt á þennan mælikvarða. Mestu munar um samdrátt í innflutningsverðmæti fólksbíla.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð lækkaði álverð um 9,6% milli funda peningastefnunefndar en var svipað og það var á sama tíma í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum á fyrstu sjö mánuðum ársins hafi verið 3,9% hærra en á sama tíma í fyrra. Heimsmarkaðsverð olíu var 76 Bandaríkjadalir á tunnu rétt fyrir fund peningastefnunefndar. Það hafði lækkað lítillega milli funda en mældist 48% hærra en á sama tíma í fyrra.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 0,5% milli mánaða í júlí en lækkaði um 1,6% milli ára. Það var þá rúmlega 20% yfir 25 ára sögulegu meðaltali en um 6,6% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu sjö mánuðum ársins var raungengi á þennan mælikvarða um 1,5% lægra en á sama tíma fyrir ári en nafngengi krónu var 1,8% lægra og verðbólga hér á landi um 0,4 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum um 0,6% á öðrum ársfjórðungi frá sama tíma í fyrra. Samkvæmt VMK fjölgaði störfum um 1,3% frá fyrra ári en fjölgunin samkvæmt staðgreiðsluskrá var hins vegar meiri eða 3%. Hlutfall starfandi lækkaði milli ára en það hefur sveiflast í kringum 80% frá því að það náði hámarki á þriðja fjórðungi 2016. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 2,9% á öðrum ársfjórðungi og hafði lítið breyst frá fyrri fjórðungi.

Aðfluttum erlendum ríkisborgurum á aldrinum 20-59 ára fjölgaði umfram brottflutta um 1,7% af mannfjölda á fyrri hluta ársins sem er svipuð fjölgun og var á seinni árshelmingi 2017. Innflutningur starfsfólks á vegum starfsmannaleigna og erlendra þjónustufyrirtækja var um fimmtungi minni á öðrum ársfjórðungi en þegar hann var mestur.

Launavísitalan lækkaði um 2,4% milli fjórðunga á öðrum fjórðungi ársins og um 6,5% milli ára. Raunlaun voru rúmlega 4% hærri á fjórðungnum en á sama tíma árið 2017.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu í upphafi þriðja ársfjórðungs benda til þess að heldur hægi á eftirspurn heimila líkt og verið hefur á árinu.

Væntingavísitala Gallup lækkaði umtalsvert milli mánaða í ágúst og mældist 87,3 stig sem er lægsta gildi hennar í rúm þrjú ár. Allar undirvísitölurnar lækkuðu í mánuðinum og nam lækkunin 12-18 stigum milli mánaða.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í júlí, lækkaði um 0,7% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en um 6,2% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á

höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,3% milli mánaða í júlí þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu en um 5,2% milli ára. Ársþækkun fasteignaverðs hefur aukist á nýjan leik eftir að hafa hjaðnað nær óslitið frá því að hún náði hámarki í maí í fyrra en þá hafði fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkað um tæp 24%. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 5,3% á fyrstu sjö mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra og var meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu 2,3 mánuðir í júlí samanborið við 2,5 mánuði í júlí í fyrra. Í ágúst voru um 1.150 íbúðir auglýstar til sölu á höfuðborgarsvæðinu samanborið við um 1.350 íbúðir í ágúst í fyrra.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,04% milli mánaða í júlí. Ársverðbólga mældist 2,7% og jókst um 0,7 prósentur frá síðasta fundi nefndarinnar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hækkað um 1,4% frá júlí í fyrra og hefur verðbólga á þann mælikvarða aukist hraðar en mæld verðbólga að undanfögnu. Miðgildi ólíkra mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu var 2,9% í júlí og jókst um 0,4 prósentur frá því í maí.

Hækkun húsnæðisverðs og flugfargjalda hafði töluverð áhrif í júlí en útsöluáhrif vógu á móti. Þó hefur áfram hægt á hækkun kostnaðar vegna eigin húsnæðis sem hafði í júlí aukist um tæp 6% sl. tólf mánuði. Verð innfluttrar vöru hafði hækkað um 1,1% frá fyrra ári og má rekja meginþorra þess til mikillar hækkunar eldsneytisverðs.

Verðbólguvæntingar markaðsaðila, bæði til skamms og langs tíma, hafa hækkað undanfarna mánuði. Samkvæmt könnun Seðlabankans sem gerð var um miðjan ágúst bjuggust þeir við því að verðbólga yrði 3% bæði eftir eitt og tvö ár. Þeir væntu ennfremur að verðbólga verði að meðaltali 2,8-3% á næstu fimm og tíu árum sem er 0,2-0,4 prósentum meira en í síðustu könnun í maí. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur einnig þokast upp að undanfögnu. Álagið til tíu ára hefur verið 3,5% að meðaltali það sem af er þriðja ársfjórðungi en var 3,3% á öðrum ársfjórðungi og 2,8% á sama tíma í fyrra.

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 29. ágúst 2018 hafa verðbólguhorfur fram á næsta ár versnað frá maíspá bankans. Verðbólga mældist 2,3% á öðrum fjórðungi ársins en var komin í 2,7% í júlí og hafði aukist um næstum 1 prósentu frá sama tíma í fyrra. Undirliggjandi verðbólga hefur jafnframt aukist nokkuð. Þá hafa verðbólguvæntingar einnig hækkað, bæði til skamms og langs tíma. Talið er að verðbólga verði 2,8% á þriðja fjórðungi þessa árs en um 3% frá síðasta fjórðungi ársins og fram á mitt næsta ár en þá er gert ráð fyrir að hún taki að þokast í markmið á ný.

Ytri skilyrði íslensks þjóðarbúskapar hafa í meginatriðum þróast eins og gert var ráð fyrir í maíspá bankans og efnahagshorfur hafa lítið breyst. Útlit er fyrir hægari vöxt ferðapjónustu í ár en þá var spáð en á móti vegur töluvert meiri vöxtur í útflutningi sjávarafurða. Samkvæmt spánni eru því horfur á meiri vexti útflutnings sem vegur á móti lakari horfum um þróun viðskiptakjara. Talið er að hagvöxtur verði 3,6% í ár eins og í fyrra. Þetta er lítillaga meiri hagvöxtur en spáð var í maí sem rekja má til hagstæðara framlags utanríkisviðskipta en á móti vegur hægari vöxtur þjóðarútgjalda. Líkt og í fyrri spám bankans er talið að heldur hægi á hagvexti á næstu tveimur árum og að hann verði 2,7% á næsta ári en aukist lítillaga árið 2020 og verði 3%.

Forsendur um launaþróun á næstu misserum hafa lítið breyst frá því í maí. Launakostnaður á framleidda einingu hækkar þó heldur minna í ár en þá var gert ráð fyrir þar sem horfur eru á meiri framleiðnivexti. Talið er að launakostnaður á framleidda einingu hækki um 5½% í ár en að hækkunin hjaðni í rúmlega 5% á næsta ári og í 2½% árið 2020. Hægt hefur á fjölgun heildarvinnustunda og innflutningur vinnuafis virðist hafa náð hámarki þótt hann sé enn kröftugur. Fyrirtækjum sem eiga í vandræðum með að ráða starfsfólk eða mæta óvæntri

eftirspurn er tekið að fækka. Svo virðist sem tekið sé að draga úr spennu á vinnumarkaði og í þjóðarþúskaðum í heild. Framleiðsluspenna er þó enn til staðar og samkvæmt spánni hverfur hún ekki fyrr en undir lok spátímans.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá samtölum við ráðherra og ráðherranefnd um efnahagsmál og endurskipulagningu fjármálakerfisins um hvernig vinnu í framhaldi af skýrslu starfshóps um ramma peningastefnunnar gæti verið háttáð en niðurstaða liggur ekki enn fyrir. Peningastefnunefnd mun á næstunni fara yfir og móta afstöðu til tillagna starfshópsins. Í því sambandi væri fyrirhugaður fundur peningastefnunefndar með starfshópnum.

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

Nefndarmenn tóku í því sambandi mið af uppfærðri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birtist í *Peningamála* 29. ágúst en samkvæmt henni verður hagvöxtur í ár aðeins meiri en bankinn gerði ráð fyrir í maí. Nefndarmenn veittu því athygli að samkvæmt spánni stafaði meiri vöxtur einkum af því að framlag utanríkisviðskipta væri hagstæðara og vægi það þyngra en hægari vöxtur þjóðarútgjalda. Voru nefndarmenn sammála um að áfram væru horfur á að dragi úr hagvexti með hægari vexti útflutnings og innlendra eftirspurnar. Einnig var horft til þess að þróun íbúðaverðs og vísbendingar af vinnumarkaði bentu í sömu átt.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga var 2,3% á öðrum fjórðungi ársins en hafði aukist í 2,7% í júlí. Nefndarmenn veittu því athygli að verðbólga án húsnæðis hafði einnig aukist og munurinn milli mælikvarða á verðbólgu með og án húsnæðis minnkað mikið. Eins og nefndin hafði búist við hefði áfram dregið úr árshækkun húsnæðisverðs en gagnstæð áhrif gengisbreytinga krónunnar á verðbólguna dvínað og eldsneytisverð hækkað. Að mati nefndarinnar væri líklegt að þessi þróun héldi áfram á næstunni. Nefndin tók einnig mið af því að gengi krónunnar hefði lækkað aðeins frá síðasta fundi peningastefnunefndar en að gjaldeyrismarkaðurinn hefði áfram verið í ágætu jafnvægi.

Nefndarmenn veittu því sérstaka athygli að vísbendingar væru um að langtímaverðbólguvæntingar hefðu farið eitthvað yfir markmið. Fram kom í umræðunni að óvissa væri um hvernig bæri að túlka hækkun verðbólguvæntinga. Sumir nefndarmenn töldu að möguleiki væri á að óvissa um framtíð ramma peningastefnunnar væri þegar farin að grafa undan kjölfestu langtímaverðbólguvæntinga. Aukin verðbólga að undanfögnu og óvissa á vinnumarkaði gætu einnig haft áhrif á verðbólguvæntingar, einkum til skamms tíma. Nefndin lagði áherslu á að hún hefði bæði vilja og þau tæki sem þyrfti til að halda verðbólgu við markmið til lengri tíma lítið og var sammála um að ef verðbólguvæntingar héldu áfram að hækka og festust í sessi umfram markmið myndi það kalla á harðara taumhald peningastefnunnar. Fram kom í umræðunni að aðrar ákvarðanir, einkum á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum, hefðu þá áhrif á hversu mikill fórnarkostnaður yrði í lægra atvinnustigi. Bent var á að hætta væri á að niðurstöður kjarasamninga yrðu ekki í samræmi við verðbólgu markmiðið en einnig að mögulegt útspil ríkisstjórnarinnar í tengslum við þá yrði ekki fjármagnað að fullu og gæti þannig haft í för með sér að það slaknaði á aðhaldi ríkisfjármála. Nefndarmenn horfðu einnig til þess að verðbólga hefði aukist á alla mælikvarða og verðbólguhorfur versnað fram á næsta ár frá maíspá bankans. Þeir voru sammála um að það myndi skipta miklu fyrir þróun verðbólgu hversu vel kjölfesta verðbólguvæntinga myndi halda

á komandi misserum. Fram kom í umræðunni að aukinn trúverðugleiki peningastefnunnar gegndi lykilhlutverki í þeim árangri sem hefði náðst á undanförunum árum og mikilvægt væri að bregðast við ef ljóst yrði að kjölfesta verðbólguvæntinga væri að veikjast.

Nokkur umræða var um að aðhald peningastefnunnar hefði slaknað frá síðasta fundi. Nefndarmenn voru sammála um að tekið væri að draga úr spennu á vinnumarkaði og í þjóðarbúskapnum. Jafnframt væru vísbendingar um að aðlögun þjóðarbúskaparins gæti orðið snarpari ef t.d. drægi hraðar úr ferðamannastraumi en gert væri ráð fyrir í spánni.

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.

Nefndarmenn voru sammála um að peningastefnan myndi á næstunni ráðast af samspili minni spennu í þjóðarbúskapnum, launaákvarðana og þróunar verðbólgu og verðbólguvæntinga.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Rannveig Sigurðardóttir, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhafgfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Karen Áslaug Vignisdóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 3. október 2018.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, október 2018

Birt: 17. október 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 1. og 2. október 2018, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 3. október og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 29. ágúst 2018.

Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar lækkaði gengi krónunnar um 4,7% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 5,4% gagnvart Bandaríkjadal, um 3,9% gagnvart evru og um 5,8% gagnvart bresku pundi. Gjaldeyrissala Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði nam 9 milljónum evra (1,2 ma.kr.) á milli funda eða sem nemur um 4% af veltu á gjaldeyrismarkaði.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði lítið breyst frá ágústfundi nefndarinnar. Raunvextir bankans voru 1,2% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar eða svipað og í ágúst. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 1,5%.

Vextir á millibankamarkaði með krónur voru nánast óbreyttir á milli funda en velta á markaðnum nam 3 ma.kr. á tímabilinu.

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um 0,2 prósentur frá ágústfundi nefndarinnar en krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa var óbreytt. Vextir óverðtryggðra

húsnæðislána tveggja af stóru viðskiptabönkunum þremur höfðu hækkað um 0,1-0,3 prósentur á milli funda. Meðalvextir óverðtryggðra sjóðfélagalána lífeyrissjóða höfðu hækkað um tæplega 0,2 prósentur frá ágústfundi nefndarinnar.

Skammtíma vaxtamunur gagnvart Bandaríkjunum og evrusvæðinu var nánast óbreyttur á milli funda og mældist 2,3 prósentur annars vegar og 5 prósentur hins vegar. Langtíma vaxtamunur var einnig nánast óbreyttur og var 2,8 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og 5,4 prósentur gagnvart Þýskalandi.

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

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu óbreyttra vaxta í október. Vísuðu þær m.a. til aukinnar verðbólgu og verðbólguvæntinga, hægari efnahagssumsvifa og óvissu um komandi kjarasamninga.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var um 9% í ágúst sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja og hefur vöxturinn ekki verið meiri frá því í janúar 2016. Vöxturinn helgast sem fyrr að stærstum hluta af meiri innlánnum heimila. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda stækkaði útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila um 8½% að nafnvirði milli ára í júlí. Á sama tíma jukust útlán til heimila um tæplega 7% milli ára og útlán til atvinnufyrirtækja um 11%.

Úrvalsísitla Kauphallarinnar, OMXI8, hækkaði um 0,8% á milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 361 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins sem er um 27% minni velta en á sama tímabili í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 114,5 ma.kr. á fyrstu átta mánuðum ársins á föstu gengi. Á sama tíma í fyrra var um 116 ma.kr. halli á föstu gengi. Verðmæti vöruútflutnings jókst um 14,4% milli ára á föstu gengi og skýrist að stærstum hluta af auknu verðmæti sjávarafurða og iðnaðarvara, einkum áls. Verðmæti innflutnings jókst á sama tíma um 10,5% milli ára. Skýrist það einkum af meiri innflutningi á eldsneyti og smurolíu, hrá- og rekstrarvöru og fjárfestingarvöru. Innflutningsverðmæti fólksbíla hefur hins vegar minnkað milli ára.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð var álverð nær óbreytt milli funda peningastefnufndar en var lítillega hærra en á sama tíma í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum á fyrstu átta mánuðum ársins hafi verið 4,4% hærra en á sama tíma í fyrra. Heimsmarkaðsverð á olíu hækkaði um 13% milli funda peningastefnufndar og var um 86 Bandaríkjadalir á tunnu. Olíuverð hafði hækkað um rúmlega fjórðung frá áramótum og ríflega 50% frá október 2017.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 3,5% milli mánaða í september og var þá tæplega 17% yfir 25 ára sögulegu meðaltali en um 9% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu níu mánuðum ársins var raungengi á þennan mælikvarða um 1% lægra en á sama tímabili í fyrra og má rekja lækkunina til 1,4% lækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var um 0,5 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjóðarþúskaður og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í september var hagvöxtur 7,2% á öðrum ársfjórðungi 2018. Þjóðarútgjöld jukust um 6,6% milli ára á fjórðungnum. Útflutningur jókst um 0,8% milli ára en innflutningur dróst saman um 0,4% og var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtarins því jákvætt. Á fyrri hluta ársins var hagvöxturinn 6,4% þar sem þjóðarútgjöld jukust um 6,2% og vöxtur útflutnings var meiri en vöxtur innflutnings.

Hagvöxtur á öðrum ársfjórðungi var töluvert meiri en gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála* en þar var spáð 4,6% hagvexti. Hagstofan endurskoðaði einnig tölur um hagvöxt á fyrsta ársfjórðungi og því var frávikið frá ágústspánni töluvert minna þegar horft er til fyrri hluta ársins en hagvöxtur þá var 6,4% en í ágúst var gert ráð fyrir 5,6% vexti. Þrátt fyrir að atvinnuvegafjárfesting hafi verið nokkru meiri á fyrri hluta ársins en spáð var í ágúst reyndust útgjöld til neyslu og fjárfestingar aukast álíka mikið og þá var gert ráð fyrir. Innflutningur jókst einnig heldur minna en spáð var en framlag utanríkisviðskipta var þó áþekkt. Meginhluti fráviks hagvaxtar frá því sem spáð var í ágúst helgast því af mun sterkara framlagi birgðabreytinga til hagvaxtar. Vegna endurskoðunar eldri talna var hagvöxtur ársins 2017 endurskoðaður úr 3,6% í 4%.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 1,6 ma.kr. á öðrum ársfjórðungi sem er töluvert minni afgangur en á sama tíma í fyrra þegar hann var 11,9 ma.kr. Minni afgangur nú skýrist að stærstum hluta af minni afgangi á þjónustuviðskiptum. Halli á vöruviðskiptum var einnig meiri á fjórðungnum en fyrir ári og jöfnuður frumpáttatekna að meðtöldum rekstrarframlögum neikvæðari.

Einkaneysla jókst heldur minna á öðrum ársfjórðungi en spáð hafði verið og hefur dregið úr aukningu hennar undanfarið ár. Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi gefa til kynna að sú þróun haldi áfram. Væntingavísitala Gallup hefur lækkað nokkuð hratt síðustu mánuði og mældist hún 85,3 stig í september sem var 21,5 stigum lægra en á sama tíma í fyrra.

Samkvæmt forsendum frumvarps til fjárlaga fyrir árið 2019 er gert ráð fyrir að afkoma ríkissjóðs verði í samræmi við áætlaða afkomu ársins samkvæmt fjármálaáætlun fyrir árin 2019-2023. Áætlun um tekjur ársins 2018 samkvæmt fjárlögum fyrir það ár er tryggð með auknum sértækum arðgreiðslum viðskiptabankanna sem nema rúmlega 6 ma.kr. Við mat á aðhaldsstigi ríkisfjármála er ekki tekið tillit til slíkra einskiptisliða. Áætlað er að óleiðréttur frumjöfnuður lækki um allt að 1 prósentu af landsframléiðslu milli ára 2018 og 2019. Í hvaða mæli þessi niðurstaða felur í sér minnkandi aðhald í ríkisfjármálum á næsta ári líkt og spáð var í *Peningamálum* 2018/2 mun ráðast af því hversu mikið dregur úr framléiðsluspennu. Nýtt mat á þróun framléiðsluspennu og aðhalds í ríkisfjármálum mun liggja fyrir á næsta fundi peningastefnufundar í nóvember.

Samkvæmt niðurstöðum haustkönnunar Gallup sem framkvæmd var í september meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna fremur jákvæð en nokkru lakari en í sumarkönnuninni og á sama tíma fyrir ári. Viðhorf stjórnenda til horfa á næstu sex mánuðum voru einnig heldur neikvæðari en í sumar og í fyrra. Um 45% stjórnenda töldu núverandi aðstæður góðar og um 43% töldu þær hvorki góðar né slæmar. Horft til næstu sex mánaða töldu um 54% stjórnenda að aðstæður í efnahagslífinu myndu versna og tæp 42% að þær yrðu áfram góðar. Um 4% stjórnenda töldu að aðstæður yrðu betri eftir sex mánuði. Svartsýnum stjórnendum hefur því fjölgað talsvert frá því í maí og á sama tíma í fyrra. Viðhorf stjórnenda til innlendar eftirspurnar voru einnig mun neikvæðari en í sumarkönnuninni og fyrir ári en viðhorf til erlendar eftirspurnar voru óbreytt. Væntingar

stjórnenda fyrirtækja í byggingarstarfsemi og iðnaði og framleiðslu um þróun innlendrar eftirspurnar minnkuðu mest frá sumarkönnuninni.

Samkvæmt könnuninni taldi rúmlega þriðjungur fyrirtækja að hlutfall hagnaðar fyrirtækisins af veltu árið 2018 yrði svipað og í fyrra en umtalsvert fleiri töldu að hagnaðurinn myndi minnka samanborið við vorkönnunina. Vega þar þungt væntingar stjórnenda í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu og ýmissi sérhæfðri þjónustu. Viðhorf til rekstrarhorfa voru töluvert neikvæðari en í vorkönnuninni í öllum geirum að undanskilinni byggingarstarfsemi og veitum.

Samkvæmt könnuninni vildu 4 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum sé leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu. Það er svipað hlutfall og var í sumarkönnuninni en 13 prósentum lægra en á sama tíma í fyrra. Viðhorf stjórnenda í ýmissi sérhæfðri þjónustu voru jákvæðust þar sem 17 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fjölga starfsfólki en fækka því. Enn voru viðhorfin neikvæðust í sjávarútvegi þar sem 24 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fækka starfsfólki umfram þau sem vildu fjölga því en þau voru einnig neikvæð í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu þar sem hlutfallið var 22 prósentur.

Sé leiðrétt fyrir árstíð taldi fimmtungur stjórnenda vera skort á starfsfólki sem eru 5 prósentum færri stjórnendur en í sumarkönnuninni og 15 prósentum færri en fyrir ári. Hæst var hlutfallið í byggingarstarfsemi og í iðnaði og framleiðslu þar sem tæplega 30% fyrirtækja töldu sig búa við skort á starfsfólki. Minnstur var skorturinn í fjármálaþjónustu þar sem 8% fyrirtækja töldu sig búa við skort á starfsfólki en áþekkt hlutfall mældist í verslun og samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu.

Tæplega helmingur stjórnenda taldi fyrirtæki sitt eiga í vandræðum með að mæta óvæntri eftirspurn, sé leiðrétt fyrir árstíð. Hlutfallið var 5 prósentum hærra en í sumarkönnuninni en svipað og í haustkönnuninni í fyrra. Tveir af hverjum þremur stjórnendum í ýmissi sérhæfðri þjónustu töldu sig eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn en aðeins rúmur fjórðungur stjórnenda í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu var sömu skoðunar. Í öðrum atvinnugreinum var hlutfallið á bilinu 34-57% fyrirtækja.

Launavísitalan lækkaði um 0,1% milli mánaða í ágúst og hækkaði um 6% milli ára. Raunlaun voru 3,3% hærri en á sama tíma í fyrra.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í september, lækkaði um 0,3% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en hækkaði um 5% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,2% milli mánaða í ágúst þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu en um 4,1% milli ára. Árshækkun fasteignaverðs hefur því haldið áfram að hjaðna frá því að hún náði hámarki í fyrra í tæpum 24%. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 7,3% á fyrstu átta mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra og var meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu 1,7 mánuðir í ágúst samanborið við 2,4 mánuði í ágúst í fyrra. Í september voru rétt rúmlega 800 íbúðir auglýstar til sölu á höfuðborgarsvæðinu samanborið við tæplega 1.500 íbúðir í september í fyrra.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,24% milli mánaða í september eftir að hafa hækkað um 0,2% í ágúst. Ársverðbólga mældist 2,7% og var óbreytt frá síðasta fundi nefndarinnar. Vísitala neysliverðs án húsnæðis hafði hækkað um 1,8% frá september í fyrra og jókst um 0,4 prósentur milli funda. Miðgildi ólíkra mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu var 2,6% í september og hjaðnaði um 0,3 prósentur frá því í júlí.

Lækkun flugfargjalda til útlanda hafði töluverð áhrif í september en áhrif vegna útsöluloka vógu á móti. Áfram hefur hægt á hækkingu kostnaðar vegna eigin húsnæðis sem hafði í

september aukist um 4,7% sl. tólf mánuði og hefur árshækkunin ekki mælst minni síðan í september 2013.

Samkvæmt haustkönnun Gallup mældust verðbólguvæntingar heimila til eins árs 3,5% og voru nánast óbreyttar frá sumarkönnuninni en þá höfðu þær hækkað um 0,4 prósentur frá því í febrúar. Væntingar þeirra um verðbólgu á næstu fimm árum voru óbreyttar milli kannana í 3,5%. Samkvæmt haustkönnun Gallup meðal stjórnenda fyrirtækja mældust verðbólguvæntingar þeirra til eins árs 3% og voru einnig óbreyttar milli kannana sem og væntingar þeirra um verðbólgu á næstu fimm árum sem námu 3%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára var 3,7-4% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði hækkað um 0,2 prósentur frá ágústfundinum og um tæplega 1 prósentu frá byrjun þessa árs.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri fjallaði um heimsókn sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins 13.-25. september og helstu niðurstöður hennar en heimsóknin var hluti af árlegri úttekt sjóðsins á stöðu og horfum í íslensku efnahagslífi. Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum einnig frá hugmyndum um næstu skref varðandi framkvæmd fjárstreymistækisins. Aðstoðarseðlabankastjóri upplýsti nefndina jafnframt um fundi sem hún hafði átt við aðila vinnumarkaðarins.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu haldist nánast óbreyttir milli funda. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í ágúst hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum óbreyttum m.a. í ljósi þess að ný spá bankans sýndi engar verulegar breytingar frá maíspánni.

Nefndarmenn ræddu nýlega birtar bráðabirgðatölur þjóðhagsreikninga en samkvæmt þeim var hagvöxtur á síðasta ári og á fyrri hluta þessa árs meiri en gert var ráð fyrir í ágústhefti *Peningamála*. Var nefndin sammála um að spennan í þjóðarbúskapnum gæti því hafa verið meiri en spáð var. Á móti bentu hátíðnivísbendingar og kannanir til að mögulega sé að draga hraðar úr vexti eftirspurnar en áður var talið. Fram kom í umræðunni að líklega hefði dregið hraðar úr vexti einkaneyslu að undanfögnu en búist hafði verið við en hins vegar hefðu fjárfestingarumsvif verið sterkari.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga jókst milli fjórðunga á þriðja fjórðungi ársins eins og spáð var í ágúst. Verðbólga án húsnæðis hafði einnig aukist og munurinn milli mælikvarða á verðbólgu með og án húsnæðis minnkað mikið. Nefndarmenn veittu því athygli að áfram hefði dregið úr árshækkun húsnæðisverðs en á móti vegi að innflutningsverð hefði hækkað umtalsvert að undanfögnu þótt það endurspeglaði að hluta hraða hækkun olíuverðs á alþjóðamarkaði. Fram kom í umræðunni að þessi mikla hækkun olíuverðs hefði töluverð bein og óbein áhrif á mælda verðbólgu sem rétt væri fyrir peningastefnunefndina að horfa framhjá að því leyti sem áhrifin smitast ekki út í langtímaverðbólguvæntingar. Nefndin tók einnig mið af því að gengi krónunnar hefði lækkað frá síðasta fundi peningastefnunefndar og að gengisflökt jókst í september m.a. vegna óvissu um fjármögnun eins af stóru flugfélögum landsins.

Nefndarmenn veittu því athygli að verðbólguvæntingar úr könnunum hefðu lítið breyst frá síðasta fundi peningastefnunefndar en verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefði hækkað. Fram kom í umræðunni að það væri áhyggjuefni að langtímaverðbólguvæntingar hefðu hækkað að undanfögnu og að verðbólguvæntingar virtust á alla mælikvarða vera nokkuð yfir

markmiði. Bent var á að óvissa um niðurstöður kjarasamninga á vinnumarkaði gæti hafa leitt til hækkunar verðbólguvæntinga. Nefndin lagði áherslu á að hún hefði bæði vilja og þau tæki sem þyrfti til að halda verðbólgu við markmið til lengri tíma litið og var sammála um að ef verðbólguvæntingar héldu áfram að hækka og festust í sessi umfram markmið myndi það kalla á harðara taumhald peningastefnunnar. Nefndin var jafnframt sammála um að aðrar ákvarðanir, einkum á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum, hefðu þá áhrif á hversu mikill fórnarkostnaður yrði í lægra atvinnustigi.

Þótt meiri kraftur virtist hafa verið í þjóðarbúskapnum á síðasta ári og á fyrri hluta þessa árs en gert hafði verið ráð fyrir bentu vísbendingar af vinnumarkaði og úr ferðapjónustu til þess að aðlögun þjóðarbúskaparins að jafnvægi gæti orðið hraðari en áður var talið. Þessir þættir væru því að vegast á að því er varðar framtíðarhorfur en nefndarmenn voru sammála um að heildarmyndin hefði hins vegar ekki breyst að ráði frá síðasta fundi. Nefndarmenn töldu því ekki tilefni til að bregðast við heldur væri rétt að bíða frekari vísbendinga. Einn nefndarmaður benti hins vegar á að ekki væri hægt að horfa framhjá hækkun verðbólguvæntinga til lengdar og að hans mati þyrfti að herða aðhald peningastefnunnar, að öðru óbreyttu, en í ljósi þeirrar óvissu sem væri uppi var hann sammála um að bíða eftir nánari vísbendingum að þessu sinni.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 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 peningastefnan myndi á næstunni ráðast af samspili minni spennu í þjóðarbúskapnum, launaákvarðana og þróunar verðbólgu og verðbólguvæntinga.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Rannveig Sigurðardóttir, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Karen Áslaug Vignisdóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 7. nóvember 2018.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, nóvember 2018

Birt: 21. nóvember 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 lögin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 5. og 6. nóvember 2018, en á honum ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 7. nóvember og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 3. október 2018 eins og þær birtust í nýrri spá og óvissumati í *Peningamálum* 2018/4 hinn 7. nóvember.

Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar lækkaði gengi krónunnar um 6,3% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 7,5% gagnvart bresku pundi, 6,9% gagnvart Bandaríkjadal og um 5,9% gagnvart evru. Seðlabankinn greip einu sinni inn í gjaldeyrismarkaðinn á þessu tímabili og seldi gjaldeyri fyrir 9 m. evra (1,2 ma.kr.) eða sem nam um 4% af veltu á gjaldeyrismarkaði.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði slaknað frá októberfundi nefndarinnar. Raunvextir bankans voru 0,8% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar eða 0,3 prósentum lægri en í október. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 1,4%.

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

Ávöxtunarkrafa flestra óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um 0,1-0,3 prósentur frá októberfundi nefndarinnar en krafa hluta verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði lækkað um 0,2 prósentur. Meðalvextir óverðtryggðra sjóðfélagalána lífeyrissjóða höfðu hækkað um tæplega 0,3 prósentur frá októberfundi nefndarinnar en aðrir vextir húsnæðislána voru að mestu óbreyttir.

Miðað við þriggja mánaða millibankavexti var vaxtamunur gagnvart evrusvæðinu nánast óbreyttur á milli funda og mældist 5 prósentur en hafði lækkað um 0,2 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og mældist 2,1 prósentu. Langtímavaxtamunur hafði lækkað lítillega og var 2,6 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og 5,3 prósentur gagnvart Þýskalandi.

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs höfðu lækkað lítillega frá októberfundi nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var rúmlega 0,6% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldabréfum 0,5-0,7 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu ýmist óbreyttra vaxta eða að þeir yrðu hækkaðir í nóvember. Vísuðu þær m.a. til hægari efnahagssumsvifa og óvissu um komandi kjarasamninga en helstu rök fyrir hækkingu vaxta voru aukin verðbólga og hækkingu verðbólguvæntingar.

Markaðsaðilar virtust flestir vænta vaxtahækkunar samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans sem var framkvæmd í lok október sl. Þjuggust þeir við að meginvextir bankans yrðu hækkaðir um 0,25 prósentur á fjórða ársfjórðungi þessa árs og enn frekar á næsta ári. Þeir gerðu jafnframt ráð fyrir að vextir yrðu komnir í 5% undir lok næsta árs en tækju síðan að lækka á ný. Þá töldu 40% svarenda taumhald peningastefnunnar vera of laust um þessar mundir en í ágústkönnun bankans var enginn á þeirri skoðun. Um 48% svarenda töldu taumhaldið hæfilegt samanborið við 81% síðast. Hlutfall þeirra sem taldi taumhaldið of þétt var 12% og lækkaði úr 19% milli kannana.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var tæplega 8½% á þriðja fjórðungi ársins sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja og hefur vöxturinn ekki verið meiri í um áratug. Vöxturinn helgast sem fyrr að stærstum hluta af meiri innlánnum heimila en hlutdeild fjármálageirans í vextinum hefur einnig aukist. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda má áætla að útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila hafi stækkað um 9% að nafnvirði milli ára á þriðja fjórðungi ársins. Á sama tíma jukust útlán til heimila um rúmlega 7% milli ára og útlán til atvinnufyrirtækja um 12½%.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hækkaði um 2,8% milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 401 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum ársins sem er um 27% minni velta en á sama tímabili í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 11,7 ma.kr. í október samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands en á sama tíma í fyrra var 1,5 ma.kr. halli á föstu gengi. Hallinn var 104,7 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum þessa árs en var 102 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Verðmæti vöruútflutnings jókst um 11,3% milli ára á föstu gengi og skýrist einkum af auknu verðmæti sjávarafurða og iðnaðarvara, einkum áls. Verðmæti innflutnings jókst á sama tíma um 9,8% milli ára. Skýrist það að stærstum hluta af meira innflutningsverðmæti eldsneytis og smurolíu, hrá- og rekstrarvöru og fjárfestingarvöru. Innflutningsverðmæti fólksbíla hefur hins vegar minnkað milli ára. Á síðastliðnum þremur mánuðum hefur innflutningur vaxið um 13,6% á föstu gengi frá sama tíma í fyrra sem er hraðari vöxtur en var í sumar. Þriggja mánaða

vöxturinn er hins vegar töluvert hægari nú en mældist fyrr á þessu ári og á meginhluta síðasta árs.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð lækkaði álverð um rúmlega 6% milli funda peningastefnunar og var rúmlega 9% lægra en á sama tíma í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum á fyrstu níu mánuðum ársins hafi verið 4,8% hærra en á sama tíma í fyrra. Heimsmarkaðsverð á olíu lækkaði um 17,5% milli funda peningastefnunar og var u.þ.b. 71 Bandaríkjadalur á tunnu. Olíuverð var hins vegar um 6% hærra á nóvemberfundinum en það var um síðustu áramót og um 10% hærra en það var í byrjun nóvember í fyrra.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 4,5% milli mánaða í október og var þá um 11,5% yfir 25 ára sögulegu meðaltali en um 13,4% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu tíu mánuðum ársins var raungengi á þennan mælikvarða um 1,6% lægra en á sama tímabili í fyrra og má rekja lækkunina til 2% lækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var um 0,5 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar fjölgaði heildarvinnustundum um 4,3% milli ára á þriðja ársfjórðungi. Starfandi fólki fjölgaði um 4,1% frá fyrra ári og meðalvinnuvikan lengdist lítillega. Atvinnuþátttaka var 81,7% að teknu tilliti til árstíðar og jókst um 0,4 prósentur frá fyrra ári. Hlutfall starfandi hækkaði með samsvarandi hætti milli ára og mældist 79,5% árstíðarleidirétt.

Árstíðarleidirétt atvinnuleysi var 2,6% á þriðja fjórðungi ársins og minnkaði um 0,3 prósentur frá fyrri fjórðungi en var óbreytt frá fyrra ári.

Tölur um búferlaflutninga á þriðja fjórðungi ársins sýna enn mikla fjölgun erlends vinnuafls þó að hægt hafi á henni frá metfjölgun ársins í fyrra. Fjöldi aðfluttra umfram brottflutta erlenda ríkisborgara var 1% af mannfjölda á fjórðungnum og hefur þeim fjölgað um sem nemur 2,7% af mannfjölda það sem af er ári.

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

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi benda til þess að áfram hafi dregið úr vexti hennar frá því sem var á fyrri hluta ársins. Á fjórðungnum hægði á vexti greiðslukortaveltu, einkum innanlands, ásamt því að það dró úr nýskráningu bifreiða.

Væntingavísitala Gallup mældist 92,1 stig í október og hækkaði milli mánaða eftir að hafa lækkað mánuðina tvo á undan. Mestu munaði um bættar væntingar til næstu sex mánaða en þær höfðu lækkað mikið frá því í sumar. Vísitalan hefur lækkað um rúm 33 stig milli ára.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í október, hækkaði um 0,6% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en um 5,8% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,4% milli mánaða í september þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu en um 3,9% milli ára. Árshækkun fasteignaverðs hefur ekki verið minni frá því í maí 2011. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 6,6% á fyrstu níu mánuðum ársins frá sama tímabili í fyrra og var meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu um 1,6 mánuðir í september samanborið við 2,9 mánuði í september í fyrra. Í október voru um 840 íbúðir auglýstar til sölu á höfuðborgarsvæðinu samanborið við rúmlega 1.500 íbúðir í október í fyrra.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,57% milli mánaða í október. Ársverðbólga mældist 2,8% og jókst um 0,1 prósentu frá síðasta fundi nefndarinnar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hækkað um 1,7% frá október í fyrra. Miðgildi ólíkra mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu var 3% í október og hefur aukist um 1,8 prósentur frá sama tíma í fyrra. Hefur undirliggjandi verðbólga ekki mælst meiri á þennan mælikvarða síðan í janúar 2014.

Verðhækkun á nýjum bílum vó þyngst í hækkun vísitölu neysluverðs í október og höfðu áhrifin til hækkunar milli mánaða ekki verið meiri síðan í júlí 2008. Einnig hækkaði húsnæðis- og matvöruverð í október en á móti vógu áhrif lækkunar veggjalda.

Samkvæmt könnun Seðlabankans sem gerð var í lok október bjuggust markaðsaðilar við því að verðbólga yrði 3,6% eftir eitt ár eða 0,6 prósentum meira en í ágústkönnuninni og 3,2% eftir tvö ár sem er 0,2 prósentna hækkun milli kannana. Þeir væntu jafnframt að verðbólga yrði um 3% að meðaltali á næstu fimm og tíu árum sem er svipað og í ágúst en um ½ prósentu hærra en fyrir ári síðan. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur einnig hækkað að undanfögnu. Álagið til fimm og tíu ára var 4,1-4,2% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði hækkað um 0,2-0,4 prósentur frá októberfundinum og um tæplega 1½ prósentu frá því fyrir ári.

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 7. nóvember 2018 hafa verðbólguhorfur versnað frá ágústspá bankans. Verðbólga hefur verið við verðbólgu markmiðið á meginhluta þessa árs. Hún var 2,7% á þriðja ársfjórðungi en mældist 2,8% í október. Undirliggjandi verðbólga hefur einnig aukist og langtímaverðbólguvæntingar mælast nú um eða yfir 3% á alla mælikvarða. Lækkun á gengi krónunnar undanfarið og meiri framleiðsluspenna framan af spátímanum gera það að verkum að verðbólguhorfur hafa versnað nokkuð fram á fyrri hluta árs 2020 frá ágústspá bankans. Talið er að verðbólga verði yfir 3% út næsta ár og yfir verðbólgu markmiðinu fram á seinni hluta árs 2020.

Gengi krónunnar hefur lækkað nokkuð undanfarnar vikur og er krónan nú um 10% lægri gagnvart meðaltali annarra gjaldmiðla en hún var við útgáfu *Peningamála* í ágúst. Hún er jafnframt tæplega 8% lægri það sem af er fjórða ársfjórðungi en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Hefur gengi krónunnar ekki verið lægra í ríflega tvö ár. Nokkrir samverkandi þættir skýra þessa gengislækkun en upphaf hennar má líklega að einhverju leyti rekja til tímabundinnar óvissu um fjármögnun flugfélagsins WOW Air í fyrstu viku septembermánaðar. Þessu til viðbótar virðast þeir þjóðhagslegu þættir sem hafa verið megindrífkraftar gengishækkunar undanfarinna missera vera að gefa eftir. Viðskiptakjör hafa rýrnað og hægt hefur á útflutningsvexti. Þá er rekstrarumhverfi í ferðaþjónustu orðið erfiðara og útlit er fyrir að hægt hafi á hagvexti á seinni hluta ársins. Allir þessir þættir, til viðbótar við vaxandi áhyggjur af komandi kjaraviðræðum, virðast hafa aukið svartsýni fjárfesta sem leitt hefur til lækkunar á gengi krónunnar. Grunnspáin gerir ráð fyrir að gengi krónunnar haldist svipað út spátímann og það hefur verið að meðaltali það sem af er þessu ári. Það felur í sér að gengisvísitalan er að meðaltali um 3% lægri í ár en í fyrra og lækkar um 3% til viðbótar á næsta ári.

Heimsframleiðslan jókst um 3,7% í fyrra sem er mesti vöxtur sem mælst hefur frá árinu 2011. Hagvöxtur í heiminum hefur hins vegar aðeins gefið eftir það sem af er þessu ári og horfur hafa versnað lítillega. Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum var 2,4% að meðaltali í fyrra og hafði ekki verið meiri frá árinu 2010. Horfur eru á að hann minnki lítillega í ár og verði 2,2% að meðaltali og minnki enn frekar í 1,8% árið 2020.

Eftir mikinn bata viðskiptakjara vöru og þjónustu á undanförunum fjórum árum rýrnuðu þau um 4,5% milli ára á öðrum fjórðungi þessa árs sem rekja má að miklu leyti til hækkunar olíuverðs og verðhækkunar súrals. Horfur eru á að viðskiptakjör rýrni um tæplega 2% á árinu

öllu sem er svipað því sem spáð var í ágúst. Á næsta ári er hins vegar talið að viðskiptakjörstandi í stað en í ágúst var spáð 2% bata.

Gert er ráð fyrir að útflutningur í ár aukist um 3,9% frá fyrra ári sem er nokkuð undir meðalvexti síðustu þriggja ára en áþekkur vöxtur og var að meðaltali árin 2011-2014. Vöxtinn í ár má að mestu þakka liðlega 10% vexti í útflutningi sjávarafurða. Samdráttur í samgöngu- og þjónustulið útfluttrar þjónustu á fyrri hluta ársins gerir það að verkum að nú er talið að útflutt þjónusta vaxi heldur hægar en spáð var í ágúst. Á næsta ári hægir enn frekar á vexti útflutnings sem skýrist fyrst og fremst af því að vöxtur útflutnings sjávarafurða snýst í samdrátt.

Hagvöxtur reyndist 4% í fyrra sem er 0,4 prósentum meiri vöxtur en fyrri tölur Hagstofunnar höfðu gefið til kynna. Hagvöxtur á fyrri hluta þessa árs reyndist einnig meiri en áður var áætlað. Í ágústspá bankans hafði verið gert ráð fyrir 5,6% vexti en hann reyndist vera 6,4%. Frávikið skýrist fyrst og fremst af mikilli birgðaaaukningu á fyrri hluta ársins og óvæntum samdrætti vöruinnflutnings. Horfur eru á að það hægi töluvert á hagvexti á seinni hluta ársins en að hann verði 4,4% á árinu öllu. Líkt og í ágústspá bankans er talið að hagvöxtur verði rúmlega 2½% á næstu þremur árum.

Talið er að heildarvinnustundum fjölgi um 2,3% í ár. Þrátt fyrir ríflega 2% fjölgun starfa í ár er útlit fyrir að hlutfall starfandi lækki um tæplega 1 prósentu frá fyrra ári þar sem horfur eru á ríflega 3% fjölgun fólks á vinnualdri. Árstíðarleiðrätt atvinnuleysi mældist 2,6% á þriðja fjórðungi en spáð er að það aukist í 3% á næsta ári og verði komið í 3,3% árið 2021, sem er nálægt því atvinnuleysi sem talið er samræmast verðstöðugleika.

Í spá bankans er búist við að launakostnaður á vinnustund hækki að meðaltali um 7,8% í ár. Horfur eru á liðlega 2% framleiðnivexti á árinu og því er áætlað að launakostnaður á framleidda einingu hækki um liðlega 5½% sem er svipað mat og í ágústspá bankans en meiri hækkun en á undanförunum tveimur árum. Gert er ráð fyrir að hægi á árshækkun launa á spátímanum í takt við hægari vöxt framleiðni vinnuafls, vaxandi atvinnuleysi og lítinn bata viðskiptakjara. Hækkun launakostnaðar á framleidda einingu fer því úr 5½% í ár og á næsta ári í 2½% árið 2021.

Hagvöxtur í fyrra og á fyrri hluta þessa árs var meiri en áður var talið eins og fyrr segir. Framleiðsluspennan var því lítillega meiri í lok síðasta árs en gert var ráð fyrir í ágúst og er útlit fyrir að hún verði um 1 prósentu meiri í lok þessa árs. Þegar frá líður minnkar spennan hins vegar hraðar en spáð var í ágúst og verður nánast horfin undir lok spátímans.

Grunnspá Seðlabankans endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. Hún byggist á spám og forsendum um þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarbúskapar og mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Breytingar á ýmsum lykilorðum 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 niðurstöður komandi kjarasamninga. Þótt grunnspáin geri þegar ráð fyrir nokkuð ríflegum launahækkunum þrátt fyrir að hlutfall launa í þáttatekjum sé komið yfir sögulegt meðaltal er ekki útilokað að samið verði um enn meiri hækkunir eða að launaskrið verði meira en gert er ráð fyrir, ekki síst í ljósi þess að atvinnuleysi er enn lítið og spenna á vinnumarkaði nokkur. Ýmsir aðrir þættir gætu lagst á sömu sveif og gert það að verkum að verðbólga verði meiri en í grunnspánni. Alþjóðlegt olíuverð hefur t.d. hækkað mikið undanfarið og ekki er útilokað að það hækki enn frekar, þvert á það sem grunnspáin gerir ráð fyrir. Þótt hætta á lækkun á gengi krónunnar vegna viðsnúnings ytri skilyrða sem fjallað var um í fyrra áhættumati bankans hafi að hluta raungerst gæti gengið haldið áfram að lækka í stað þess að haldast svipað og það er núna út

spátímann eins og grunnspáin gerir ráð fyrir. Að sama skapi gæti hækkun húsnæðisverðs sótt aftur í sig veðrið ef vöxtur útlána til húsnæðiskaupa heldur áfram að aukast. Þá gæti mikill kraftur í þjóðarbúinu á fyrri hluta ársins bent til þess að spennan í þjóðarbúinu verði þrálátari en gert er ráð fyrir, sérstaklega ef meira slaknar á aðhaldi opinberra fjármála en spáð er. Verðbólga gæti einnig aukist meira og orðið þrálátari ef langtímaverðbólguvæntingar leita ekki í markmið á ný.

Ekki er heldur útilokað að verðbólga verði minni en búist er við í grunnspánni. Gengi krónunnar gæti t.d. hækkað á ný ef ytri skilyrði batna aftur. Viðskiptadeila Bandaríkjanna og Kína gæti einnig grafið undan alþjóðlegum efnahagssumsvifum sem gæti hægt á útflutningi frá Íslandi og þannig hægt enn frekar á hagvexti í samanburði við grunnspána. Framleiðnivöxtur gæti þar að auki verið vanmetinn og það gæti dregið hraðar úr spennu í þjóðarbúinu en gert er ráð fyrir í grunnspá.

II Vaxtaákvörðunin

Nefndin fjallaði um stöðu vinnu í framhaldi af skýrslu starfshóps um ramma peningastefnunnar og næstu skref en unnið er að því að móta afstöðu til tillagna starfshópsins. Í því sambandi væri fyrirhugaður aukafundur peningastefnuneftardar í desember. Einnig voru rædd viðbrögð á markaði við þeirri ákvörðun að lækka bindihlutfall sérstakrar bindiskyldu sem tilkynnt var um 2. nóvember og næstu skref í þeim efnum. Aðstæður höfðu myndast til að lækka bindihlutfallið með minnkandi vaxtamun og lægra gengi krónunnar og var hlutfallið lækkað úr 40% í 20%. Nokkur óvissa væri um hver áhrifin af lækkuninni yrðu enda er lítil reynsla af notkun fjárstreymistækis af þessu tagi hér á landi. Einnig fjallaði nefndin um nýlega skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika*, stöðu fjármálastofnana og áhættu í fjármálakerfinu.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu lækkað milli funda. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í október hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum óbreyttum m.a. í ljósi þess að heildarmyndin hefði ekki breyst að ráði frá síðasta fundi og rétt væri að bíða frekari vísbendinga þar sem óvissa væri mikil.

Nefndarmenn tóku í því sambandi mið af nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 7. nóvember en samkvæmt henni var hagvöxtur á síðasta ári og á fyrri hluta þessa árs meiri en fyrri áætlanir höfðu gert ráð fyrir. Nefndarmenn veittu því athygli að þrátt fyrir vísbendingar um hægari vöxt á seinni hluta ársins væri spáð 4,4% hagvexti á árinu öllu sem væri tæplega 1 prósentu meiri vöxtur en bankinn spáði í ágúst. Voru nefndarmenn sammála um að útlit væri fyrir að hægja myndi á hagvexti á næstu misserum og að spenna hyrfi úr þjóðarbúskapnum. Hagvöxtur yrði þó á næstu árum nálægt því sem vænta má að þjóðarbúið geti vaxið að jafnaði án þess að flytja inn vinnuafli eða rúmlega 2½%. Bent var á að nýlegar fréttir um kaup flugfélagsins Icelandair á Wow Air hefðu dregið úr óvissu tengdri truflunum í flugsamgöngum, a.m.k. til skamms tíma litið.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga var 2,8% í október. Nefndarmenn veittu því athygli að munurinn milli mælikvarða á verðbólgu með og án húsnæðis hefði ekki verið álíka lítill í rúm fjögur ár. Áfram hefði dregið úr árshækkun húsnæðisverðs en á móti vegi að innflutningsverð hefði hækkað umtalsvert að undanförunu þótt það endurspeglaði að hluta hækkun olíuverðs á alþjóðamarkaði. Nefndin tók einnig mið af því að gengi krónunnar hefði lækkað frá því í ágúst. Nokkur umræða varð um helstu ástæður fyrir því og voru nefndarmenn sammála um að upphaf þessarar lækkunarhrinu mætti að nokkru leyti rekja til tímabundinnar óvissu um fjármögnun flugfélagsins Wow Air í byrjun september sl. Töldu þeir að það gæti hafa

sett af stað ákveðið endurmat á stöðu og horfum enda virtust þeir þjóðhagslegu þættir sem höfðu verið megindrifkraftar gengishækkunar krónunnar undanfarin misseri hafa gefið eftir. Þar var helst nefnt að viðskiptakjör hefðu rýrnað, hægt hefði á útflutningsvexti og útlit væri fyrir að hægt hefði á hagvexti á seinni hluta ársins. Á móti var bent á að lægra raungengi gæti verið jákvætt fyrir rekstur fyrirtækja í ferðabjónustu. Gengi krónunnar gæti einnig verið að gefa eftir í kjölfar mikillar lækkunar raunvaxta að undanfögnu. Gengissveiflur höfðu aukist undanfarna mánuði og kom fram að það gæti tengst lausari kjölfestu langtímaverðbólguvæntinga. Einnig var bent á að órói á fjármálamörkuðum hér á landi færi saman við aukna óvissu á alþjóðlegum fjármálamörkuðum.

Nefndarmenn tóku mið af því að samkvæmt spánni hefðu verðbólguhorfur versnað frá ágústspánni. Horfur væru á að verðbólga héldi áfram að aukast og yrði nokkuð yfir markmiði á næsta ári. Taldi nefndin það einnig áhyggjuefni að verðbólguvæntingar hefðu hækkað undanfarið og væru nú yfir markmiði á alla mælikvarða. Hins vegar væru horfur á að hraðar drægi úr vexti efnahagssumsvifa en áður var talið sem gæti að mati nefndarmanna vegið á móti verri verðbólguhorfum. Helsti óvissuþátturinn væri sem fyrr komandi kjaraviðræður og þótt spá bankans gerði þegar ráð fyrir ríflegum launahækkunum er ekki útilokað að samið yrði um enn meiri hækkanir eða að launaskrið yrði meira en gert er ráð fyrir. Einnig var bent á að hætta væri á að mögulegt útspil ríkisstjórnarinnar í tengslum við kjarasamninga yrði ekki fjármagnað að fullu og gæti þannig haft í för með sér að það slaknaði á aðhaldi ríkisfjármála.

Nefndin lagði áherslu á að aukin verðbólga og hærri verðbólguvæntingar síðustu mánuði hefðu lækkað raunvexti bankans umfram það sem æskilegt væri í ljósi núverandi efnahagsástands og -horfa. Bent var á að þar sem ein meginbreytingin frá októberfundi nefndarinnar væri sú að verðbólguhorfur hefðu versnað töluvert yrði ekki lengur beðið með að herða taumhaldið. Samkvæmt áhættumati spárinnar væru jafnframt meiri líkur á að verðbólgu væri vanspáð á fyrri hluta spátímans en að henni væri ofspáð. Hækkun verðbólguvæntinga að undanfögnu gæti einnig bent til þess að kjölfesta þeirra við markmið hefði veikst. Allir nefndarmenn voru því þeirrar skoðunar að nauðsynlegt væri að hækka vexti bankans nú og rætt var um hvort hækka ætti þá um 0,25 prósentur eða 0,5 prósentur.

Helstu rökin fyrir því að hækka vexti um 0,25 prósentur voru þau að töluvert óvissa væri um hversu hratt drægi úr hagvexti og hvernig gengi krónunnar myndi bregðast við hækkun vaxta og lækkun hlutfalls sérstakrar bindiskyldu. Forsendur gætu verið til staðar fyrir heldur lægri raunvöxtum en ella, eftir því hvernig þessir þættir ásamt öðrum myndu þróast, þótt það væri ekki í þeim mæli sem hefði nú þegar raungerst. Því væri varlegra að taka minna skref nú. Framhaldið myndi síðan ráðast af framvindunni. Helstu rökin fyrir því að hækka vexti um 0,5 prósentur voru hins vegar þau að verðbólguhorfur hefðu versnað töluvert og verðbólguvæntingar hækkað það mikið að 0,25 prósentna hækkun vaxta dygði ekki til, enda yrði taumhald peningastefnunnar áfram minna en það var á októberfundi nefndarinnar þrátt fyrir þessa vaxtahækkun. Þá væru raunvextir bankans afar lágir þegar haft er í huga að spenna er enn í þjóðarbúskapnum.

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

Að mati nefndarmanna myndi peningastefnan á næstunni ráðast af samspili minni spennu í þjóðarbúskapnum, launaákvarðana og þróunar verðbólgu og verðbólguvæntinga.

Nefndin ítrekaði að hún hefði bæði vilja og þau tæki sem þyrfti til að halda verðbólgu við markmið til lengri tíma litið og var sammála um að ef verðbólguvæntingar héldu áfram að hækka og festust í sessi umfram markmið myndi það kalla á harðara taumhald peningastefnunnar. Aðrar ákvarðanir, einkum á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum, hefðu þá áhrif á hversu mikill fórnarkostnaður yrði í lægra atvinnustigi.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Rannveig Sigurðardóttir, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Karen Áslaug Vignisdóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 12. desember 2018.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2018

Birt: 26. desember 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 lögin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 10. og 11. desember 2018, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 12. desember og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 7. nóvember 2018.

Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar lækkaði gengi krónunnar um 1,2% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 1,6% gagnvart evru, 1,8% gagnvart Bandaríkjadal en hækkaði um 1,5% gagnvart bresku pundi. Seðlabankinn greip einu sinni inn í á gjaldeyrismarkaði á þessu tímabili og seldi gjaldeyri fyrir 6 m. evra (0,8 ma.kr.) eða sem nam um 5% af veltu á gjaldeyrismarkaði.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði slaknað frá nóvemberfundi nefndarinnar. Raunvextir bankans voru 0,8% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar eða 0,3 prósentum lægri en eftir nóvemberfund nefndarinnar. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 1,2% og höfðu lækkað um 0,5 prósentur milli funda.

Vextir á millibankamarkaði með krónur hækkuðu í takt við vaxtahækkun Seðlabankans í nóvember en engin velta var á markaðnum á tímabilinu.

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði lækkað um 0,2 prósentur frá nóvemberfundi nefndarinnar og krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa lækkað um 0,1-0,2 prósentur. Óverðtryggðir fastir meðalvextir sjóðfélagalána lífeyrissjóða höfðu hækkað um tæplega 0,1 prósentu frá nóvemberfundi nefndarinnar og óverðtryggðir fastir meðalvextir húsnæðislána höfðu hækkað um tæplega 0,5 prósentur. Á sama tímabili höfðu fastir meðalvextir verðtryggðra íbúðalána lækkað lítillega.

Miðað við þriggja mánaða millibankavexti hafði vaxtamunur gagnvart evrusvæðinu aukist um 0,2 prósentur á milli funda og mældist 5,2 prósentur en var nánast óbreyttur gagnvart Bandaríkjunum og mældist 2,1 prósentu. Langtímavaxtamunur gagnvart Þýskalandi hafði lítið breyst milli funda og var 5,4 prósentur en hafði aukist um 0,2 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og var 2,7 prósentur.

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs höfðu hækkað lítillega frá nóvemberfundi nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var rúmlega 0,6% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart Þýskum ríkisskuldabréfum 0,6-0,8 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu óbreyttra vaxta. Vísuðu þær m.a. til hægari efnahagssumsvifa á komandi misserum, lækkunar á olíuverði og óvissu um áhrif breytinga á lögum um losun fjármagnshafta á aflandskrónueigendur og bindiskyldu á fjármagnsinnstreymi.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var tæplega 10½% í október sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja og hefur vöxturinn aukist frá því á fyrri hluta ársins. Vöxturinn helgast sem fyrr að stærstum hluta af meiri innlánnum heimila en hlutdeild fjármálageirans og atvinnufyrirtækja í vextinum hefur einnig aukist. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda má áætla að útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila hafi stækkað um 10% að nafnvirði í október en sé stofn lána í erlendum gjaldmiðlum reiknaður á föstu gengi stækkaði stofninn um rúmlega 9%. Á sama tíma jukust útlán til heimila um rúmlega 7% milli ára og útlán til atvinnufyrirtækja um 14% en sé tekið tillit til gengisbreytinga var vöxturinn 12%.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, lækkaði um 2,2% milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 459 ma.kr. á fyrstu ellefu mánuðum ársins sem er um 23% minni velta en á sama tímabili í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Samkvæmt spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD), sem birt var í nóvember, er talið að hagvöxtur á heimsvísu verði áfram nokkur en að hann hafi náð hámarki og fari minnkandi á næstu árum. Atvinnuleysi í mörgum löndum er minna nú en fyrir fjármálakreppuna, skortur á vinnuafli er farinn að gera vart við sig en verðbólga hefur verið hófleg. Á sama tíma hefur hins vegar hægt á vexti alþjóðaviðskipta og fjárfestingu í kjölfar hækkandi verndartolla á meðan mörg nýmarkaðsríki hafa glímt við aukið útflæði fjármagns og lækkandi gengi gjaldmiðla. Stofnunin spáir að hagvöxtur á heimsvísu verði 3,7% í ár, eða 0,1 prósentu minna en spáð var í maí, en minnki í 3,5% á næsta ári sem er 0,4 prósentum minni vöxtur en í síðustu spá. Spá OECD um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár hefur verið endurskoðuð niður á við um 0,2 prósentur í 2,1%. Þá hefur spáin fyrir næsta ár einnig verið endurskoðuð til lækkunar í 2,1%. Hagvöxtur viðskiptalandanna samkvæmt spánni er minni fyrir núverandi ár en búist var við í nóvember spá *Peningamála* en þar var gert ráð fyrir 2,2% hagvexti á þessu

ári. Stofnunin endurskoðaði verðbólguþá sína fyrir viðskiptalönd Íslands upp á við í ár um 0,1 prósentu í 2% og um 0,1 prósentu á því næsta í 2,1%.

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 17,7 ma.kr. í nóvember samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands en á sama tíma í fyrra var 12,4 ma.kr. halli á föstu gengi. Hallinn var 181,7 ma.kr. á fyrstu ellefu mánuðum þessa árs en var 174 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Verðmæti vöruútflutnings jókst um 10,5% milli ára á föstu gengi og skýrist einkum af auknu verðmæti sjávarafurða og iðnaðarvara. Verðmæti innflutnings jókst á sama tíma um 9,1% og skýrist að stærstum hluta af meira innflutningsverðmæti eldsneytis og smurolíu og hrá- og rekstrarvöru. Innflutningsverðmæti fólksbíla hefur hins vegar minnkað milli ára.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð var álverð nánast óbreytt milli funda peningastefnufndar en var rúmlega 2% lægra en á sama tíma í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum á fyrstu tíu mánuðum ársins hafi verið 4,9% hærra en á sama tíma í fyrra. Heimsmarkaðsverð á olíu hækkaði um liðlega 40% á fyrstu þremur fjórðungum ársins frá sama tíma í fyrra. Verðið náði hámarki í byrjun október í rúmlega 86 Bandaríkjadöllum á tunnu sem er tæplega 30% hærra en það var um síðustu áramót og ríflega 50% hærra en í byrjun október í fyrra. Olíuverð hefur lækkað á ný síðan þá og var u.þ.b. 60 Bandaríkjadallar á tunnu á desemberfundi peningastefnufndar eða liðlega þriðjungi lægra en í byrjun október. Olíuverð var um 9% lægra á desemberfundinum en það var um miðjan desember í fyrra.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 4% milli mánaða í nóvember og um 11,9% frá fyrra ári. Raungengið í nóvember var því 7% yfir 25 ára sögulegu meðaltali en um 16,9% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu ellefu mánuðum ársins var raungengi á þennan mælikvarða um 2,5% lægra en á sama tímabili í fyrra og má rekja lækkunina til 3,1% lækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var um 0,6 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjóðarþúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofan birti í desember var hagvöxtur 2,6% á þriðja ársfjórðungi 2018. Þjóðarútgjöld jukust um 0,5% milli ára á fjórðungnum. Útflutningur jókst um 5,1% milli ára en innflutningur jókst einungis um 0,6% og var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtarins því jákvætt. Á fyrstu þremur fjórðungum ársins var hagvöxturinn 5% þar sem þjóðarútgjöld jukust um 4,3% og framlag utanríkisviðskipta var jákvætt um tæplega 1 prósentu. Hagvöxtur það sem af er ári var lítillaga meiri en gert var ráð fyrir í nóvemberhefti *Peningamála* en þar var spáð 4,3% á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Vöxtur einkaneyslu var heldur meiri en spáð var en á móti vó minni vöxtur fjárfestingar og reyndust útgjöld til neyslu og fjárfestingar því aukast álíka mikið og gert var ráð fyrir. Framlag birgðabreytinga var hins vegar meira en búist var við og uxu þjóðarútgjöld því á heildina litið meira en spáð var eða um 4,3% en í nóvemberspánni var gert ráð fyrir 3,8% vexti. Á fyrstu níu mánuðum ársins jókst útflutningur litlu meira en spáð var í nóvember en þróun innflutnings var í samræmi við það sem þá var gert ráð fyrir. Framlag utanríkisviðskipta var því að mestu leyti eins og búist var við.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 76,5 ma.kr. á þriðja ársfjórðungi. Það er meiri afgangur en á sama fjórðungi í fyrra þegar hann var 65 ma.kr. Meiri afgangur nú skýrist að stærstum hluta af meiri afgangi af þjónustuviðskiptum en halli af vöruskiptum var einnig minni. Þrátt fyrir það var viðskiptaafgangur á fyrstu þremur fjórðungum ársins minni en á sama tíma í fyrra, einkum vegna minni afgangis af þjónustuviðskiptum á fyrri helmingi ársins.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu í upphafi fjórða ársfjórðungs gefa til kynna að hægja muni á vexti einkaneyslu á síðasta fjórðungi ársins. Væntingavísitala Gallup hefur lækkað nokkuð á síðustu mánuðum og mældist hún 75,8 stig í nóvember sem var rúmlega 48 stigum lægra en á sama tíma fyrir ári.

Samkvæmt niðurstöðum vetrarkönnunar Gallup sem framkvæmd var í desember meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna hvorki jákvæð né neikvæð og því nokkru lakari en í haustkönnuninni og á sama tíma fyrir ári. Viðhorf stjórnenda til horfa á næstu sex mánuðum voru einnig heldur neikvæðari en í haust og í vetrarkönnuninni fyrir ári. Um 46% stjórnenda töldu núverandi aðstæður hvorki góðar né slæmar og um 31% taldi þær góðar. Horft til næstu sex mánaða töldu um 68% stjórnenda að aðstæður í efnahagslífinu myndu versna og 27% að þær yrðu hvorki góðar né slæmar. Um 5% stjórnenda töldu að aðstæður yrðu betri eftir sex mánuði. Svartsýnum stjórnendum hefur því fjölgað töluvert frá því í haust þegar um helmingur stjórnenda taldi að aðstæður myndu versna og í vetrarkönnuninni í fyrra þegar tæplega fjórðungur stjórnenda var sömu skoðunar. Viðhorf stjórnenda til innlestrar eftirspurnar voru einnig mun neikvæðari en í haustkönnuninni og fyrir ári en viðhorf til erlendar eftirspurnar hafa verið óbreytt frá því í maikönnuninni. Væntingar stjórnenda fyrirtækja í verslun um þróun innlestrar eftirspurnar minnkuðu mest frá haustkönnuninni.

Samkvæmt árstíðarleiðréttum niðurstöðum vetrarkönnunarinnar vildu 18 prósentum fleiri fyrirtæki fækka starfsfólki umfram þau sem vildu fjölga því á næstu sex mánuðum. Það er töluverður viðsnúningur frá því í haust þegar lítillega fleiri fyrirtæki vildu fjölga starfsfólki frekar en fækka því. Viðhorfin voru neikvæðust í iðnaði og framleiðslu þar sem 42 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fækka frekar en fjölga starfsfólki. Aðeins var útlit fyrir fjölgun starfsfólks í ýmissi sérhæfðri þjónustu þar sem 5 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fjölga starfsfólki umfram þau sem vildu fækka því.

Sé leiðrétt fyrir árstíð töldu um 18% stjórnenda vera skort á starfsfólki sem er lítillega lægra hlutfall en í síðustu könnun. Hæst var hlutfallið í iðnaði og framleiðslu þar sem nærri því fjórði hver stjórnandi taldi sig búa við skort á starfsfólki en minnstur var skorturinn í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu þar sem 5% stjórnenda áttu í erfiðleikum með að manna störf.

Hlutfall stjórnenda sem töldu fyrirtæki sitt eiga í vandræðum með að mæta óvæntri eftirspurn lækkaði um 7 prósentur milli kannana og var 41%. Minnst var áraunin á framleiðsluþætti í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu þar sem tæplega fimmti hver stjórnandi taldi erfitt að mæta óvæntri eftirspurn. Um 58% stjórnenda í ýmissi sérhæfðri þjónustu voru svartsýnir á að geta mætt óvæntri eftirspurn. Hlutfallið lá á bilinu 31-45% í öðrum atvinnugreinum.

Launavísitalan hækkaði um 0,4% milli mánaða í október og um 6,2% milli ára. Raunlaun voru 3,2% hærrí í mánuðinum en á sama tíma í fyrra.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í nóvember, hækkaði um 0,5% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en um 5,7% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,7% milli mánaða í október þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu en um 4,1% milli ára. Árshækkun fasteignaverðs hefur því verið stöðug í kringum 4% frá því í ágúst. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 7,6% á fyrstu tíu mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra og var meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu 1,4 mánuðir í október samanborið við 2,6 mánuði í október í fyrra. Í nóvember voru rúmlega 800 íbúðir auglýstar til sölu á höfuðborgarsvæðinu samanborið við rúmlega 1.500 íbúðir í nóvember í fyrra.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,24% milli mánaða í nóvember. Ársverðbólga mældist 3,3% og jókst um 0,5 prósentur frá síðasta fundi nefndarinnar. Verðbólga hefur ekki verið meiri í fimm ár. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hækkað um 2,4% frá nóvember í fyrra. Munurinn á milli verðbólgu með og án húsnæðis hélt áfram að minnka og hefur ekki verið minni í rúmlega fimm ár. Miðgildi ólíkra mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu var 3,3% í nóvember og hafði hækkað um tæpar 2 prósentur frá sama tíma í fyrra.

Árstíðarbundin lækkun flugfargjalda til útlanda hafði mest áhrif á vísitölu neysluverðs í nóvember. Einnig lækkaði verð á bensíni og símaþjónustu. Hins vegar hafði verðhækkun innfluttrar vöru á heildina 0,3 prósentna áhrif og vó verðhækkun á nýjum bílum þyngst.

Samkvæmt vetrarkönnunum Gallup mældust verðbólguvæntingar heimila og stjórnenda fyrirtækja til eins árs 4% og hækkuðu um 0,5-1 prósentu frá haustkönnuninni. Væntingar þeirra um verðbólgu á næstu fimm árum voru hins vegar óbreyttar í 3-3,5%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára var 3,9% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði lækkað lítillega frá nóvemberfundinum.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri fjallaði um nýlegt frumvarp um losun síðasta hluta aflandskrónueigna sem lokuðust inni við innleiðingu fjármagnshafta í kjölfar fjármálakreppunnar. Hann lagði áherslu á að útfærslan tæki mið af því að gæta jafnræðis og mismuna ekki erlendum fjárfestum í aflandskrónum sem hafa losnað á mismunandi tímum. Þá þyrfti að gæta að því að flækjustig gerði ekki eftirlit of erfitt. Því þyrftu þeir aflandskrónueigendur sem ekki hafa átt krónueignir í samfelldu eignarhaldi síðan fyrir tilkomu fjármagnshafta og hygðust fjárfesta í íslenskum skuldabréfum að fara út í gegnum gjaldeyrismarkað og koma svo inn aftur og sæta þá bindingu.

Nefndarmenn ræddu í því sambandi um inngrip Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði. Voru þeir sammála um að ekki væri eðlilegt að úrlausn slíks fortíðarvanda sem tengdist ekki núverandi undirliggjandi efnahagsaðstæðum myndi lækka gengi krónunnar og því myndi Seðlabankinn grípa inn í á gjaldeyrismarkaði í samræmi við fyrri yfirlýsingar. Í því samhengi myndi hann einnig horfa til þess að vísbendingar væru um að gengislækkunin undanfarið hefði fært raungengið niður fyrir jafnvægisgildi sitt. Nefndarmenn voru sammála um að líklega væri að hluta um undirskot að ræða sem stafaði af meiri svartsýni á markaði en ástæða væri til og væri drifin áfram af væntingum um frekari gengislækkun, endurmati á stöðu þjóðarbúsins og óvissu um rekstrarskilyrði í ferðaþjónustugeiranum.

Nefndin fjallaði einnig um væntanlega greinargerð Seðlabankans til forsætisráðherra um afstöðu bankans til þeirra tillagna starfshóps um ramma peningastefnunnar sem snúa að breytingum á verklagi í peningastefnunefnd og Seðlabankanum.

Nefndarmenn ræddu hvort taumhald peningastefnunnar væri hæfilegt í ljósi efnahagsástands og -horfa en á fundinum í nóvember hafði nefndin ákveðið að hækka vexti bankans í ljósi þess að aukin verðbólga og hærri verðbólguvæntingar höfðu lækkað raunvexti Seðlabankans umfram það sem æskilegt var í ljósi þáverandi efnahagsástands og -horfa.

Nefndarmenn ræddu nýlega birtar bráðabirgðatölur þjóðhagsreikninga en samkvæmt þeim var hagvöxtur 5% á fyrstu níu mánuðum ársins sem var lítillega meira en Seðlabankinn gerði ráð fyrir í nóvemberspá sinni. Var nefndin sammála um að spennan í þjóðarbúskapnum gæti hafa verið heldur meiri en búist var við en þróunin var þó að mati nefndarmanna í meginatriðum í samræmi við spá bankans.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga hafði aukist eftir því sem liðið hafði á árið í takt við spá bankans og mældist 3,3% í nóvember. Vó þar þyngst mikil hækkun innflutningsverðs undanfarna mánuði en gengi krónunnar hafði lækkað um liðlega 11% frá áramótum. Nefndarmenn veittu því athygli að þessi gengislækkun og áhyggjur af komandi kjarasamningum hefðu komið fram í væntingum um frekari aukningu verðbólgu þar sem skammtímaverðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja hefðu hækkað frá nóvemberfundi nefndarinnar. Taumhald peningastefnunnar, eins og það mældist í raunvöxtum Seðlabankans, hefði því heldur losnað á ný. Fram kom í umræðunni að raunvextir væru svipaðir og þeir voru fyrir hækkun vaxta í nóvember. Að mati nefndarmanna kæmu á móti vísbendingar um að spenna héldi áfram að minnka á næstunni. Einnig var bent á að líkur á neikvæðum áhrifum hér á landi vegna útgöngu Breta úr Evrópusambandinu hefðu heldur aukist að undanfögnu vegna meiri óvissu um hvað tæki við í kjölfar útgöngunnar. Fram kom í umræðunni að hækkun verðbólguvæntinga frá síðasta fundi væri enn sem komið er fyrst og fremst bundin við skammtímavæntingar og að hægt hefði á lækkingu gengis krónunnar. Á fundinum var einnig rætt að mögulega væri tilefni til að hækka almenna bindiskyldu í ljósi aukins útlánavaxtar að undanfögnu.

Nefndin ræddi þá möguleika að staldra við og halda vöxtum óbreyttum eða hækka vexti um 0,25 prósentur. Helstu rökin fyrir því að hafa óbreytta vexti voru þau að lækkingu raunvaxta milli funda væri fyrst og fremst tilkomin vegna skammtímaáhrifa gengislækkunarinnar á verðbólgu og skammtímaverðbólguvæntingar. Þótt þróun raunhagkerfisins og verðbólgu hafði í meginatriðum verið eins og gert var ráð fyrir á síðasta fundi og efnahagshorfur hefðu ekki breyst mikið væru verðbólguhorfur líklega hagstæðari en þá var gert ráð fyrir þar sem olíuverð hefði lækkað nokkuð undanfarið. Einnig gætu forsendur verið til staðar fyrir lægri raunvöxtum en ella þar sem hátíðnivísendingar og væntingakannanir bentu til neikvæðari væntinga og að það gæti dregið hraðar úr eftirspurn en búist var við. Jafnframt var bent á að auknar líkur væru á að til verkfalla kæmi á nýju ári sem gætu leitt til hraðrar kólnunar í þjóðarbúskapnum.

Helstu rökin fyrir því að hækka vexti voru hins vegar þau að þörf var á meiri hækkun vaxta en ákveðin var í nóvember í ljósi aukinnar undirliggjandi verðbólgu og hækkunar verðbólguvæntinga. Þar að auki hefðu raunvextir lækkað á ný og væru nú svipaðir og fyrir vaxtahækkunina í nóvember. Taumhaldið væri því of laust þegar haft er í huga að innlend eftirspurn hefði verið heldur meiri á þriðja ársfjórðungi en spáð var auk þess sem verðbólguvæntingar væru yfir markmiði á alla mælikvarða. Þá var bent á að lækkingu raunvaxta að undanfögnu á sama tíma og spenna er enn í þjóðarbúskapnum gæti ennfremur verið hluti skýringarinnar á gengislækkun krónunnar.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum, yrðu 4,5%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4,25%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 5,25% og daglánvextir 6,25%. Fjórir nefndarmenn greiddu atkvæði með tillögu seðlabankastjóra. Einn nefndarmaður greiddi atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra og vildi hækka vexti um 0,25 prósentur.

Að mati nefndarmanna myndi peningastefnan á næstunni ráðast af samspili minni spennu í þjóðarbúskapnum, launaákvæðana og þróunar verðbólgu og verðbólguvæntinga.

Nefndin ítrekaði að hún hefði bæði vilja og þau tæki sem þyrfti til að halda verðbólgu við markmið til lengri tíma litið og var sammála um að ef verðbólguvæntingar héldu áfram að hækka og festust í sessi umfram markmið myndi það kalla á harðara taumhald peningastefnunnar. Aðrar ákvarðanir, einkum á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum, hefðu þá áhrif á hversu mikill fórnarkostnaður yrði í lægra atvinnustigi.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Rannveig Sigurðardóttir, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Karen Áslaug Vignisdóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 6. febrúar 2019.

Post-crisis monetary policy reform: Learning the hard way



The 2008 Global Financial Crisis in Retrospect
30-31 August 2018

Thórarinn G. Pétursson
Chief Economist Central Bank of Iceland

The views expressed do not necessarily reflect those of the Central Bank of Iceland or the Bank's Monetary Policy Committee.

Post-crisis period has seen comprehensive changes to monetary policy framework



Governance and decision-making structure

Governing structure of
Central Bank

Five-member MPC with
two external members

Individual responsibility,
majority voting, minutes,
parliamentary hearings

Inflation Targeting Plus

More flexible IT

Managed rather than
freely floating ISK

Greater focus on financial
system, capital flows, and
BoP vulnerabilities

Expansion of toolkit

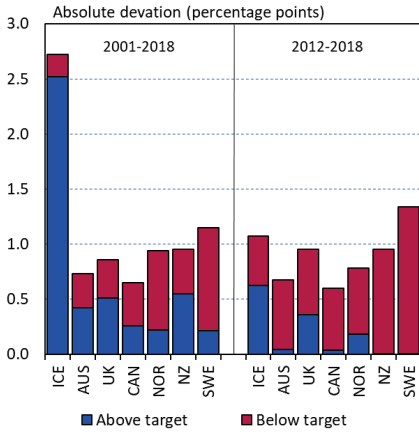
Macroprudential tools

FX interventions

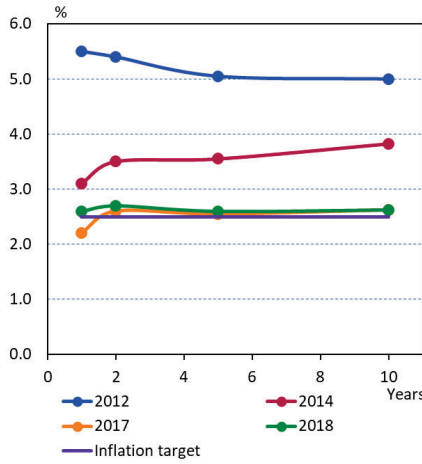
Capital flows management

Less frequent target misses, better anchored inflation expectations, and improved credibility

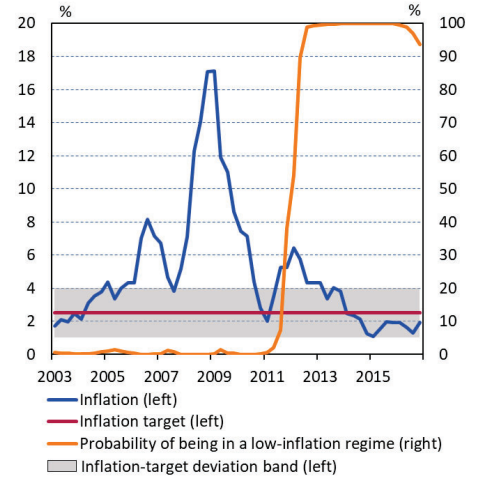
Average deviation from inflation target¹
Q1/2001 - Q2/2018



One- to ten-year inflation expectations²
Observations for Q2 in 2012, 2014, 2017, and 2018



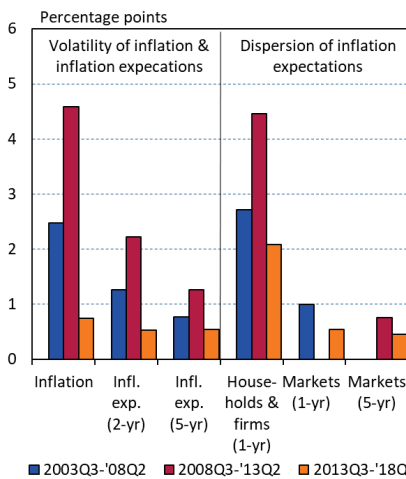
Probability of being in low-inflation regime³



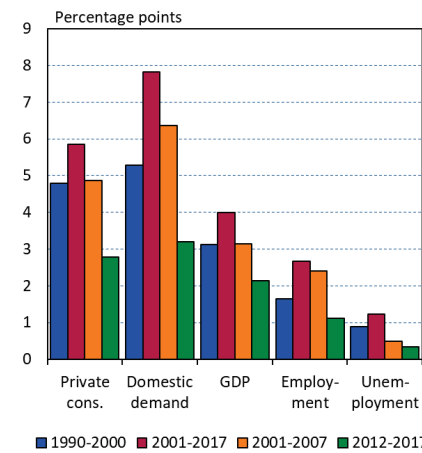
1. Average absolute deviation from inflation target (based on inflation target measure used by each country) and relative contribution of above- and below-target deviations. 2. 1-10 year inflation expectations from surveys among financial market participants. 3. Smoothed probability of being in a low-inflation regime based on an open economy, forward-looking Phillips curve, estimated with a two-regime Markov switching model. Sources: Central bank websites, OECD, Statistics Iceland, Central Bank of Iceland, Thórarinn G. Pétursson (2018), "Disinflation and improved anchoring of long-term inflation expectations: The Icelandic experience", Central Bank of Iceland Working Paper no. 77.

Increased nominal and real stability, and more effective monetary policy

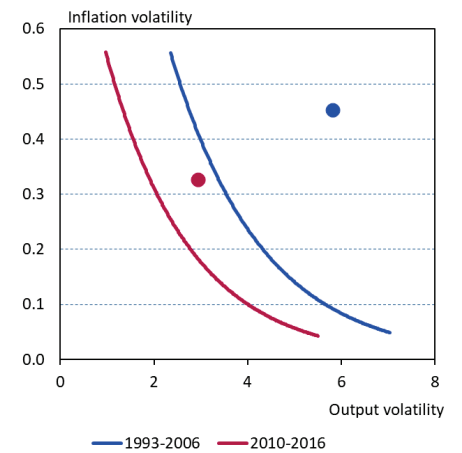
Inflation volatility and dispersion for three 5-year periods¹



Volatility of key macro variables in different periods²



Monetary policy frontier³



1. Standard deviation of quarterly year-on-year CPI inflation and 2- and 5-year breakeven inflation expectations (from Q1/2003) and dispersion of survey-based inflation expectations of households and firms (simple average) and financial market participants. 2. Standard deviation of annual changes in various macro variables. 3. The efficient frontier shows pairs of standard deviations of inflation (deviations of annualised quarterly inflation from trend, π_t) and output (annualised quarterly GDP growth, y_t) which minimises the loss function $L = \sum_{t=0}^{\infty} (\lambda \pi_t^2 + (1 - \lambda) y_t^2)$ for different values of λ . The dots show pairs of actual standard deviations of inflation and output. The data is seasonally adjusted, de-trended and Kalman filtered using the Central Bank of Iceland's DSGE model. Sources: Gallup, Statistics Iceland, Central Bank of Iceland, Central Bank of Iceland (2017), "Monetary policy based on inflation targeting: Iceland's experience since 2001 and post-crisis changes", Special Publication no. 11.

Ástand og horfur í efnahagsmálum



Fyrirlestur hjá Félagi atvinnurekenda
11. september 2018

Þórarinn G. Pétursson
Aðalhogfræðingur Seðlabanka Íslands



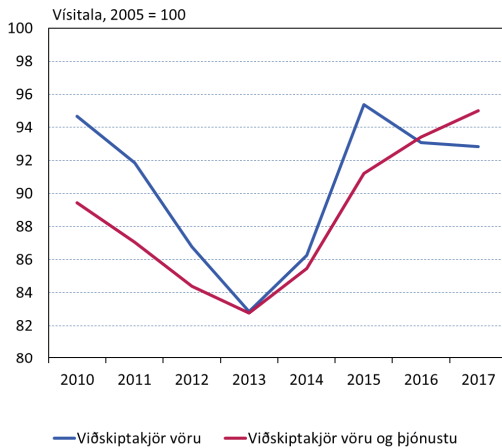
Félag atvinnurekenda

Staða efnahagsmála og horfur fyrir næstu ár

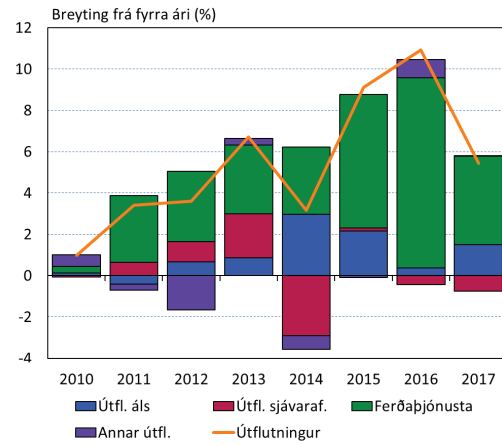
Sagan af búhnykkjunum tveimur

- Viðskiptakjör bötnuðu um 1,7% í fyrra og hafa samtals batnað um 15% frá 2013 – mun meiri bati en í öðrum OECD-ríkjum
- Útflutningur hefur aukist um þriðjung frá 2013 – drifinn áfram af gríðarlegum vexti ferðapjónustu
- Áhrif að fjara út á H1/18: viðskiptakjör rýrnað um 2,5% og þjónustuútflutningur aukist um 3% (jókst um 9% '17 og 17% '15-'16)

Viðskiptakjör 2010-2017¹



Útflutningur og framlag undirliða 2010-2017¹

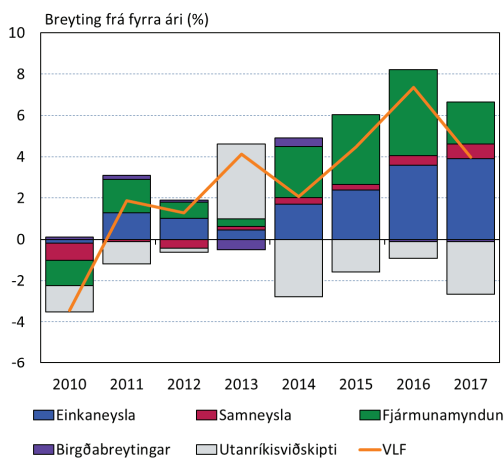


1. Áútlutningur skv. skilgreiningu þjóðhagsreikninga. Ferðapjónusta er samtala á „ferðalögum“ og „farþegaflutningum með flugi“.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

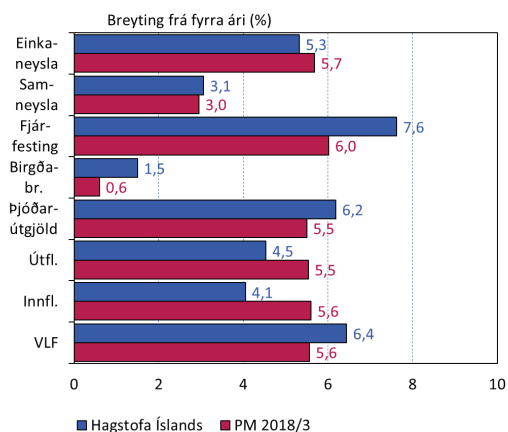
Hagvöxtur minnkar frá 2016 en er enn mjög mikill

- Mikill hagvöxtur undanfarin ár: 7,5% 2016 og 4% 2017: drifinn áfram af miklum vexti þjóðarútgjalda
- Mikill vöxtur þjóðarútgjalda einnig megindrífkraftur 6,4% hagvaxtar á fyrri hluta 2018 ... 0,8 prósentum meiri hagvöxtur en spáð í PM 18/3: neyslu- og fjárfestingarútgjöld í takt við spá (5,3% í stað 5,1%) en áhrif birgðabreytinga mun meiri

Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2017



Þjóðhagsreikningar fyrir fyrri hluta 2018

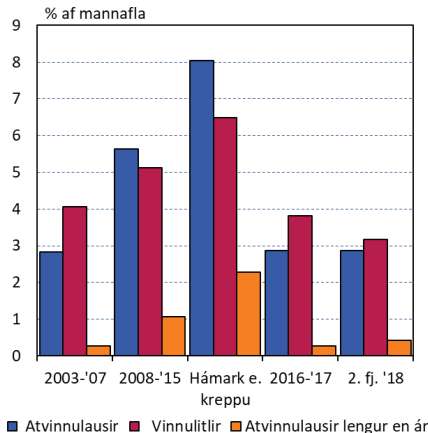


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

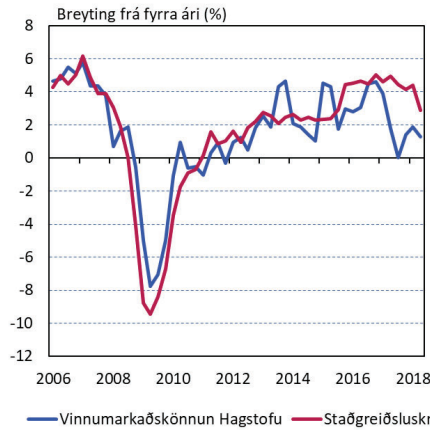
Spenna í þjóðarbúinu virðist hafa náð hámarki

- Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi 2,9% á Q2: hefur minnkað mikið og er nú svipað og að meðaltali 2003-7 – eins og langtímaatvinnuleysi – en hlutfall vinnulitilla er komið um 1 prósentu undir það sem það var að meðaltali 2003-7
- Störfum heldur áfram að fjölga en hægar en áður og spenna í þjóðarbúinu virðist í rénum

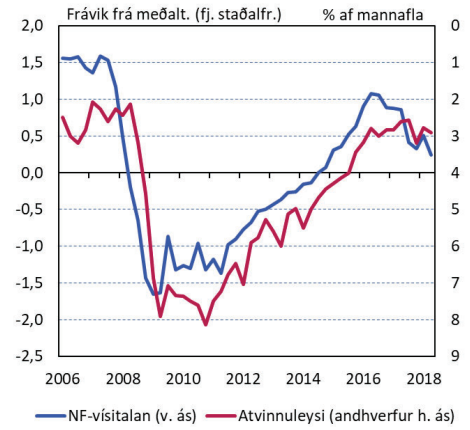
Atvinnulausir og vinnulitlir¹



Fjöldi starfa²
1. ársfj. 2006 - 2. ársfj. 2018



Nýting framleiðsluþátta og atvinnuleysi³
1. ársfj. 2006 - 2. ársfj. 2018

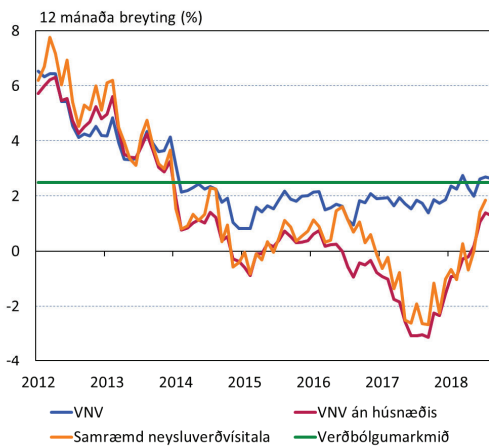


1. Vinnulitlir er starfsfólk í hlutastarfi sem vill vinna meira. Árstíðarleiðréttar tölur. 2. Fjöldi starfa skv. VMK eru ársfjórðungsleg meðaltöl mánaðarlegra gagna. Fjöldi starfa skv. staðgreiðsluskrá byggir á gögnum um 16-74 ára einstaklinga sem höfðu einhverjar tekjur af atvinnu sem gert er grein fyrir í uppgjöri ríkisskattstjóra um staðgreidda skatta, þ.á m. þeir sem voru í fæðingarorlofi frá vinnu og þeir sem eru með reiknað endurgjald. 3. Visitala nýtingar framleiðsluþátta (NF-visitaleyni) er fyrsti frumþáttur valinna visbendinga um nýtingu framleiðsluþátta sem er skalaður til svo meðaltal hans er 0 og staðalfrávik 1 (sjá rammagrein 3 í *Peningamálium* 2018/2). Atvinnuleysi er árstíðarleiðrétt.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

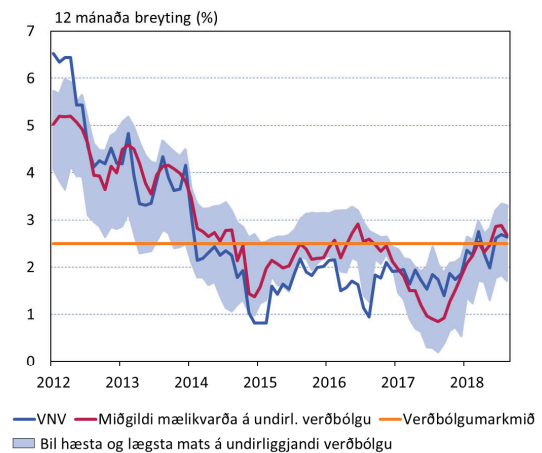
Aukin verðbólga en við markmið á flesta mælikvarða

- Verðbólga var 2,3% á Q2 en var komin í 2,6% í ágúst ... hefur heldur aukist undanfarið – sérstaklega án húsnæðis ... og mismunur á verðbólgu með og án húsnæðis hefur minnkað mikið
- Undirliggjandi verðbólga hefur einnig aukist: miðgildi mælikvarða 2,7% í ágúst en var 0,8% fyrir ári

Verðbólga á ýmsa mælikvarða
Janúar 2012 - ágúst 2018



Mæld og undirliggjandi verðbólga¹
Janúar 2012 - ágúst 2018

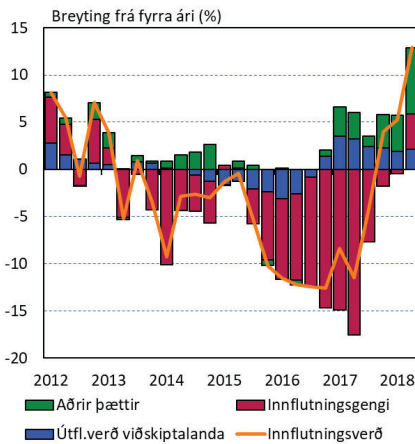


1. Undirliggjandi verðbólga er mæld með kjarnavísitölu (áhrif óbeinna skatta, sveiflukenndra matvörulíða, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakstnaðar húsnæðislána eru undanskilin) og tölfraðilegum mælikvörðum (vegjið miðgildi, klippt meðaltal, kvíkt þáttalíkan og sameiginlegur þáttur VNV).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Áhrif innfluttrar verðhjöðunar horfin

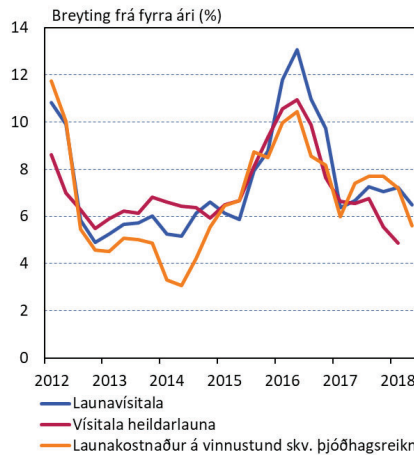
- Innflutningsverð tekið að hækka eftir því sem áhrif gengishækkunar fjara út og alþjóðleg verðbólga eykst (og álagning mögulega einnig að aukast) ... á móti vega minni hækkun launa og hjöðnun húsnæðisverðbólgu ...
- ... en innlendir verðbólguþrýstingur enn töluverður: árstaktur launa og húsnæðisverðs enn yfir 5%

Innflutningsverðlag og áhrifaþættir¹
1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2018

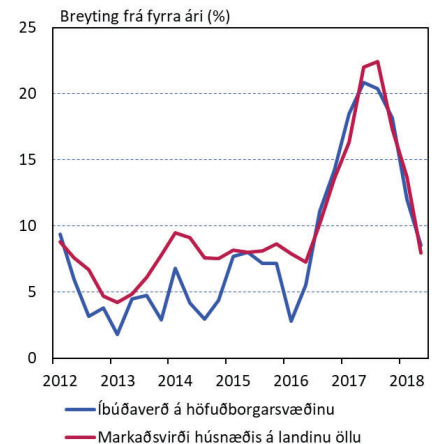


1. Útflutningsverð helstu viðskiptalanda er í erlendum gjaldmiðlum en innflutningsverð í íslenskum krónum. „Aðrir þættir“ eru mismunur hækkunar innflutningsverðs og samtölu hækkunar útflutningsverðs viðskiptalanda og gengisbreytinga. 2. Heildarlaun á greidda vinnustund út frá staðgreiðslugögnum frá ríkisskattstjóra og gögnum Hagstofunnar. Launakostnaður á vinnustund skv. þjóðhagsreikn. Ársfjórðungstölur eru fengnar með ECOTRIM með launavísitölu Hagstofunnar sem hliðsjónargögn. Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðskrá, Seðlabanki Íslands.

Laun²
1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2018



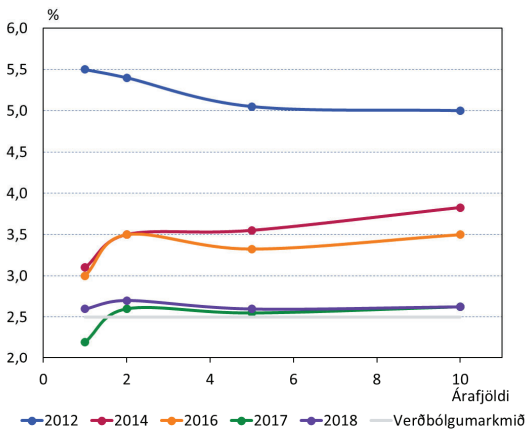
Húsnæðisverð
1. ársfj. 2012 - 2. ársfj. 2018



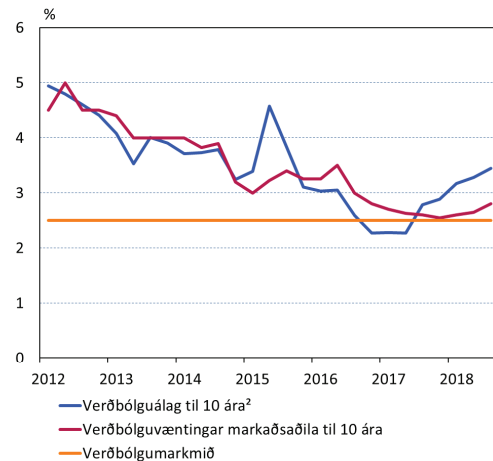
Verðbólguvæntingar teknar að hækka á ný

- Verðbólguvæntingar voru lengi vel töluvert yfir markmið bankans en tóku að lækka smám saman frá 2012 og voru komnar í samræmi við markmiðið er líða tók á 2016 og hafa haldist þar síðan ...
- ... en svo virðist sem þær séu að hækka á ný: vísending um að kjölfesta þeirra í markmiðinu sé að losna aftur?

Verðbólguvæntingar til 1-10 ára¹
Mælingar á 2. ársfj. hvers árs



Langtíma-verðbólguvæntingar
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2018

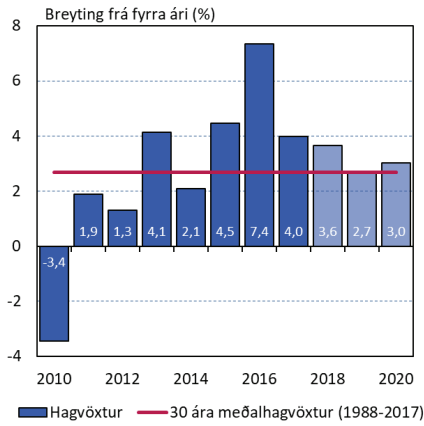


1. Verðbólguvæntingar til 1, 2, 5 og 10 ára út frá könnun meðal markaðsaðila. 2. Talan fyrir 3. ársfjórðung 2018 er meðaltal það sem af er fjórðungnum. Heimild: Seðlabanki Íslands.

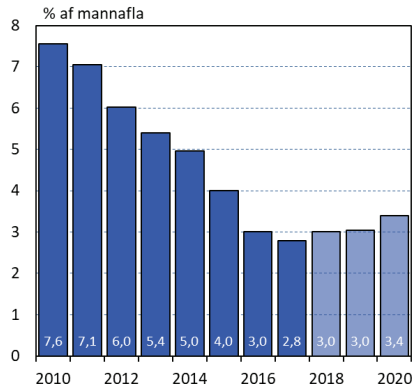
Efnahagshorfur samkvæmt spá PM 2018/3

- Gert ráð fyrir 3,6% hagvexti í ár og að hann minnki áfram næstu 2 ár (spá gerð fyrir birtingu Q2 og endurskoðun fyrri talna)
- Atvinnuleysi verður að meðaltali 3% í ár en eykst síðan smám saman í langtímaþvægi
- Verðbólga talin aukast heldur er líður á árið og verði 2,7% á árinu öllu og haldist svipuð á næsta ári en þökist síðan í markmið

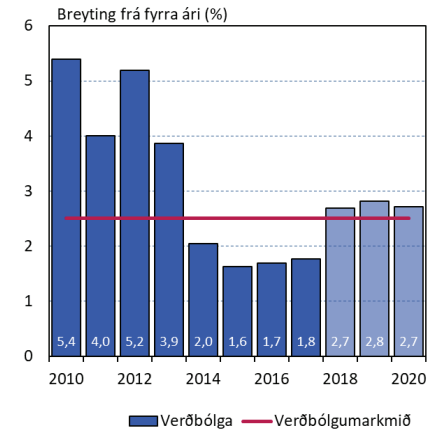
Hagvöxtur 2010-2020¹



Atvinnuleysi 2010-2020¹



Verðbólga 2010-2020¹



1. Ljósítar súlur sýna grunnsþá Peningamála 2018/3 fyrir 2018-2020.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

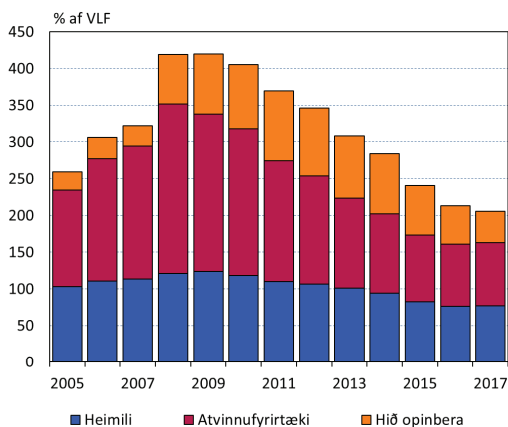
Félag atvinnurekenda

Viðnámspróttur þjóðarbúsins nú og fyrir 10 árum

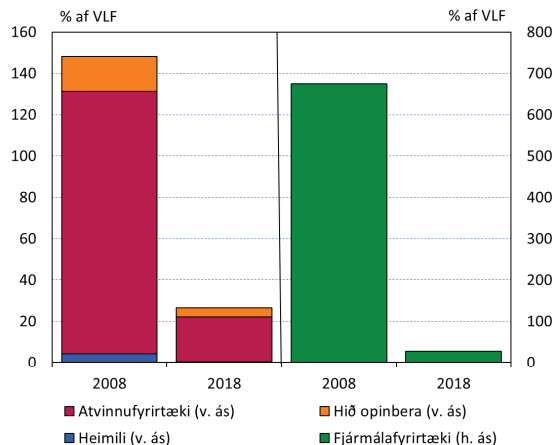
Mikil lækkun skulda – sérstaklega í erl. gjaldmiðlum

- Heimili og fyrirtæki voru orðin mjög skuldsett í aðdraganda fjármálakreppunnar og skuldir hins opinbera jukust mikið í kjölfar hennar ... en skuldir allra geira hafa lækkað mikið undanfarin ár og eru með því minnsta sem hafa mælst
- Skuldir í erlendum gjaldmiðlum voru einnig gríðarlegar í aðdraganda kreppunnar en eru mun minni nú

Skuldir heimila, fyrirtækja og hins opinbera 2005-2017¹



Skuldir í erlendum gjaldmiðlum²

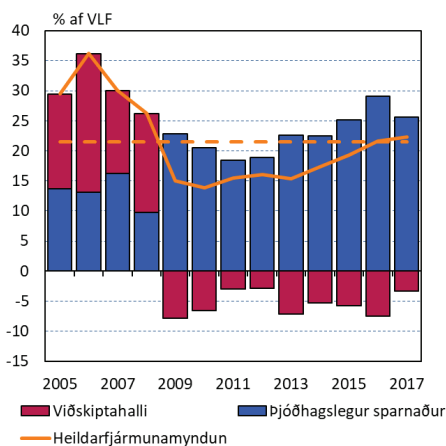


1. Skuldir við fjármálafyrirtæki og útgefin markaðsskuldabréf. Atvinnufyrirtæki án fjármálafyrirtækja (þar með talið eignarhaldsfélaga). 2. Skuldir í erlendum gjaldmiðlum eða tengdar erlendum gjaldmiðlum. Atvinnufyrirtæki án fjármálafyrirtækja (þ.m.t. eignarhaldsfélaga). 2008 tölur eru tölur fyrir september 2008 hjá heimilum og fyrirtækjum en fyrir ágúst 2008 hjá hinu opinbera. 2018 tölur eru tölur fyrir mars 2018 hjá heimilum og fyrirtækjum en fyrir ágúst 2018 hjá hinu opinbera (árslokaáætlun *Peningamála* 2018/3 hjá sveitarfélögum).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

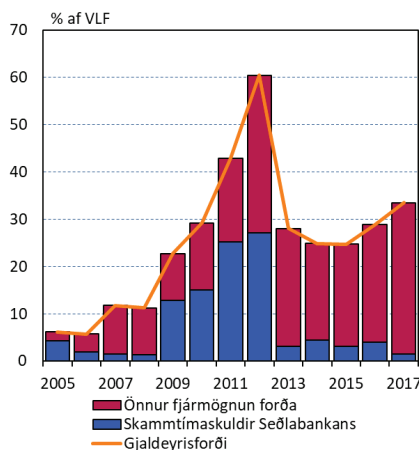
Efnahagsreikningur þjóðarinnar tekið stakkaskiptum

- Þjóðhagslegur sparnaður nógu mikill til að fjármagna innlend fjárfestingarumsvif og gott betur – ólíkt því sem var fyrir 10 árum
- Gjaldeyrisforðinn var mjög líttill í aðdraganda kreppunnar en er orðinn mun stærri nú ...
- ... og nú er Ísland í fyrsta sinn orðið hreinn lánveitandi gagnvart útlöndum

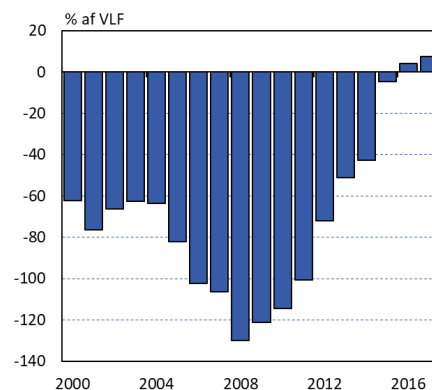
Fjárfesting, sparnaður og viðskiptajöfnuður 2005-2017¹



Gjaldeyrisforði og fjármögnun hans 2005-2017²



Hrein erlend staða 2000-2017³

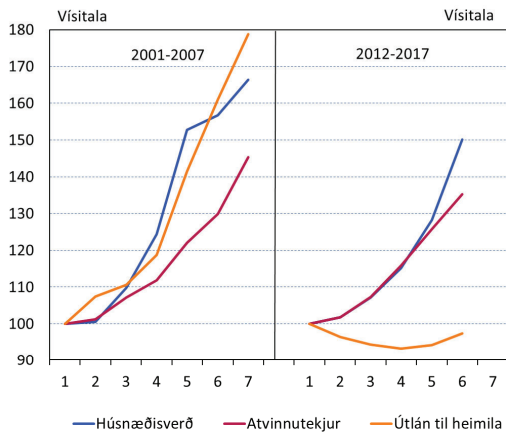


1. Rekstrarframlög talin með frumþáttækjum. Viðskiptajöfnuður án áhrifa fallinna fjármálafyrirtækja 2008-2015 og lyfjafyrirtækisins Actavis 2009-2012 á jöfnuð frumþáttækna. Einnig hefur verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálþjónustu (FISIM) fallinna fjármálafyrirtækja. Undirliggjandi þjóðhagslegur sparnaður 2008-2015 þar sem byggt er á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði. Brotalína sýnir 25 ára meðaltal fjárfestingarhlutfallsins (1993-2017).
2. Skammtímaskuldir eru gjaldreyrslán, verðbréf og innstæður. 3. Undirliggjandi hrein erlend staða 2008-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

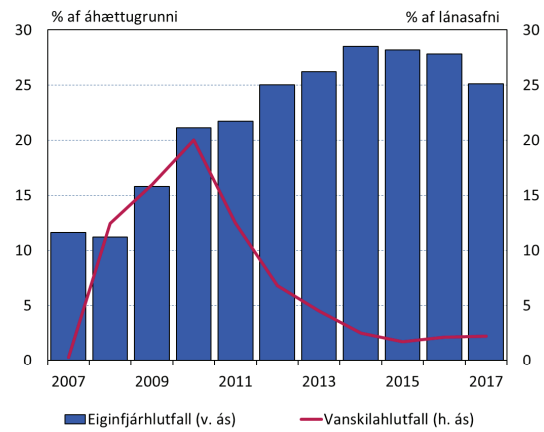
Húsnæðisverð og bankakerfið nú og síðast

- Grundvöllur núverandi hækkunarfasa húsnæðisverðs er allt annar en síðast: nú drifinn áfram af mikilli hækkun tekna frekar en mikilli skuldsetningu
- Vanskil í bankakerfinu hafa minnkað mikið og eiginfjárstaða bankanna er mjög sterk

Húsnæðisverð, tekjur og útlán í tveimur húsnæðisverðsuppsveiflum¹



Eiginfjár- og vanskilahlutfall viðskiptabanka 2007-2017²



1. Húsnæðisverð í hlutfalli við almennt verðlag, kaupmáttur atvinnutekna (ráðstöfunartekna utan fjármagnstekna) eftir skatt og útlán til heimila á föstu verði (leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda frá 2009). Sínd eru tvö hækkunarskeið húsnæðisverðs þar sem fyrsta ár tímabilsins (ár 1) er sett jafnt 100. 2. Eiginfjárlutfall fyrir samstæður stærstu viðskiptabankanna. Tölur fyrir 2008 byggja á stofnefnahag endurreistu bankanna sem ákvarðaður var með samningum við kröfuhafa 2009. Vanskilahlutfall fyrir heimili og fyrirtæki sem hlutfall af brúttó lánasafni án niðurfærslna. Tölur fyrir 2007 eru áætlaðar út frá ársreikningum föllnu bankanna og fyrir 2008 út frá áætlun Seðlabankans.
Heimildir: Fjármálaeftirlitið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Monetary Policy and Financial Stability

Lecture for EMBA students



Rannveig Sigurðardóttir
Deputy Governor Central Bank of Iceland

Reykjavík University
12 October 2018

Roadmap for presentation



1

• The Central Bank; objectives by law and staffing

2

• Monetary policy; mandate, governance, implementation and performance

3

• Financial stability; macroprudential framework and tools

4

• Recent and future decisions

The Central Bank of Iceland

The Central Bank of Iceland

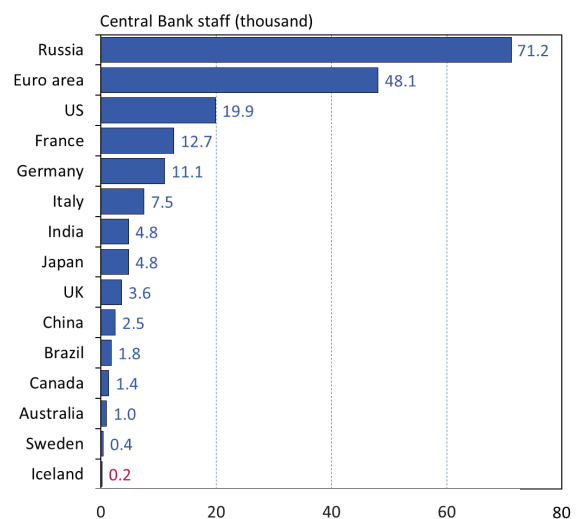
The Bank

- Established in its current form in 1961

Its staff

- Its staff level of 180 makes it one of the smallest central banks in the world ...

Central Bank staff



The Central Bank of Iceland

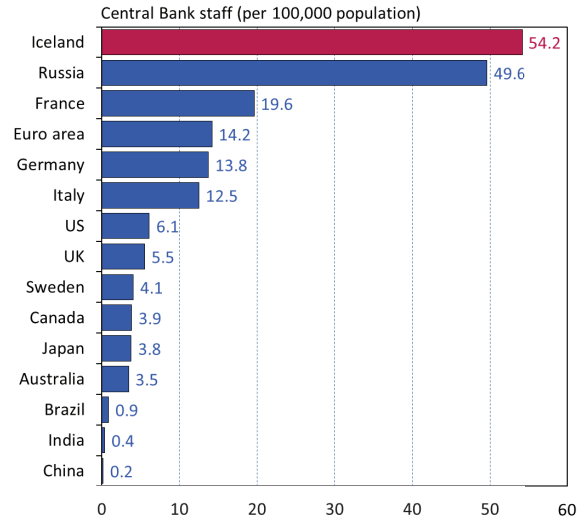
The Bank

- Established in its current form in 1961

Its staff

- Its staff level of 180 makes it one of the smallest central banks in the world ...
- ... but not per capita

Central Bank staff



Objectives and tasks according to law

The principal objective of the CBI

- is to promote price stability (2001)
- It shall also promote the implementation of the Government's economic policy **as long as it does not consider this inconsistent** with its main objective of price stability

It shall also promote financial stability (2013)

And undertake standard central banking tasks

- promote an efficient and safe financial system
- including payment systems domestically and with foreign countries
- maintain international reserves

Monetary policy

Mandate and governance

The inflation target



Formal inflation target adopted in March 2001

Agreement between the Government and the CBI

CBI given full independence to apply its instruments to achieve its inflation target

Price stability defined as a 2½% rise in the consumer price index (CPI) over a twelve-month period

Keep inflation as close to the target as possible, on average

- Deviation by more than 1½ percentage points in either direction, the Bank must submit a public report to the Government

The Monetary Policy Committee

Monetary Policy Committee

- Five member MPC with two external members
- Individual responsibility
- Majority voting

Accountability - transparency

- Minutes
- Submit reports to Althingi
- Parliamentary hearings

Monetary policy instruments

- Decisions on interest rates
- Transactions with credit institutions
- Reserve requirements
- Foreign exchange market transactions

MPC decisions based on

- Bank's objectives
- A thorough assessment of the current situation of and outlook for the economy and monetary issues and financial stability

Inflation targeting plus

More flexible inflation targeting

Managed rather than free floating ISK

Greater focus on

- financial system,
- capital flows, and
- BoP vulnerabilities

Expansion of the toolkit

FX interventions

Capital flows management

Macroprudential tools

FX intervention can be an important auxiliary tool for monetary policy

Temporary factors
2014-2017

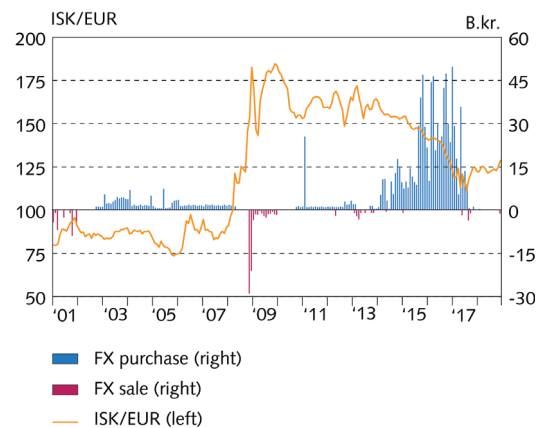
- Build up the Bank's foreign exchange reserves
- Lean against appreciation of the króna before capital account liberalisation

Main objective of FX interventions

- Reduce short-term exchange rate fluctuations

EUR/ISK exchange rate and Central Bank transactions in the foreign exchange market

January 2001 - October 2018



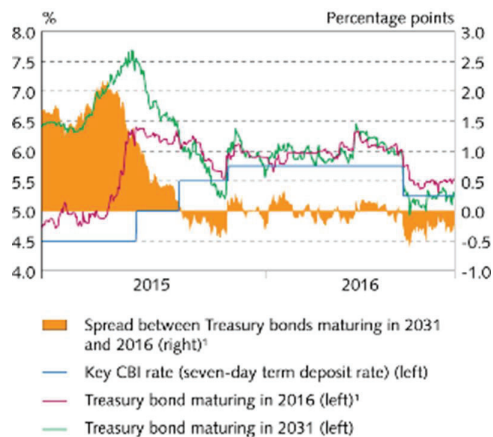
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Capital flow management measure

- Promote more effective monetary policy transmission
- Impede the build-up of systemic risks

Key Central Bank rate and nominal Treasury bond yields

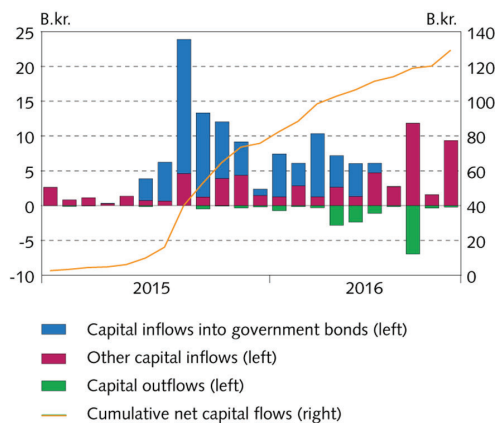
Daily data 2 January 2015 - 11 November 2016



1. From 14 April 2016, Treasury bond maturing in 2017 instead of 2016.
Source: Central Bank of Iceland.

Capital flows

January 2015 - October 2016



Source: Central Bank of Iceland.

Monetary policy

Implementation

Monetary policy instruments

The principal monetary policy instrument is the Bank's interest rates on transactions with credit institutions

Other policy instruments

- Decisions on minimum reserve requirements
- Intervention in the foreign exchange market
- Special reserve requirements on capital inflows

Eligible for access to Central Bank facilities

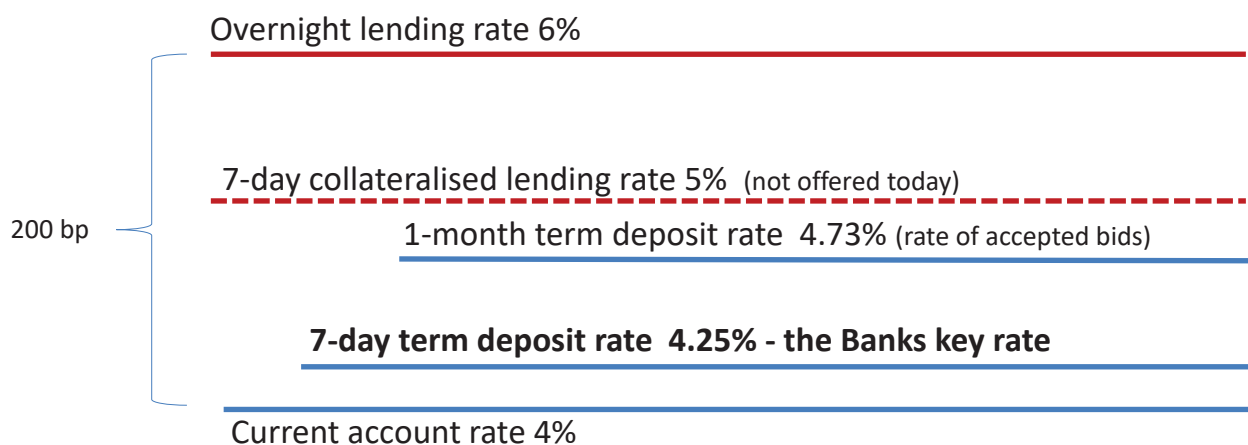
- Commercial banks, savings banks, and diverse credit institutions

Primary instruments eligible as collateral

- Securities issued in Icelandic krónur by the Republic of Iceland

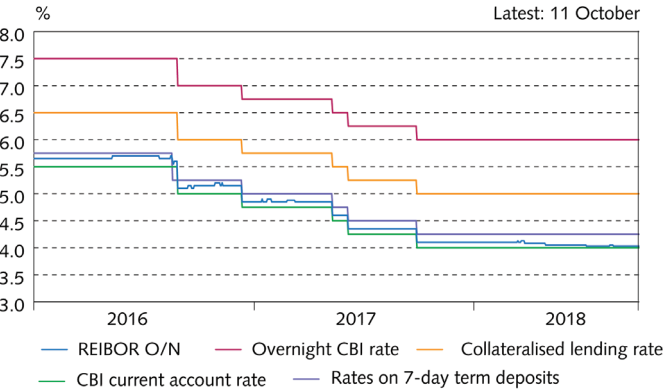
The interest rate corridor

- The key Central Bank interest rate – i.e., the rate that is most important in determining short-term market rates – may vary from time to time
- As a general rule, the Bank does not offer its counterparties deposits and loan facilities at the same time
- Deposit rates are the key rates when the system is rich in krónur – while lending rates bite the most when the system is short in krónur



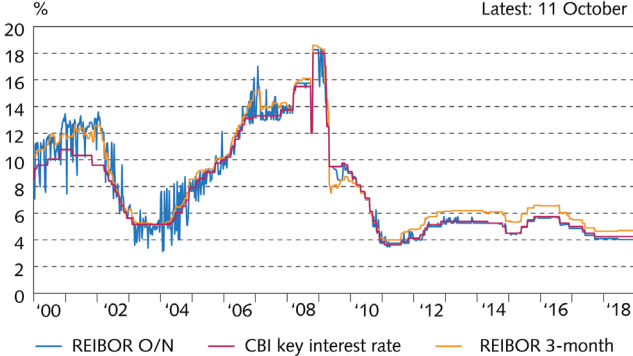
Money market interest rates

Central Bank of Iceland and short-term market interest rates



Source: Central Bank of Iceland.

Central Bank key interest rate and money market interest rates



Until April 2009, the Bank's effective policy rate was the seven-day collateralised lending rate, and from April to September 2009 it was the current account rate. From September 2009 to May 2014, the effective policy rate was the average of the current account rate and the maximum rate on 28-day CDs. From May 2014, the effective rate is the Bank's seven day term deposit rate. Weekly data.
Source: Central Bank of Iceland.

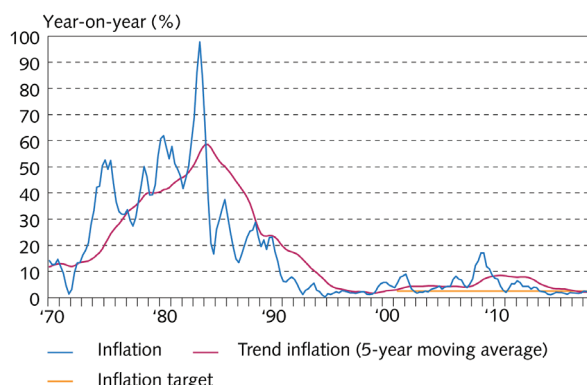
Monetary policy

Performance

Average inflation since 2001 - 4.8%

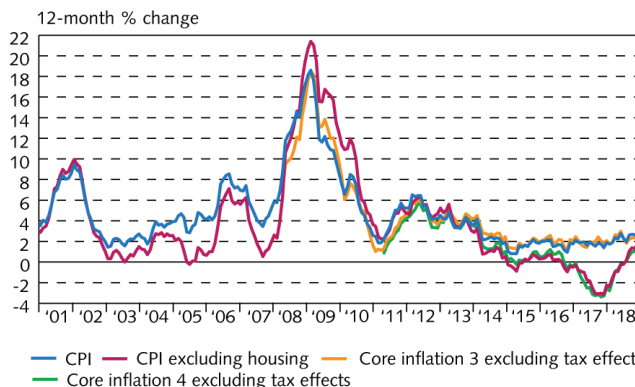
- Inflation more than 1 percentage points above target for roughly 60% of the period
- Inflation more than 2 percentage points from target in nearly 40% of instances

Inflation in Iceland 1970-2018



Sources: Statistics Iceland, Central bank of Iceland, Petursson (2018).

Inflation: various measures



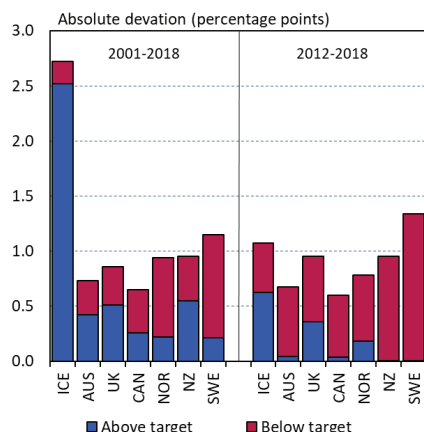
Core index 4 is the consumer price index excluding prices of agricultural products, petrol, public services and owner-equivalent rent. Monthly data.
Source: Statistics Iceland.

Note: Inflation is measured as the year-on-year change in the headline consumer price index. The shaded area shows the 5-year ± 1 standard deviation of inflation. Data for 1970Q1-2018Q2.

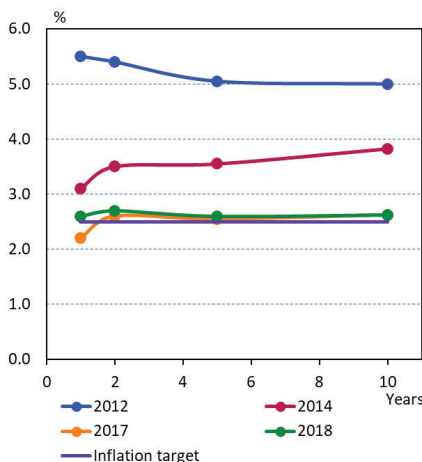
Sources: Central Bank of Iceland, Statistics Iceland, author's calculations.

Less frequent target misses, better anchored inflation expectations, and increased real stability

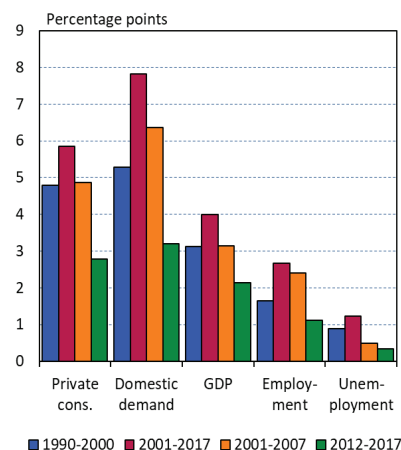
Average deviation from inflation target¹
Q1/2001 - Q2/2018



One- to ten-year inflation expectations²
Observations for Q2 in 2012, 2014, 2017, and 2018



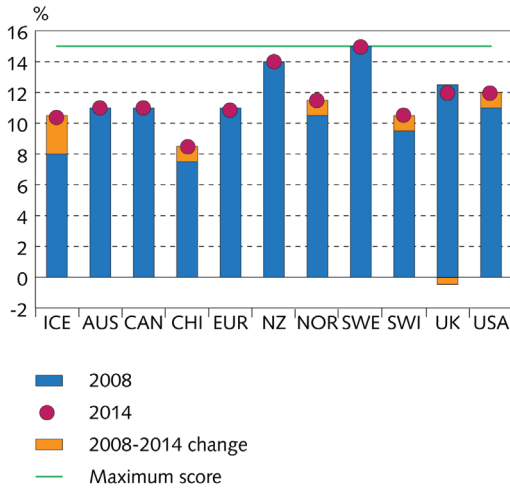
Volatility of key macro variables in different periods²



1. Average absolute deviation from inflation target (based on inflation target measure used by each country) and relative contribution of above- and below-target deviations. 2. 1-10 year inflation expectations from surveys among financial market participants. 3. Smoothed probability of being in a low-inflation regime based on an open economy, forward-looking Phillips curve, estimated with a two-regime Markov switching model. Sources: Central bank websites, OECD, Statistics Iceland, Central Bank of Iceland, Thórarinn G. Pétursson (2018), "Disinflation and improved anchoring of long-term inflation expectations: The Icelandic experience", Central Bank of Iceland Working Paper no. 77.

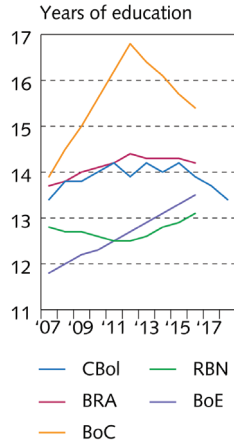
Greater transparency of monetary policy

Central bank transparency: Iceland and 10 other inflation-targeting central banks

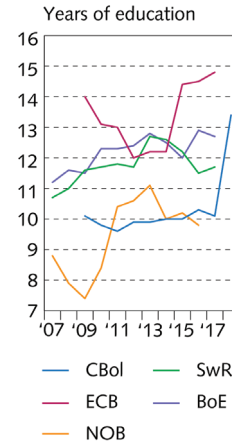


Source: Dincer and Eichengreen (2014).

Reading grade level of inflation report



Reading grade level of minutes



Sources: Qvigstad and Schei (2018), Haldane (2017), Pétursson (2018).

Financial stability

Macroprudential framework and tools

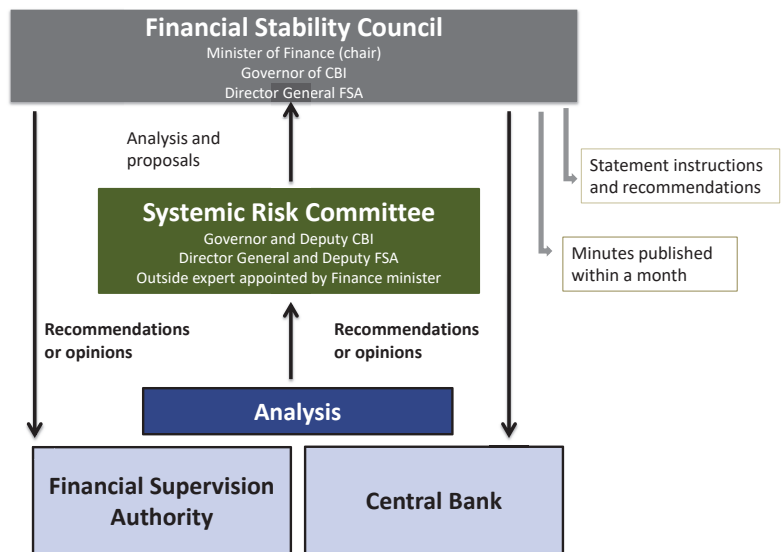
Macroprudential framework

Macroprudential policy

- system-wide supervision overseeing the financial system as a whole
- and the interactions between the units it comprises
- and the connections between the financial system and other parts of the economy

Formal cooperation between

- Central bank of Iceland
- Financial Supervision Authority
- Ministry of Finance and Economic Affairs



Macroprudential toolkit

Capital buffers have all been activated

- Countercyclical buffer: 1.25% (1.75% May 2019) (FSA after FSC recommendation)
- Systemic risk buffer: 3%/2% (FSA after FSC recommendation)
- Capital buffer on systemically important institutions: 2% (FSA after FSC recommendation)

Borrower based measures

- Loan to value LTV (FSA after FSC opinion)
- Debt service to income DSTI (FSA after FSC opinion)
- Restrictions on lending in foreign currencies (CB after FSC opinion)

Other tools

- Net open position in FX, LCR (Liquidity Coverage Ratio) in FX, NSFR (Net Stable Funding Ratio) in FX (CB)
- Capital Flow Management tool (CB by approval from Minister of Finance and Economic Affairs)

Capital buffers in action

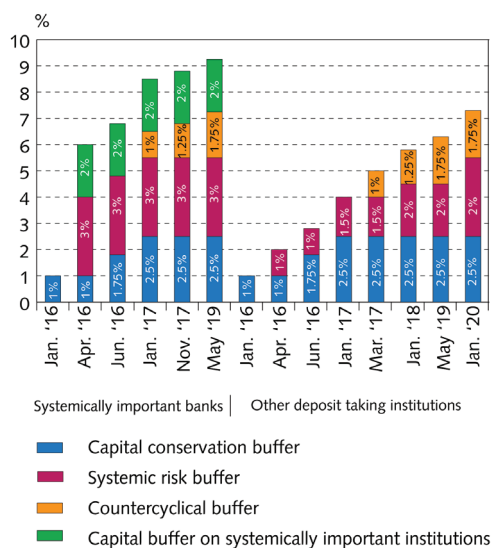
Capital buffers are intended

- Financial institutions must hold additional capital to other minimum capital requirements (8%)
- and a bank specific buffer set by FSA (3.2-4.9%)
- Capital buffers are intended to counter systemic risk and mitigate the impact of financial cycles on the real economy

Four capital buffers

- Capital conservation buffer
- Systemic risk buffer
- Countercyclical capital buffer
- Capital buffer for systemically important institutions

The introduction of capital buffers in Iceland



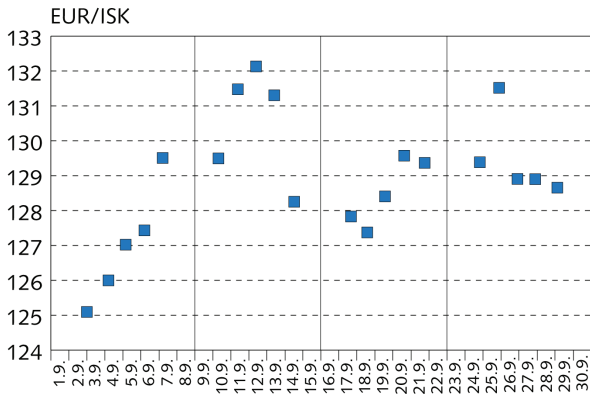
Source: Central Bank of Iceland.

Recent and future decisions

FX-intervention

What would you have done on 11 September?

Official exchange rate of the króna
3 September - 28 September



Source: Central Bank of Iceland.

Iceland's interbank market for foreign exchange
10 September - 14 September



Source: Central Bank of Iceland.

Key Risk Factors – Financial stability report 2018/1

- Risk in the financial system is still within moderate limits
- Signs of increasing risk appetite
- Residential real estate market: Although the pace has somewhat eased, real house prices are still at historical highs and households' housing debt continues to rise
- Commercial real estate market: Real prices are high in historical context and have risen well in excess of other economic indicators
- Tourism: As growth eases more uncertainty arises regarding possible overinvestment in the sector
- Risk attached to developments in tourism is closely connected to a disruption in the housing market
- Icelandic households' and businesses' financial position is still strong, and the banks are strong
- Monitoring risk arising from a renewal of core infrastructure elements in the financial system and the ability to defend against cyberattacks

Key risks

Current situation and changes from 2017/2

Real estate market



Tourism

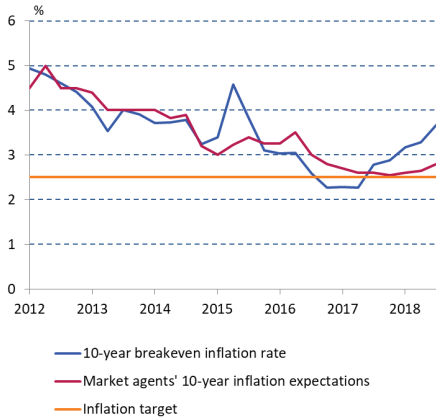


Possible systemic risk

Imminent systemic risk

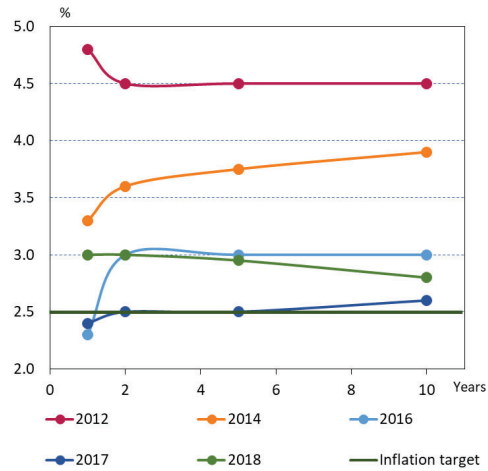
Inflation expectations – properly anchored?

Long-term inflation expectations
Q1/2012 - Q3/2018



Source: Central Bank of Iceland.

One- to ten-year inflation expectations¹
Q3-measures each year

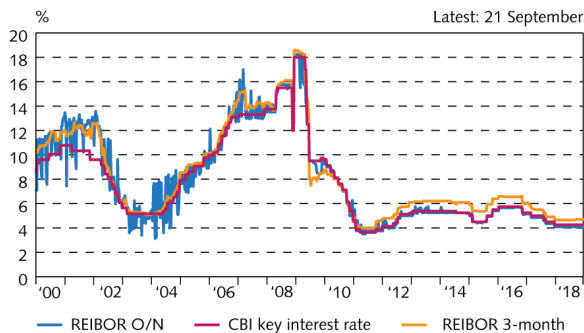


1. Inflation expectations 1, 2, 5, and 10 years ahead from market survey responses.

Source: Central Bank of Iceland.

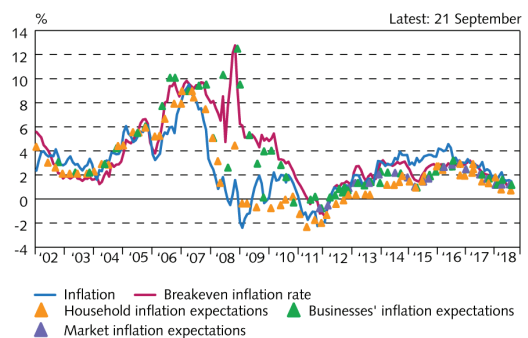
Unchanged CBI rates since October 2017 - but the Bank's real rate has fallen by 0.7 percentage points

Central Bank key interest rate
and money market interest rates



Until April 2009, the Bank's effective policy rate was the seven-day collateralised lending rate, and from April to September 2009 it was the current account rate. From September 2009 to May 2014, the effective policy rate was the average of the current account rate and the maximum rate on 28-day CDs. From May 2014, the effective rate is the Bank's seven day term deposit rate. Weekly data.
Source: Central Bank of Iceland.

Central Bank of Iceland real interest rates



According to 12-month inflation and 1-year inflation expectations. Real interest rates according to breakeven inflation rate on Treasury notes are calculated based on Treasury note (RIKB 13 0517) and Treasury bond (RIKS 15 1001) yields until June 2004, and on the difference between the nominal and indexed yield curves onwards (monthly average). Until April 2009, the Bank's effective policy rate was the seven-day collateralised lending rate, and from April to September 2009 it was the current account rate. From September 2009 to May 2014, the effective policy rate was the average of the current account rate and the maximum rate on 28-day CDs. From May 2014, the effective rate is the Bank's seven day term deposit rate. Monthly data.
Sources: Gallup, Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

Further reading



Special Publications:

- Monetary policy based on inflation targeting: Iceland's experience since 2001 and post-crisis changes (no 11)
- Financial stability: the role of the Central Bank of Iceland (no 8)
- Prudential rules following capital controls (no 6)
- Monetary policy in Iceland after capital controls (no 4)



MB



FS



Economy of Iceland



Economic Indicators



Tweet



Power Point charts



Excel-data



Breyting á reglum um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris

Lækkun á bindingarhlutfalli úr 40% í 20%

Reglum nr. 490/2016, um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris, hefur verið breytt með reglum nr. 963/2018, sbr. [tilkynningu á vef Stjórnartíðinda](#), sem settar eru að fengnu samþykki fjármála- og efnahagsráðherra og að undangenginni kynningu í peningastefnunefnd og kerfisáhættunefnd. Breytingarnar fela í sér lækkun á bindingarhlutfalli reglnanna úr 40% í 20%.

Hin sérstaka bindingarskylda á fjármagnsinnstreymi á skuldabréfamarkað og í hávaxtainnstæður var sett á í júní 2016 með það að markmiði að tempra og hafa áhrif á samsetningu innstreymis erlends fjármagns á innlendan skuldabréfamarkað og hávaxtainnstæður og til að styrkja miðlunarferli peningastefnunnar. Nú hafa myndast aðstæður til að lækka bindingarhlutfallið með minni vaxtamun gagnvart útlöndum og lægra gengi krónunnar.

Rétt er að vekja athygli á því að framangreindar breytingar leiða einnig til lækkunar á bindingarfjárhæð sem þegar er á bindingarskyldum reikningum og geta fjárfestar sem eru með bundið fé óskað eftir útgreiðslu sem nemur mismuninum á endurreiknaðri bindingarfjárhæð.

Nánari upplýsingar um breytinguna veitir Már Guðmundsson seðlabankastjóri á kynningarfundum um ákvörðun peningastefnunefndar kl. 10:00 miðvikudaginn 7. nóvember næstkomandi.

[Reglur nr. 490/2016, um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris, uppfærðar,](#)

Frétt nr. 14/2018
2. nóvember 2018



Umskipti

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri. Peningamálafundur Viðskiptaráðs, haldinn á Hilton Nordica 8. nóvember 2018.

Fundarstjóri, góðir fundargestir.

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

Við göngum nú í gegnum umskipti í efnahagsmálum þar sem mikill uppgangur samfara verðbólgu undir markmiði lætur undan síga fyrir hægari vexti og auknum verðbólguþrýstingi.

Að baki velgengi síðustu ára bjó annars vegar mikill bati í ytri skilyrðum þjóðarþúsins, sem birtist hvað skýrast í bættum viðskiptakjörum og miklum vexti í komum erlendra ferðamanna til landsins, og hins vegar hagstjórn sem heppnaðist vel í sögulegu samhengi með tilliti til þess að halda verðbólgu í skefjum og tryggja að gengi krónunnar virkaði til sveiflujöfnunar en ekki til sveiflumögnunar eins og stundum áður í okkar sögu.

Peningastefnan náði árangri við færa verðbólgu og síðar verðbólguvæntingar í markmið á árunum eftir 2012 án fórnarkostnaðar í atvinnustiginu. Gjalddeyrisinngrip, fjármagnshöft og síðar sérstök bindiskylda á fjármagnsinnflæði á skuldabréfamarkað og í hávaxtainnstæður vorðu gengið fyrir áhrifum sveiflukenndra fjármagnshreyfinga og það gat því þróast meira óáreitt í samræmi við undirliggjandi efnahagsaðstæður. Kostir sveigjanlegs genis nutu því sín en ókostirnir voru mildaðir.

Þetta var þó ekki einföld sigling því þó að ljóst væri að jafnvægisgengið hefði hækkað er alltaf töluverð óvissa um hvað það er á hverjum tíma og hættan á ofrisi þess var raunveruleg. Hún kann að hafa raungerst í einhverjum mæli en án beitingar ofangreindra tækja er hætt við að það hefði orðið í mun meiri mæli með tilheyrandi áhættu á snarpari leiðréttingu síðar, sem hefði getað orðið skeinuhætt fyrir efnahagssumsvif og fjármálaalegan stöðugleika.

Umskiptin í efnahagsmálum nú eiga rætur að rekja til þess að viðsnúningur hefur orðið í sumum þeim þáttum sem stuðluðu að velgenginni. Alþjóðlegt

efnahagsástand er okkur ekki eins hagstætt. Viðskiptakjörin eru að versna í stað þess að batna. Mjög hefur hefur dregið úr aukningu á komum erlendra ferðamanna til landsins. Afleiðingin er að það dregur umtalsvert úr vexti útflutningstekna okkar í ár og á næstu árum frá því sem hann var síðustu þrjú árin. Það þýðir að hagvöxturinn verður minni og einnig aukningin í rauntekjum okkar sem þjóðar, hvað sem við kunnum að ákveða um aukningu nafntekna í kjarasamningum eða skiptingu þeirra okkar á milli. Þetta þýðir líka að jafnvægisgengi krónunnar hefur líklega lækkað upp á síðkastið og það kann að vera hluti af skýringunni á lækkun krónunnar að undanfögnu.

Verri ytri skilyrði þjóðarbúsins eru auðvitað ekki góð tíðindi en setja þarf þá þróun í samhengi við það hversu mikið þau hafa batnað á síðustu árum. Á heildina lítið eru þessi umskipti þó að ýmsu leyti jákvæð. Vöxtur undanfarinna ára gat ekki staðið til lengdar og reyndi á þanþolið í þjóðarbúskapnum.

Samkvæmt spá Seðlabankans sem birtist í gær verður lendingin mjúk. Hagvöxtur næstu þrjú árin verður 2,6% sem er nálægt því sem vænta má að þjóðarbúið geti vaxið að jafnaði án þess að flytja inn vinnuafli í stórum stíl. Spenna slaknar smám saman og er horfin í lok spátímans sem er árið 2021. Það er nánast full atvinna allan tímann og kaupmáttur heldur áfram að aukast. Verðbólgan fer upp fyrir markmið á næsta ári en er síðan við markmið út spátímabilið, m.a. vegna þess að það er innbyggt í spána að vextir hækki þegar verðbólga fer upp.

Sumir myndu kannski segja að þetta sé of gott til að vera satt. Það kann auðvitað að reynast svo en þá yrði það vegna þess að þekkt eða óþekkt áhætta raungerðist sem ekki er gengið út frá í spánni að gerði það.

Það er svo margt sem gæti gerst. Það gætu orðið mistök í hagstjórninni, t.d. ef raunvextir Seðlabankans lækka umfram það sem innstæða er fyrir eða ef sams konar örvun verður í gegnum ríkisfjármál. Þá mun spennan viðhaldast lengur og verðbólga verða meiri. Þegar leiðréttingin svo kemur gæti hún orðið snarpari og neikvæð áhrif á hagvöxt meiri.

Það geta orðið undirskot eða yfirskot á mörkuðum sem setja okkur af brautinni, alla vega um hríð. Það gætu komið áföll utan frá, t.d. vegna viðskiptastríðs eða frekari hækkunar olíuverðs, en í nýbirtum Peningamálum eru einmitt kynnt til sögunnar fráviksdæmi sem lúta að þessu. Svo gætu kjarasamningar farið úr böndunum með þeim hætti að launahækkunar yfir alla línuna yrðu langt umfram það sem er gert ráð fyrir í spá bankans, sem þó er töluvert. Verðbólguhorfur myndu þá versna sem myndi kalla á hækkun vaxta. Hagvöxtur yrði þá minni í framhaldinu sem gæti jafnvel endað í samdrætti.

En óvissa er alltaf í einhverjum mæli í báðar áttir og auðvitað geta okkur hlotnast búhnykkir sem gera myndina betri. En við þessar aðstæður er líklegt að áhættan sé meiri niður á við en upp á við varðandi hagvöxt.

Þá er það mikilvægt að við höfum væntanlega sjaldan eða aldrei verið betur undir það búin að takast á við óvænt áföll. Við eigum meira en við skuldum í útlöndum. Við erum með einn stærsta gjaldeyrisforða í sögu okkar og hann er nánast alfarið fjármagnaður innanlands. Skuldir heimila, fyrirtækja og hins opinbera hafa

lækkað mikið á undanförunum árum í hlutfalli við tekjur. Bankarnir standa sterkt með há eiginfjárlutföll og umtalsvert laust fé og nýbirt áfallspróf Seðlabankans bendir til að þeir myndu standa af sér miklu meiri áföll en nú myndu teljast sennileg. Öfugt við ýmis önnur þróuð lönd erum við með mikið svigrúm fyrir hagstjórnina til að bregðast við áföllum þar sem seðlabankavextir eru langt frá núlli og hið opinbera með afgang og tiltölulega góða skuldastöðu. Þá er gengi krónunnar enn sterkt þó að það hafi lækkað að undanförunu en ætla má að raungengið sé nú á svipuðum stað og það var síðla sumars 2016.

Samantekið þá má segja að staða okkar sé enn fremur góð og ekkert hefur enn gerst sem gefur tilefni til mikillar svartsýni.

Í gær var tilkynnt um hækkun meginvaxta Seðlabankans um 0,25 prósentur í 4,5%. Sú hækkun var ákveðin með tilliti til ástands og horfa í efnahagsmálum, m.a. eins og þær birtast í nýrri spá bankans, og þeirrar umtalsverðu lækkunar sem orðið hafði á raunvöxtum bankans síðustu mánuði vegna hækkunar verðbólgu og verðbólguvæntinga. Eitt af því sem peningastefnunefnd horfir til við mat á aðhaldsstigi peningastefnunnar eru raunvextir Seðlabankans miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntinga. Þeir eru sýndir á mynd 1. Hún sýnir að raunvextirnir voru rétt fyrir vaxtaákvörðunina komnir í 0,8%. Þeir voru lægri en á árinu 2013 þegar enn var slaki í þjóðarbúskapnum. Auðvitað hefur sá árangur sem náðst hefur við að styrkja festu langtímaverðbólguvæntinga við markmið - sem er annað orð yfir að auka trúverðugleika peningastefnunnar – gert það að verkum að hægt er, að öðru óbreyttu, að halda verðbólgu við markmið yfir lengri tímabil með lægri raunvöxtum en ella. Hæpið er hins vegar að tæplega 1% raunvextir dugi til í þjóðarbúi sem er við fulla atvinnu og rúmlega það, verðbólga er þegar yfir markmiði, spenna er enn til staðar og hagvöxtur er að nálgast jafnvægisvöxt að ofan.

Mynd 1



1. Fram til 21. maí 2014 er miðað við meðaltal innlánsvaxta og hámarksvaxta á innstæðubréfum með 28 daga binditíma sem meginvexti bankans en vexti 7 daga bundinna innlána frá þeim tíma. 2. Fram til febrúar 2012 er miðað við 12 mánaða verðbólgu, verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs, verðbólguvæntingar heimila til eins árs, verðbólguálag á fjármálamarkaði til eins árs og spá Seðlabankans um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga. Frá mars 2012 er einnig miðað við verðbólguvæntingar markaðsaðila til eins árs samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans.
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Ekki er hægt að segja að vaxtahækkunin hafi komið markaðsaðilum á óvart. Samkvæmt könnun á væntingum markaðsaðila sem Seðlabankinn birti á mánudaginn þá bjuggust þeir flestir við því að vextir bankans yrðu hækkaðir um 0,25 prósentur fyrir áramót. Mikil aukning var frá því í ágúst á hlutdeild þeirra sem töldu taumhald peningastefnunnar of laust og fór hún í 40%. Viðskipti á skuldabréfamarkaði eftir breytinguna bentu ekki til þess að hún hefði komið á óvart.

Hækkunin hefur hins vegar verið gagnrýnd af sumum aðilum vinnumarkaðar og á vettvangi stjórnmalanna. Bendir það til þess að við í peningastefnunefnd höfum ekki staðið okkur nógu vel í að útskýra að stundum er betra að hækka vexti nú til að komast hjá því að þurfa að hækka þá mun meira síðar. Í ljósi umræðunnar tel ég ástæðu til að útskýra þetta betur.

Almennt er leitast við að hafa vexti Seðlabankans á hverjum tíma eins lága og mögulegt er en jafnframt eins háa og nauðsynlegt er. Það ræðst hins vegar af aðstæðum og er breytilegt frá einum tíma til annars hvað í þessu felst. Það hefur kostnað í för með sér fyrir almenning ef vextir Seðlabankans víkja frá þessu. Ef þeir eru hærri en nauðsyn krefur þá getur það leitt til þess að verðbólga fer undir markmið og hagvöxtur verður minni en hann gæti ella verið. Ef vextirnir eru lægri en þörf er á gæti verðbólga hins vegar farið úr böndum og efnahagslegur óstöðugleiki grafið um sig. Til að taka á því kann að þurfa að hækka vexti mun meira síðar. Það er því ekki kostnaðarlaust fyrir almenning ef vextir verða annað hvort of háir eða of lágir.

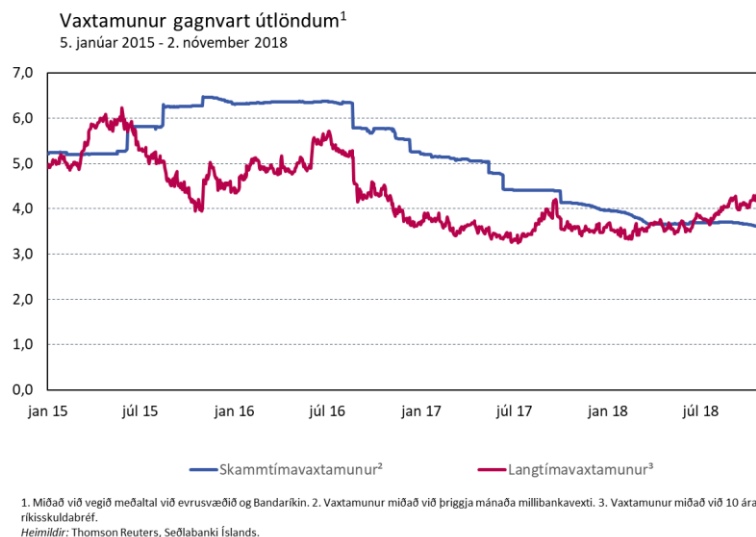
Í þessu sambandi má ekki gleyma að húsnæðislán heimilanna eru yfirleitt langtímalán og að meiri hluta til verðtryggt. Með því að halda verðbólgu við markmið til lengri tíma litið verða þessir vextir til lengdar lægri en ella, jafnvel þó svo það krefjist þess stundum að skammtímanafnvextir seðlabanka hækki. Vaxtahækkun í núinu sem er í samræmi við aðstæður stuðlar því að lægri vöxtum en ella þegar frá líður. Stundum gerist þetta mjög fljótt, þ.e. skammtímanafnvextir seðlabanka hækka og það verður til þess að lengri vextir lækka því vaxtahækkunin stuðlar strax að lægri verðbólguvæntingum. Um það eru ýmis dæmi um að vaxtahækkun seðlabanka leiði tiltölulega fljótt til lægri langtímaxaxta.

Í ræðu minni á þessum vettvangi fyrir tveimur árum sýndi ég að raunvextir hér á landi hafa, eins og á alþjóðavettvangi, lækkað verulega undanfarna tvo áratugi. Þar benti ég á að þessi þróun gæti haldið áfram hér á landi því lengur sem verðbólguvæntingar héldust við markmið, því lengur sem sparnaðarhneigð héldist há, því meira sem skuldir innlendra aðila lækkuðu og því lengur sem við varðveittum hreina eignastöðu gagnvart útlöndum. Það stendur enn.

Síðastliðinn föstudag var tilkynnt um lækkun á hinni sérstöku bindiskyldu á fjármagnsinnstreymi á skuldabréfamarkað og hávaxtainnstæður sem sett var á í júní 2016. Það var gert með hliðsjón af lækkun vaxtamunar og lægra gengi krónunnar. Það var í fullu samræmi við það sem Seðlabankinn hefur ítrekað sagt, þ.e. að forsendur til að lækka bindiskylduna yrðu að öðru jöfnu betri eftir því sem vaxtamunurinn yrði minni og gengið lægra.

Þegar bindiskyldan var lögð á í júní 2016 hafði fjármagnsinnstreymi á skuldabréfamarkað meira og minna stíflað miðlun peningastefnunnar eftir vaxtafarveginum og því komu áhrifin fyrst og fremst í gegnum hærra gengi. Í ljósi þess að ekki var búið að losa útflæðishöft á þessum tíma var talin hætta á að gengi krónunnar myndi ofríska með verulega neikvæðum áhrifum fyrir útflutnings- og samkeppnisgreinar. Auk þess var talið óheppilegt og í raun óeðlilegt að það myndu byggjast upp miklar vaxtamunarstöður á þessum tíma áður en þær sem komu inn fyrir hrun höfðu verið losaðar. Gengi krónunnar var líka að hækka og enn meira í framhaldinu vegna mikils innstreymis í gegnum viðskiptajöfnuð vegna gífurlegs vaxtar í komum erlendra ferðamanna. Það hafði auðvitað ruðningsáhrif á aðrar útflutnings- og samkeppnisgreinar. Ef til viðbótar hefði komið veruleg hækkun sem stafaði af fjármagnsinnstreymi vegna vaxtamunar hefði Ísland komist á hættulegri stað og hætta á snarpri leiðréttingu síðar meir hefði aukist með tilheyrandi áhrifum á efnahagslegan og fjármálalegan stöðugleika. Við nýlega lækkun á gengi krónunnar hefur þessi hætta minnkað verulega og má jafnvel færa fyrir því rök að áhættan sé um þessar mundir í hina áttina, þ.e. að of mikil svartsýni og sjálfuppfylltar væntingar um frekari lækkun krónunnar leiði til undirskots.

Mynd 2



Vaxtamunurinn er hins vegar enn verulegur eins og sést á mynd 2, sérstaklega langtímvaxtamunurinn sem hefur ekki lækkað nema um eina prósentu (og verulega minna ef leiðrétt er fyrir mismun skuldatryggingarálags). Það hefði því verið óvarlegt að lækka bindinguna nú í núll enda er líka á lítilli reynslu að byggja á varðandi áhrif breytinga á bindingu af þessu tagi.

Það breytir því ekki að markmiðið er að bindingin sé sem oftast engin. Við höfum sagt að þetta tæki eigi að vera í þriðju víglínu á eftir hefðbundinni hagstjórn (þ.m.t. gjaldeyrisinngrip) og venjulegum þjóðhagsvarúðartækjum. Það er ekki þar með sagt að þetta sé eitthvað neyðartæki enda þurfa þjóðir í neyð sjaldnast að hafa áhyggjur af of miklu sjálfviljugu fjármagnsinnstreymi.

Fjárstreymistækið felur ekki í sér höft í þeim skilningi að leggja beinar takmarkanir á, eða stöðva tilteknar fjármagnshreyfingar, eins og var raunin á tíma hinna eiginlegu fjármagnshafta. Það breytir hvötum til innstreymis og því meir sem sjóndeildarhringur fjárfesta er styttri. En því fylgir einhver kostnaður í ásýnd landsins og virkni markaða og ef hægt er að vera án hans þá er það betra.

Þessi niðurröðun á tækjum er í samræmi við afstöðu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Hins vegar hefur AGS talið að það eigi ekki að beita fjárstreymistæki sem þessu með fyrirbyggjandi hætti. Fyrir því eru reyndar ekki færð, að mínu mati, neitt sérstaklega sterk rök. Í því sambandi verður þó að hafa í huga að landaráðleggingar AGS varðandi fjárstreymistæki byggja á málamiðlun í stjórn AGS um svokallaða stofnanaskoðun í þessu máli. Sú málamiðlun var erfið og er kannski eitthvað brothætt og því má ekki breyta mikið út af textanum.

Þegar skýrsla starfsliðs AGS var tekin fyrir í stjórn AGS á síðasta ári fékk Ísland hins vegar mikinn stuðning við notkun tækisins. Ástæðan er líklega sú að margir sáu að það var ekki verið að nota það í stað viðeigandi venjubundinnar hagstjórnar (stofnanaskoðunin mælir á móti því) heldur þvert á móti til að gera hana mögulega.

AGS hefur ekki lögsögu í þessu máli hér á landi, sjóðurinn getur aðeins ráðlagt. Öðru máli gegnir um EES og OECD en þar erum við enn á almennri undanþágu frá óheftum fjármagnshreyfingum og ekki hefur enn reynt á hvort þær stofnanir munu líta á tækið sem form af þjóðhagsvarúð eða eiginleg fjármagnshöft.

Niðurstaðan af öllu þessu er að hér á landi þarf að móta sjálfstæða afstöðu til efnisins byggða á vandaðri greiningu og okkar eigin hagsmunum. Auk þess eru þessi mál í mikilli gerjun á alþjóðavettvangi um þessar mundir, m.a. í framhaldi af vitringaskýrslu sem G20 pantaði og lögð var fram í október sl., en þar er lagt til að AGS taki stofnanaskoðun sína til endurskoðunar og að hún verði sveigjanlegri með tilliti til notkunar fjárstreymistækja af því tagi sem við notum nú.

Ágætu gestir. Upphaflega ætlaði ég mér ekki að vera svona langorður um ástand og horfur í efnahagsmálum og framkvæmd peningastefnunnar um þessar mundir en umræða síðustu daga breytti því.

Ég ætlaði mér að fjalla einnig um aðrar breytingar sem til lengdar gætu skipt mun meira máli en það hvort vextir séu um þessar mundir einhverjum prósentubrotum hærra eða lægri. Þessar breytingar eru tvenns konar. Í fyrsta lagi þær sem gætu orðið í framhaldi af ávörðun ráðherranefndar nú í haust um að setja af stað vinnu til að bæta samspil peningastefnu og fjármálastöðugleikastefnu og styrkja umgjörð og skipulag þjóðhagsvarúðar og fjármálaeftirlits. Í öðru lagi eru það þær breytingar sem m.a. tækniþróun er að valda í greiðslumiðlun og sem t.d. hefur sett spurninguna um mögulega rafkrónu á dagskrá. Ég bind miklar vonir við þessar breytingar. En umræða um þær verður að bíða annars og betri tíma.

Frumvarp um breytingu á lögum - losun fjármagnshafta á aflandskrónueigendur og bindingarskylda á fjármagnsinnstreymi

Ríkisstjórnin samþykkti í morgun að leggja fram á Alþingi frumvarp fjármála- og efnahagsráðherra um breytingar á lögum nr. 37/2016, um meðferð krónueigna sem háðar eru sérstökum takmörkunum og lögum nr. 87/1992, um gjaldeyrismál.

Losun fjármagnshafta á aflandskrónueignir

Þær breytingarnar á lögum um meðferð krónueigna sem háðar eru sérstökum takmörkunum sem lagðar eru til í frumvarpinu fela í sér að aflandskrónueigendur geta losað aflandskrónueignir sínar að fullu með því að skipta þeim í gjaldeyri á álandsmarkaði eða eiga þær sem fullgildar álandskrónur þegar um samfelld eignarhald frá því fyrir fjármagnshöft er um að ræða. Verði frumvarpið að lögum munu breytingarnar fela í sér auknar heimildir til úttekta af reikningum sem háðir eru sérstökum takmörkunum. Þessar auknu heimildir eru þrennskonar. Í fyrsta lagi er um að ræða almenna heimild fyrir alla aflandskrónueigendur til að losa aflandskrónueignir til að kaupa erlendan gjaldeyri og flytja á reikning erlendis. Í öðru lagi er heimild fyrir aflandskrónueigendur, sem átt hafa aflandskrónueignir samfelld frá 28. nóvember 2008, til að losa aflandskrónueignir undan takmörkunum laganna. Í þriðja lagi er heimild fyrir einstaklinga til að taka út allt að 100 millj. kr. af reikningum háðum sérstökum takmörkunum. Þær breytingar sem hér eru lagðar til taka mið af því að ekki sé grafið undan virkni hinnar sérstöku bindingarskyldu á fjármagnsinnstreymi. Því þurfa þeir aflandskrónueigendur sem ekki hafa átt krónueignir í samfelldu eignarhaldi síðan fyrir tilkomu fjármagnshafta og hyggjast fjárfesta í íslenskum skuldabréfum að fara út í gegnum gjaldeyrismarkað og koma svo inn aftur og sæta þá bindingu. Ella væri verið að mismuna erlendum fjárfestum.

Lög um meðferð krónueigna sem háðar eru sérstökum takmörkunum tóku gildi í maí 2016. Lögin voru mikilvægur liður í áætlun stjórnvalda um losun fjármagnshafta. Þegar lögin tóku gildi var fyrirséð að þær takmarkanir sem lögin kváðu á um yrðu tímabundnar ráðstafanir og að stjórnvöld myndu aftur beina sjónum að losun fjármagnshafta á aflandskrónueignum þegar betra jafnvægi kæmist á eignasöfn innlendra aðila og aðstæður yrðu betri til losunar án of mikillar áhættu varðandi efnahagslegan og fjármálalegan stöðugleika. Stjórnvöld hafa unnið markvisst að því að leysa þann vanda sem felst í aflandskrónueignum við losun fjármagnshafta með ýmsum hætti og hefur heildarumfang aflandskrónueigna minnkað verulega, eða úr 319 ma.kr. í um 84 ma.kr. Efnahagslegar forsendur standa nú til þess að losa fjármagnshöft á aflandskrónueignum.

Breyting á framkvæmd bindingarskyldu á fjármagnsinnstreymi

Í frumvarpinu er jafnframt lögð til breyting á ákvæði til bráðabirgða III í lögum um gjaldeyrismál sem kveður á um heimild Seðlabanka Íslands til að grípa til bindingarskyldu á fjármagnsinnstreymi. Sú heimild var lögfest 2016 og var liður í áætlun stjórnvalda um losun fjármagnshafta. Breytingin sem lögð er til felur í sér

aukinn sveigjanleika á formi bindingar reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris en felur ekki í sér breytingu á bindingartíma eða bindingarhlutfalli.

Hingað til hefur þurft að uppfylla bindingarskyldu með því að leggja inn á bundinn reikning hjá innlánsstofnun. Þetta fyrirkomulag er talið hafa gert annars áhugasömum fjárfestum erfitt fyrir með að fjárfesta á Íslandi þar sem þeim er í einhverjum tilvikum óheimilt að fjárfesta ef ekki er hægt að losa fjárfestinguna hvenær sem er. Til þess að bregðast við þessu er lagt til að mögulegt verði að uppfylla bindingarskyldu með endurhverfum viðskiptum með innstæðubréf Seðlabankans. Enn fremur felur hið nýja fyrirkomulag í sér að fjárfestir getur rofið bindingu á bindingartíma með uppgjöri við fjármálafyrirtæki. Áfram verður hægt að uppfylla bindingarskyldu með innleggi á bundinn reikning hjá innlánsstofnun með óbreyttum hætti.

Nánari upplýsingar veitir Már Guðmundsson seðlabankastjóri í síma 569 9600.

Nr. 18/2018
7. desember 2018

Hér með fylgja skjöl þar sem ýmsum spurningum um breytingar frumvarpsins er svarað:

[Spurt og svarað um tillagðar breytingar á lögum um meðferð krónueigna sem háðar eru sérstökum takmörkunum](#)

[Spurt og svarað um tillagðar breytingar á lögum um gjaldeyrismál \(framkvæmd bindingarskyldu\)](#)

Gjaldeyrismarkaður, gengisþróun og gjaldeyrisforði árið 2018

Gengi krónunnar lækkaði um 6,4% á árinu 2018 og velta á millibankamarkaði með gjaldeyri dróst mikið saman frá fyrra ári. Á síðari hluta ársins 2018 seldi Seðlabankinn gjaldeyri á millibankamarkaði í þrjú skipti með það að markmiði að draga úr sveiflum á gengi krónunnar. Hrein gjaldeyrissala Seðlabankans á markaðnum nam 2,9 ma.kr. á árinu. Gengi krónunnar var tiltölulega stöðugt fyrstu átta mánuði ársins og velta var lítil. Á haustmánuðum skapaðist órói á gjaldeyrismarkaðnum, m.a. vegna óvissu í flugrekstri, og gengi krónunnar lækkaði. Í desember hækkaði gengi krónunnar á ný eftir nokkuð skarpa lækkun frá því í byrjun september. Seðlabankinn keypti þá gjaldeyri á millibankamarkaði í fyrsta skipti í meira en ár. Í byrjun nóvember var breyting gerð á bindingarhlutfalli í reglum um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris. Hlutfallið var lækkað úr 40% í 20%. Gjaldyrisforði nam 736 ma.kr. í árslok og nam 26% af vergri landsframleiðslu.

Gengisþróun og viðskipti á gjaldeyrismarkaði

Gengi krónunnar lækkaði um 6,4% frá upphafi til loka ársins. Gagnvart evru lækkaði gengið um 6,1% en um 10,2% gagnvart Bandaríkjadal. Gengi krónunnar var lægst í nóvember en hæst í mars. Munur á hæsta og lægsta gildi skráðrar gengisvísitölu á árinu var 18,9%. Á mynd 3 sést gengisbreyting innan hvers mánaðar. Breytingin var mest í október, eða 6,9%, en minnst í janúar, 0,5%.

Í töflu 2 er að finna kennitölur um sveiflur íslensku krónunnar á árinu 2018 og til samanburðar samsvarandi kennitölur gjaldmiðla nokkurra þróaðra og lítilla landa. Íslenska krónan sker sig ekki úr varðandi flökt (mælt með staðalfrávikum daglegra breytinga) en munur hæsta og lægsta gengis á árinu var mestur hér á landi. Ekki munar þó miklu á Íslandi, Ástralíu og Nýja-Sjálandi. Munur hæsta og lægsta gengis getur verið mjög breytilegur frá einu ári til annars.

Á fyrstu átta mánuðum ársins var veltan á gjaldeyrismarkaði lítil og gengi krónunnar hélst stöðugt. Í byrjun september tók gengi krónunnar að lækka og daglegar sveiflur jukust. Lækkun gengis á haustmánuðum skýrist að hluta af óvissu í flugrekstri. Einnig átti hlut að máli að þeir

Þjóðhagslegu þættir sem höfðu stuðlað að sterku gengi voru í einhverjum mæli að gefa eftir¹. Í kjölfar yfirlýsingar um fyrirhugaða sameiningu Icelandair og WOW air færðist meiri ró yfir markaðinn og daglegar sveiflur minnkuðu. Í lok nóvember var tilkynnt að ekki yrði af fyrirhugaðri sameiningu félaganna tveggja og stuttu síðar var tilkynnt um aðkomu erlends aðila að viðræðum við WOW air.

Í byrjun nóvember voru breytingar gerðar á reglum um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris². Aðstæður höfðu skapast til þess að lækka bindingarhlutfallið úr 40% í 20% vegna lægra gengis krónunnar og minni vaxtamunar gagnvart útlöndum. Í byrjun desember samþykkti ríkisstjórnin að leggja fram á Alþingi frumvarp fjármála- og efnahagsráðherra um breytingar á lögum nr. 37/2016, um meðferð krónueigna sem háðar eru sérstökum takmörkunum og lögum nr. 87/1992, um gjaldeyrismál³. Búist er við að frumvarpið verði tekið fyrir á Alþingi eftir að þing kemur saman síðar í þessum mánuði.

Gjaldeyrisviðskipti Seðlabankans á millibankamarkaði voru öll á síðari helmingi ársins. Fyrstu viðskipti bankans á árinu áttu sér stað í september en þá hafði bankinn ekki gripið inn á markaðinn frá því í nóvember 2017. Seðlabankinn átti viðskipti fjóra daga á árinu, en þó í mismiklum mæli innan hvers dags. Bankinn seldi gjaldeyri þrisvar sinnum og keypti gjaldeyri einu sinni. Eftir nokkuð snarpa hækkun á gengi krónunnar í desember keypti Seðlabankinn gjaldeyri. Það var í fyrsta skipti í rúmt ár að Seðlabankinn keypti gjaldeyri á millibankamarkaði.

Veltan á millibankamarkaði með gjaldeyri nam 187,2 ma.kr. (1.445 m.evra) árið 2018 og dróst saman um 54% frá árinu 2017. Velta Seðlabankans á millibankamarkaði nam 3,7 ma.kr. (27 m.evra) sem er 79,4 ma.kr. minni velta en árið 2017. Seðlabankinn seldi 3,3 ma.kr. (24 m.evra) en keypti 0,4 ma.kr. (3 m.evra). Bankinn var síðast nettóseljandi á millibankamarkaði árið 2009.

Gjaldeyrisforði

Gjaldeyrisforði Seðlabankans jókst í krónum talið um 49 ma.kr. á árinu 2018 og nam í árslok 736 ma.kr. Mælt í Bandaríkjadöllum dróst hann hins vegar saman um 0,3 ma.USD og nam 6,3 ma. USD í árslok.

¹ Sjá nánar umfjöllun í Peningamálum, 2018/4:

<https://www.sedlabanki.is/library/Skraarsafn/Peningamal/2018/November-2018/Peningamal%202018-4.pdf>

² Fréttatilkynning: Breyting á reglum um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris: <https://www.sedlabanki.is/utgefid-efni/frettir-og-tilkynningar/frettasafn/frett/2018/11/02/Breyting-a-reglum-um-bindingu-reidufjar-vegna-nys-innstreymis-erlends-gjaldeyris/>

³ Fréttatilkynning: Frumvarp um breytingu á lögum – losun fjármagnshafta á aflandskrónueigendum og bindingarskylda á fjármagnsinnstreymi: <https://www.sedlabanki.is/utgefid-efni/frettir-og-tilkynningar/frettasafn/frett/2018/12/07/Frumvarp-um-breytingu-a-logum-losun-fjarmagnshafta-a-aflandskronueigendum-og-bindingarskylda-a-fjarmagnsinnstreymi/>

Þá svaraði hann til 26% af vergri landsframleiðslu, 38% af peningamagni og sparifé (M3) og dugði fyrir innflutningi vöru og þjónustu í 9 mánuði.

Nettósalá Seðlabankans af erlendum gjaldeyri á millibankamarkaði var að andvirði 2,9 ma.kr. og vaxtagreiðslur af erlendum lánum ríkissjóðs námu 2,1 ma.kr. Önnur gjaldeyrisviðskipti námu 14,3 ma.kr. Gengisbreytingar leiddu til 60,3 ma.kr. aukningar forðans í krónum og ávöxtun forða jók hann um 5,1 ma.kr.

Í lok árs 2018 nam gjaldeyrisforðinn að frádregnum skuldum Seðlabankans og ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðli 588 ma.kr. Til samanburðar var forðinn þannig mældur 587 ma.kr. í lok árs 2017. Gjaldyrisjöfnuður Seðlabankans, þ.e. mismunur eigna og skulda bankans í erlendum gjaldmiðlum, nam 627 ma.kr. í lok ársins 2018 samanborið við 587 ma.kr. í lok árs 2017.

Nánari upplýsingar veitir Már Guðmundsson seðlabankastjóri í síma 569 9600.

Tafla 1. Gjaldyrismarkaður, gengi og gjaldyrisforði

| | | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|--------|---------|---------|---------|
| Gengi krónunnar (-veiking /+styrking) | % | 18,5% | -0,7% | -6,4% |
| Gengisflökt* | % | 4% | 13% | 9% |
| Velta á gjaldyrismarkaði | m.kr. | 701.670 | 407.385 | 187.180 |
| þar af velta Sí | % | 55,1% | 20,4% | 2,0% |
| Kaup Seðlabankans á gjaldyrismarkaði | m.kr. | 386.242 | 76.672 | 401 |
| Sala Seðlabankans á gjaldyrismarkaði | m.kr. | 0 | 6.419 | 3.279 |
| Hrein gjaldyriskaup Sí | m.kr. | 386.242 | 70.253 | -2.878 |
| Gjaldyrisforði í Bandaríkjadöllum | m.USD | 7.231 | 6.575 | 6.324 |
| Gjaldyrisforði í ma.kr. | ma.kr. | 815,8 | 686,6 | 735,7 |
| Gjaldyrisforði fjármagnaður innanlands** | ma.kr. | 590 | 587 | 588 |
| Gjaldyrisjöfnuður Seðlabanka *** | ma.kr. | 608,7 | 587,3 | 627 |
| Gjaldyrisforði sem hlutfall af VLF**** | % | 33% | 26% | 26% |
| Gjaldyrisforði, mánuðir í innflutningi***** | | 10 | 8 | 9 |

*Staðalfrávik daglegra gengisbreytinga á ársgrundvelli.

**Gjaldyrisforði að frádregnum skuldum Seðlabankans og ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðli.

***Mismunur eigna og skulda í erlendum gjaldmiðli.

****Byggt á spá Seðlabanka Íslands un VLF fyrir árið 2018

*****Fimm ára meðaltal.

Tafla 2. Gengisþróun* nokkurra gjaldmiðla á árinu 2018

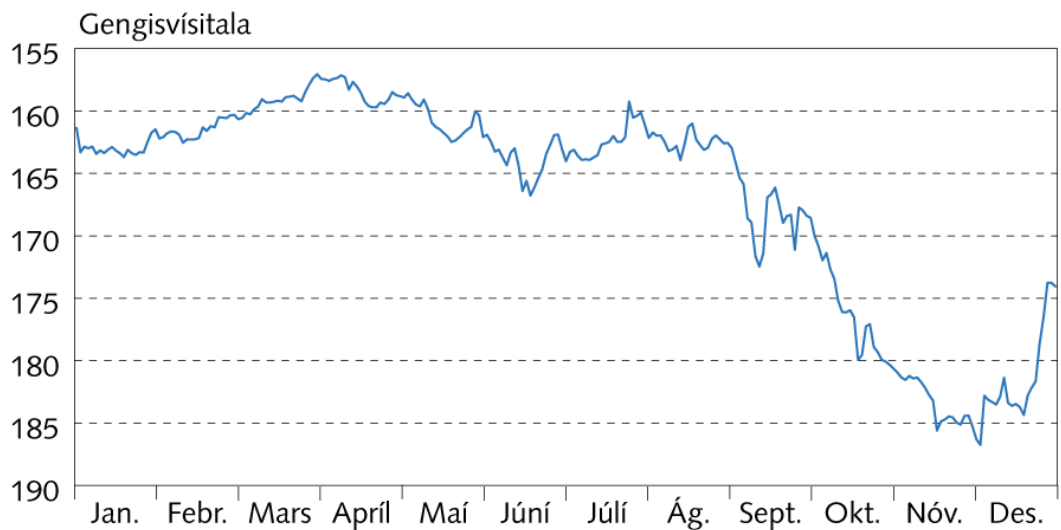
| | ISK | USD | NOK | GBP | CHF | SEK | AUD | CAD | NZD |
|-------------------------------------|------|------|------|------|-----|------|------|------|------|
| Staðalfrávik daglegra breytinga (%) | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,5 |
| Breyting yfir árið (%) | -6,1 | 4,6 | -1,2 | -1,2 | 3,6 | -3,9 | -9,7 | -7,9 | -5,7 |
| Munur hæsta og lægsta gengis (%) | 17,3 | 11,2 | 6,1 | 5,1 | 6,9 | 9,5 | 15,3 | 10,8 | 15,3 |

ISK (íslensk króna); USD (Bandaríkjadalur); NOK (norsk króna); GBP (sterlingspund); CHF (svissneskur franki); SEK (sænsk króna); AUD (Ástralíudalur); CAD (Kanadadalur); NZD (nýsjálenskur dalur).

*Gengi Kanadadals, Ástralíudals og nýsjálensks dals er reiknað gagnvart Bandaríkjadal. Gengi annarra gjaldmiðla er reiknað gagnvart evru. Útreikningar eru byggðir á gögnum frá Seðlabanka Íslands og Reuters.

Mynd 1

Gengi íslensku krónunnar 2018

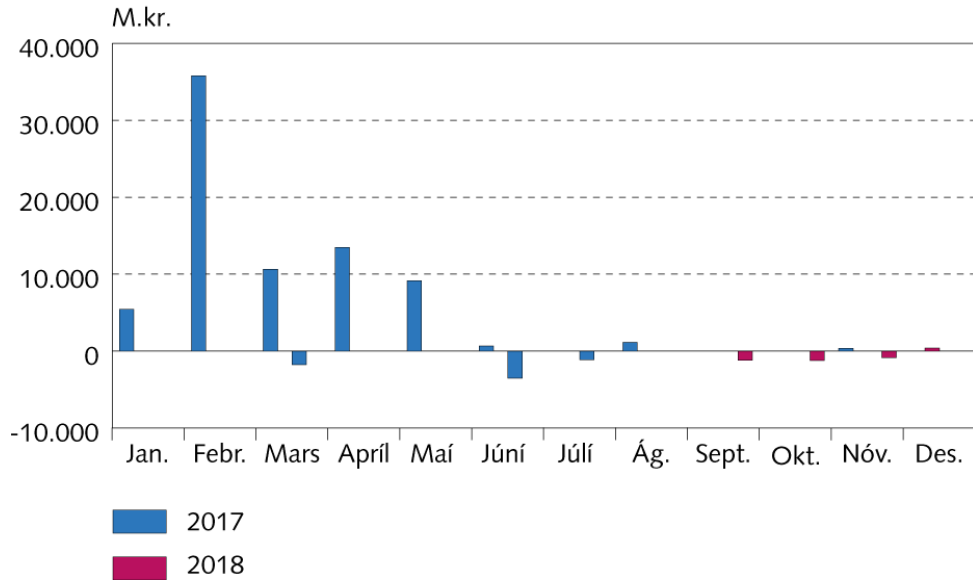


Vísitala meðalgengis, viðskiptavog þröng. Hækkun á línunni á myndinni sýnir styrkingu krónunnar en lækkun sýnir veikingu.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

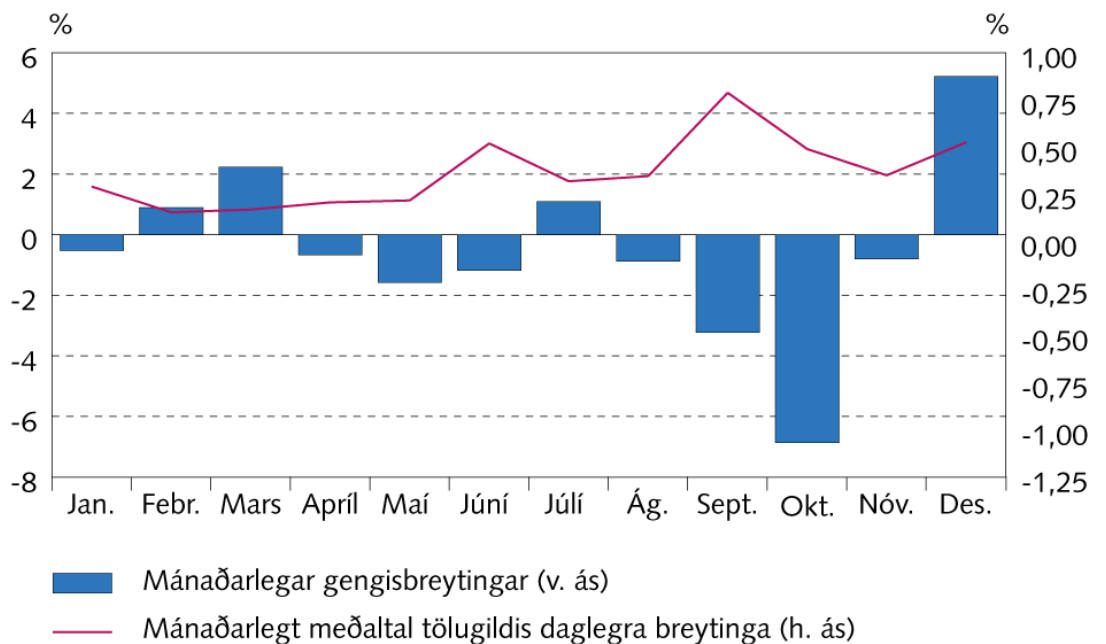
Gjaldeyrsviðskipti Seðlabankans á millibankamarkaði 2017-2018



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Skammtíma gengissveiflur 2018



Heimild: Seðlabanki Íslands.



27. desember 2018

Viðbrögð við hluta tillagna starfshóps um endurskoðun á ramma peningastefnunnar

Á fundi peningastefnunefndar fyrr í þessum mánuði var fjallað um væntanlega greinargerð Seðlabankans til forsætisráðherra um afstöðu bankans til þeirra tillagna starfshóps um ramma peningastefnunnar sem snúa að breytingum á verklagi í peningastefnunefnd og í Seðlabankanum (Ásgeir Jónsson o.fl., 2018). Afstaða bankans varðandi einstakar tillögur um þetta efni fylgir hér á eftir.

Þótt formlega sé um að ræða skjal frá Seðlabankanum er sá texti sem hér fylgir niðurstaða umræðna í peningastefnunefnd og er ágreiningslaus meðal nefndarmanna. Allar þær tillögur sem fjallað er um hér hafa það sammerkt að það er annað hvort peningastefnunefndar eða bankastjóra Seðlabankans að taka ákvarðanir um þær. Starfshópurinn gerði aðrar tillögur en framkvæmd þeirra krefst annað hvort lagabreytinga, aðkomu ráðherra og/eða endurskoðunar samkomulags á milli ríkisstjórnar og Seðlabankans.

***Tillaga 6:** Seðlabanki Íslands skal taka mið af umferðaljósakerfi nýsjálenska seðlabankans til þess að skapa skýrar leikreglur í kringum ákvörðunartöku og miðlun upplýsinga um gjaldeyrisinngrip. Jafnframt er þörf á skýrri og gagnsærri stýfingastefnu í tengslum við inngripin. Þá skal bankinn birta mat á jafnvægisraungengi með reglubundnum hætti.*

Þessi tillaga snýr í raun að tveimur aðskildum atriðum, þ.e. stefnu varðandi gjaldeyrisinngrip annars vegar og birtingu meiri upplýsinga um mat bankans á jafnvægisraungengi.

(1) Inngrip á gjaldeyrismarkaði

Starfshópurinn leggur til að Seðlabankinn geri „umferðaljósakerfi“ nýsjálenska seðlabankans að inngripastefnu sinni og kallar á skýra og gagnsæja stýfingarstefnu.

Seðlabankinn tekur undir að nauðsynlegt er að skýra sem best hvaða sjónarmið liggja að baki gjaldeyrisinngripum bankans. Inngripastefnan getur hins vegar þurft að breytast í tímans rás eftir því hver staða efnahagsmála og fjármálakerfisins er. Inngripastefnan er reglulega rædd í peningastefnunefnd sem fer með forræði á gjaldeyrisinngripum sem eru hluti af peningastefnunni. Þá hefur stefnan verið útskýrð í yfirlýsingum nefndarinnar og í ritum Seðlabankans. Á tímabili miðuðu inngripin að því að byggja upp gjaldeyrisforða og draga úr hættu á ofrísí krónunnar í aðdraganda losunar fjármagnshafna, eins og útskýrt var á sínum tíma. Um þessar mundir miða inngripin hins vegar að því að draga úr óhóflegum skammtímasveiflum en stefna ekki að tilteknu gengi. Það hefur einnig verið útskýrt opinberlega.

Í þessu sambandi er rétt að undirstrika að takmörk eru fyrir því hversu fyrirsjáanleg gjaldeyrisinngrip seðlabanka geta verið án þess að hætta skapist á að markaðsaðilar krói bankann af og hagnist á einhliða veðmálum. Reynslan hefur sýnt að það getur verið varasamt að seðlabankar dragi línu í sandinn í þessum eignum.

Að mati Seðlabankans er sú tillaga að hann taki upp umferðaljósakerfi nýsjálenska seðlabankans skoðunar verð en hana þarf að hugsa betur og einnig þarf að líta til reynslu annarra landa. Aðstæður á Nýja-Sjálandi eru allt aðrar en hér enda er nýsjálenski dalurinn einn af þeim gjaldmiðlum sem eru hátt á lista þeirra sem mest viðskipti eru með í heiminum. Gjaldyrismarkaðurinn þar er því djúpur og nýsjálenski seðlabankinn hefur síður áhyggjur af skammtímasveiflum. Í litlum ríkjum er það hins vegar mun algengara að gjaldeyrisinngripin miði að því að draga úr sveiflum en að þau stefni að tilteknu gengi. Það á líka við á Íslandi.

Varðandi það hvernig gjaldeyrisinngripin eru stýfð með markaðsaðgerðum Seðlabankans skal nefnt að stýfingin er að mestu leyti innbyggð í stjórnun peningamála enda hafa frávik skammtímaavaxta á markaði verið lítil frá meginvöxtum bankans. Þessu hefur áður verið lýst af bankanum en má líklega gera betur.

Seðlabankinn mun setja á stofn vinnuhóp sem á fyrri hluta næsta árs er ætlað að skila peningastefnunefnd tillögum varðandi stefnuna um inngrip á gjaldyrismarkaði og upplýsingamiðlun um framkvæmd hennar.

(2) Mat á jafnvægisraungengi

Seðlabankinn endurskoðar mat sitt á jafnvægisraungengi í hverri spágerð og birtir reglulega matið í riti sínu *Peningamálum* (síðast í rammagrein 3 í *Peningamálum* 2016/2) auk þess sem sögulegt mat er að finna í gagnagrunni þjóðhagslíkans bankans, QMM, sem uppfært er á

heimasíðu bankans við hverja spágerð. Bankinn hefur einnig haft til skoðunar að hefja útgáfu sérstaks rits um greiðslujöfnuð þjóðarbúsins sem birt væri einu sinni á ári en þar yrði jafnframt nánar fjallað um mat á jafnvægisraungengi. Þá mun Seðlabankinn efla rannsóknir á þessu sviði og stefnir í því sambandi að því að fá erlendan sérfræðing til liðs við sig á fyrri hluta næsta árs.

***Tillaga 8:** Seðlabankinn skal birta stýrivaxtaspáferil í Peningamálum fjórum sinnum á ári. Þannig er unnt að styrkja markaðsvæntingar og auka gagnsæi í langtíma vaxtastefnu bankans.*

Frá ársbyrjun 2007 og fram að fjármálakreppunni haustið 2008 birti Seðlabankinn vaxtaferil grunnspar sinnar ásamt óvissubili. Framan af virtist birting vaxtaferilsins skila árangri sem fólst í því að færa væntingar markaðsaðila um framtíðarþróun vaxta nær vaxtaferli grunnsparinnar og styrkja þannig miðlun vaxta bankans í aðra vexti (*Peningamál 2007/3*) en óljóst eignarhald á vaxtaferlinum virtist með tímanum grafa undan gagnsemi birtingar ferilsins. Í fjármálakreppunni var ekki forsenda fyrir áframhaldandi birtingu ferilsins en þegar aðstæður færðust í eðlilegt horf á ný hefði verið hægt að hefja hana aftur. Þá hafði hins vegar verið komið á fót fjölskipaðri peningastefnunefnd með ytri nefndarmönnum og hefur ekki verið sannfæring innan nefndarinnar um gagnsemi þess að birta vaxtaferil spárinnar, a.m.k. ekki um sinn. Fyrir því eru fyrst og fremst tvær ástæður.

Í fyrsta lagi er spáin gerð á hagfræði- og peningastefnusviði Seðlabankans og liggur eignarhald spárinnar hjá bankanum en ekki peningastefnunefnd. Þau sjónarmið hafa komið fram innan nefndarinnar að á meðan svo er sé hætt á að sömu aðstæður skapist og voru fyrir fjármálakreppuna þar sem óljóst eignarhald á vaxtaferlinum gróf undan gagnsemi þess að birta hann. Þá gæti birting vaxtaferils sem er í grundvallaratriðum ólíkur sýn meirihluta nefndarmanna skapað aukna óvissu á markaði og aukið á óvissu um framtíðarþróun vaxta, t.d. ef framsýn leiðsögn meirihluta nefndarmanna gengur á skjön við birtan vaxtaferil.

Eins og sést í töflu 1 birta nokkrir seðlabankar þróaðra ríkja vaxtaferil grunnspar sinnar, þótt þeir séu enn sem komið er í minnihluta. Í öllum tilvikum þar sem vaxtaferillinn er birtur er þjóðhags- og verðbólguþáttur spá þeirra sem taka vaxtaákvörðunina en ekki spá sérfræðinga seðlabankans og því á ekki að skapast ósamræmi milli birts vaxtaferils og væntinga þeirra sem ákveða vexti bankans um framtíðarþróun þeirra.

Yrði þetta skref stigið hér á landi virðist því nauðsynlegt að breyta eignarhaldi spágerðar Seðlabankans þannig að hún verði spá

peningastefnunefndar. Ekki er hins vegar ljóst hvernig það gengur upp í fyrirkomulagi þar sem ytri nefndarmenn eru í nefndinni.¹ Þá er ljóst að slík breyting myndi kalla á grundvallarbreytingar á vinnulagi við spágerð bankans og aðkomu ytri nefndarmanna peningastefnunefndar að henni. Vinnuferill við spágerð myndi lengjast töluvert og vaxtaákvörðun, spágerð og ákvörðun um vaxtaferil þyrfti að liggja fyrir mun fyrr en nú er og töluvert áður en vaxtaákvörðun og *Peningamál* eru birt. Einnig virðist ljóst að gera yrði kröfu um mun meira vinnuframlag ytri nefndarmanna og viðveru þeirra í bankanum.² Ætla má að þetta kalli einnig á nokkra fjölgun starfsliðs við spágerðina og til að styðja við peningastefnunefndina.

Tafla 1. Miðlun upplýsinga um framtíðarþróun seðlabankavaxta

| Seðlabanki | Fyrirkomulag |
|--------------|---|
| Ástralía | Birta ekki eigin vaxtaferil ¹ |
| Bandaríkin | Birta mat einstaka nefndarmanna á framtíðarhorfum um vexti |
| Bretland | Birta ekki eigin vaxtaferil ¹ |
| ECB | Birta ekki eigin vaxtaferil ¹ |
| Japan | Birta ekki eigin vaxtaferil ¹ |
| Kanada | Birta ekki eigin vaxtaferil ² |
| Noregur | Birta skilyrtan eigin vaxtaferil sem hluta grunnspár |
| Nýja-Sjáland | Birta skilyrtan eigin vaxtaferil sem hluta grunnspár |
| Svíþjóð | Birta skilyrtan eigin vaxtaferil sem hluta grunnspár |
| Tékkland | Birta skilyrtan eigin vaxtaferil sem hluta grunnspár ³ |

1. Spá byggist á framvirkum vöxtum sem lesa má út úr vöxtum á fjármálalámarkaði en framsýn leiðsögn er stundum veitt. 2. Kanadabanki byggir spá sína á eigin vaxtaferli en hann er ekki birtur. Bankinn veitir þó stundum framsýna leiðsögn. 3. Vaxtaferill tékkneska seðlabankans sem er birtur er fyrir 3 mánaða millibankavexti.

Heimildir: Heimasíður viðkomandi seðlabanka og Hammond (2012).

Seinni ástæðan fyrir efasemdum innan peningastefnunefndar Seðlabankans um gagnsemi þess að birta vaxtaferil grunnspár, a.m.k. eins og er, snýr að einhverju leyti að grundvallarsjónarmiðum varðandi eðli peningastefnu við skilyrði óvissu. Samkvæmt því sjónarmiði er peningastefna ekki „verkfræðilegt“ úrlausnarefni sem sé hægt að leysa með stærðfræðilegum hámarkslíkönnum eins og gert er í ýmsum kennslubókum. Til þess sé óvissa um ýmsar lykilmeytur of mikil. Peningastefna sé því fremur líkari áhættustjórnun þar sem reynt er að

¹ Yrði þetta skref stigið hér á landi yrði Seðlabankinn í raun fyrsti seðlabankinn sem birti vaxtaferil fyrir peningastefnunefnd með ytri nefndarmönnum. Af þeim fjórum seðlabönkum sem birta vaxtaferil er peningastefnunefnd sænska og tékkneska seðlabankans einungis skipuð innri nefndarmönnum. Formlega séð er það seðlabankastjóri nýsjálenska seðlabankans sem einn ákveður vexti en nú standa fyrir dyrum breytingar þar í landi og verður komið á fót peningastefnunefnd sem væntanlega mun innihalda ytri nefndarmenn. Einnig standa fyrir dyrum breytingar á skipulagi norska seðlabankans en fram til þessa hefur norski seðlabankastjórinn einn ákveðið vaxtaferilinn sem birtur er þótt að vaxtaákvörðunin sé á hverjum tímapunkti tekin af fjölskipaðri nefnd með ytri nefndarmönnum.

² Það vekur einnig upp spurningar um hversu auðvelt yrði að fá utanaðkomandi sérfræðinga með nægjanlega þekkingu til að starfa sem ytri nefndarmenn ef það fæli í sér að þeir þyrftu mögulega að hætta í fullu starfi á þeim vinnustað sem þeir eru á.

forðast kostnaðarsöm mistök. Það að birta vaxtaferil geti gefið til kynna meiri vissu en er í raun til staðar og geti því verið afvegaleiðandi.

Dæmi um þetta um þessar mundir er óvissa um hverjir jafnvægisvextir bankans eru. Þessi óvissa er auðvitað ekki einskorðuð við Ísland á tímum þar sem langtímarauðvextir hafa smám saman farið lækkandi og jafnvægisvextir líklega verið á mikilli hreyfingu. Vandinn snýr þó einnig að því að innan nefndarinnar eru afar ólíkar skoðanir á hverjir þessir vextir eru og því óttast nefndarmenn að birting eins vaxtaferils hjálpi ekki til við að upplýsa markaði og almenning um líklega þróun vaxta bankans.³

Eins og sést í töflu 1 hafa sumir seðlabankar notað svokallaða framsýna leiðsögn (e. forward guidance) við að upplýsa markaði og almenning um hvernig talið er að vextir muni líklega þróast á næstu misserum í stað þess að birta formlegan vaxtaspáferil.⁴ Þessi framsýna leiðsögn felur í sér að tilgreina að vextir muni breytast með ákveðnum hætti ef efnahagsþróunin verði eins og spáð er og er jafnvel stundum tilgreint hve mikið vextir muni breytast eða hverjir þeir verða að ákveðnum tíma liðnum. Leiðsögnin er þar að auki mis formföst og reglubundin en í flestum tilvikum er gripið til hennar þegar talin er sérstök þörf á (eins og t.d. undanfarin ár þegar vextir hafa víða verið við neðri mörk sín). Hið sama á við hér á landi: ef peningastefnunefnd hefur talið tilefni til hefur nefndin gefið skýr skilaboð um að vextir muni þróast með ákveðnum hætti á næstu misserum. Nýlegt dæmi um það eru yfirlýsingar nefndarinnar á seinni hluta árs 2015 en þá hækkaði nefndin vexti og ítrekaði að frekari hækkunir væru framundan að öðru óbreyttu eftir að verðbólga og verðbólguvæntingar tóku að aukast í kjölfar ríflegra launahækkana þá um vorið.

Gagnsæi peningastefnunnar er mikilvæg forsenda árangursríkrar peningastefnu. Hins vegar þarf að gæta þess að birting vaxtaferils sé raunverulega til þess fallin að auka gagnsæi og fyrirsjáanleika peningastefnunnar. Á heildina litið telur Seðlabankinn ekki rétt að birta vaxtaferil grunnspárinnar að sinni en útilokar ekki að það verði gert

³ Seðlabanki Bandaríkjanna hefur farið þá leið að birta væntingar einstaka nefndarmanna um framtíðarþróun vaxta og um langtíma jafnvægi þeirra til að koma til móts við þennan vanda (svokölluð „dot plots“). Ekki eru þó allir sammála um hversu gagnlegt þetta er og slíkt skref myndi í öllu falli kalla á verulega fjárfestingu Seðlabankans í sérfræðistuðningi við einstaka nefndarmenn til að gera viðkomandi kleift að móta eigin vaxtaspá (og þar með þjóðhags- og verðbólguþá).

⁴ Í öllum tilvikum eru þessar vaxtaspár skilyrtar, hvort sem hún byggir á framsýnni leiðsögn eða formlegum vaxtaferli, þ.e. þær eru háðar því hvernig efnahagsþróunin verður á næstu misserum. Þær eru því ekki formlegt loforð (þ.e. óskilyrt spá) um þróun vaxta, þótt stundum misskilji markaðir og almenningur þetta sem slíkt loforð.

síðar.⁵ Hins vegar getur verið rétt að skoða hvort formfesta megi betur og efla enn frekar framsýna leiðsögn peningastefnunnar með öðrum hætti.

Að lokum er þó rétt að ítreka að framsýn leiðsögn eða birting vaxtaferils er sem slík ekki forsenda árangursríkrar peningastefnu. Árangursrík peningastefna byggist á framsýnni ákvörðunartöku sem bregst kerfisbundið við efnahagsaðstæðum til að tryggja að verðbólga sé í markmiði til meðallangs tíma. Hin „framsýna leiðsögn“ um framtíðarþróun vaxta felst því í hinum kerfisbundnu viðbrögðum peningastefnunnar. Þó geta komið upp tilvik þar sem nánari leiðsögn um framtíðarþróun vaxta getur aukið áhrif peningastefnunnar enn frekar, eins og t.d. víða undanfarin ár þar sem seðlabankavextir hafa verið heftir við neðri mörk sín.

***Tillaga 9:** Auka þarf ábyrgð og stuðning ytri meðlima í peningastefnunefnd. Auka skal gagnsæi við ákvörðunartöku með opinberri birtingu atkvæða nefndarmanna við vaxtaákvörðun. Nefndin hugi einnig að Delfískri langtímaleiðbeiningu vaxta.*

Þessi tillaga snýr í raun að tveimur aðskildum þáttum. Annars vegar að því að auka ábyrgð og stuðning við ytri nefndarmenn peningastefnunefndar og hins vegar að því að auka gagnsæi peningastefnunnar enn frekar.

(1) Ábyrgð og stuðningur við ytri nefndarmenn

Nefndarmenn peningastefnunefndar sæta m.a. ábyrgð á ákvörðunum sínum með því að þurfa að skýra þær opinberlega. Lögum samkvæmt hefur peningastefnunefnd sent skýrslu til Alþingis tvisvar á ári og í kjölfarið mætt fyrir þingnefnd til þess að ræða efni skýrslunnar. Oft hefur annar ytri nefndarmaður fylgt bankastjóra á þessa fundi þar sem hann hefur lýst eigin skoðunum. Hægt er að hugsa sér að formfesta enn frekar þennan farveg fyrir ytri nefndarmenn til þess að tjá sig. Það er hins vegar ekki á færi bankans að ákveða í hvaða mæli peningastefnunefndarmenn mæta fyrir þingnefndir en á undanförunum árum hefur tími peningastefnunefndar hjá efnahags- og viðskiptanefnd orðið æ styttri.

Til þess að koma til móts við ábendingar starfshópsins um aukinn sýnileika og ábyrgð ytri nefndarmanna hefur peningastefnunefnd ákveðið að frá og með næsta ári muni ytri nefndarmenn senda sérstaka árlega greinargerð til þingsins í framhaldi af því að seinni skýrsla

⁵ Hinir erlendu sérfræðingar sem fengnir voru til að taka út ramma peningastefnunnar mæla einnig gegn birtingu vaxtaferilsins. Sjá Andersson og Jonung (2018) og Honohan og Orphanides (2018).

nefndarinnar er send til þingsins. Í kjölfarið yrðu ytri nefndarmenn tilbúnir til að mæta á fund þingnefndar og ræða efni greinargerðar sinnar. Slíkt fyrirkomulag gæfi þeim formlegan farveg til að tjá sig skýrar um eigin sýn á efnahagsþróunina og mótun peningastefnunnar.

Frá því að peningastefnunefnd var sett á fót hefur Seðlabankinn leitast við að veita ytri nefndarmönnum eins mikinn faglegan stuðning og unnt er. Í aðdraganda hvernar ákvörðunar er öllum nefndarmönnum sent mikið magn af gögnum, úttektum og greiningum. Nefndarmenn geta einnig komið með spurningar og óskað eftir sérstökum greiningum. Hitt er svo annað mál að hagfræði- og peningastefnusvið er tiltölulega fámennt og álagið í hverri spágerð er mikið.⁶ Því getur verið erfitt að verða við öllum óskum nefndarmanna innan þess tíma sem óskað er en það á ekki síður við um innri nefndarmenn en þá ytri.

Því hefur Seðlabankinn ákveðið að á næsta ári verði einum starfsmanni bætt við á hagfræði- og peningastefnusviði sem vera á ytri nefndarmönnum til stuðnings hvað varðar greiningarvinnu, kynningar og fleira. Í starfslýsingu þessa starfsmanns verður kveðið á um að stuðningur við ytri nefndarmenn hafi forgang en að öðru leyti taki hann þátt í verkefnum sviðsins.

(2) Aukið gagnsæi peningastefnunnar

Frá því að peningastefnunefnd tók til starfa snemma árs 2009 hafa fundargerðir funda hennar verið birtar tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Þessi tilhögun er mikil breyting frá fyrra fyrirkomulagi og hefur aukið mjög gagnsæi peningastefnunnar hér á landi.⁷ Eins og sést í töflu 2 hefur Seðlabankinn með þessu skipað sér í flokk með flestum öðrum seðlabönkum með verðbólguþolmið en þó eru enn nokkrir bankar sem ekki birta fundargerðir.

Eins og sést í töflu 3 er mjög mismunandi hvort atkvæði einstaka nefndarmanna í peningastefnunefnd séu einnig birt og hvenær, séu þau yfirhöfuð birt. Lengst hafa seðlabankar Bandaríkjana, Bretlands, Japans og Svíþjóðar gengið en þar eru niðurstöður atkvæðagreiðslu og hvað einstaka nefndarmaður kaus birtar strax í yfirlýsingu nefndarinnar. Seðlabanki Tékklands birtir þessar upplýsingar hins vegar ekki fyrr en í fundargerð nefndarinnar. Seðlabankar Ástralíu, Kanada, Nýja-Sjálands

⁶ Eins og rakið er í skýrslu starfshópsins er sviðið fámennt í alþjóðlegum samanburði. Í úttekt sinni á peningastefnu Seðlabankans nefnir Edwards (2018) sérstaklega hvað þessu fámenna sviði tekst þó að gera og hve gæði þeirrar vinnu eru mikil.

⁷ Alþjóðlegur samanburður sýnir að gagnsæi peningastefnunnar hefur aukist mikið hér á landi á undanförunum árum og er nú orðið áþekkt því sem þekktist t.d. í Ástralíu, Bretlandi, Kanada og Noregi. Sjá Dincer og Eichengreen (2014) og Karen Áslaug Vignisdóttir (2016).

og Noregs birta ekki upplýsingar um hvernig atkvæðagreiðslur fóru eða hvað einstaka nefndarmaður kaus.⁸

Tafla 2. Birting fundargerða

| Seðlabanki | Fyrirkomulag |
|--------------|---|
| Ástralía | Fundargerð birt 2 vikum eftir ákvörðun |
| Bandaríkin | Fundargerð birt 3 vikum eftir ákvörðun |
| Bretland | Fundargerð birt á sama tíma og ákvörðun |
| ECB | Fundargerð birt 4 vikum eftir ákvörðun |
| Japan | Fundargerð birt 6-9 vikum eftir ákvörðun |
| Kanada | Fundargerð ekki birt |
| Noregur | Stutt fundargerð birt með óreglulegri tíðni |
| Nýja-Sjáland | Fundargerð ekki birt |
| Svíþjóð | Fundargerð birt 2 vikum eftir ákvörðun |
| Tékkland | Fundargerð birt 8 dögum eftir ákvörðun |

Heimildir: Heimasíður viðkomandi seðlabanka og Hammond (2012).

Útfærsla peningastefnunefndar Seðlabankans svipar til þess sem gert er í Tékklandi, þ.e. niðurstöður atkvæðagreiðslunnar eru birtar í fundargerð bankans. Þó er sá munur á að atkvæði einstaka nefndarmanna koma ekki fram fyrr en í *Ársskýrslu* Seðlabankans sem birt er á vormánuðum næsta árs. Seðlabankinn tekur undir með starfshópnum að rétt sé að auka gagnæi peningastefnunnar hér á landi enn frekar. Nefndin hefur því ákveðið að frá og með næsta ári verði tilgreint hvernig atkvæði einstaka nefndarmanna féllu strax í fundargerð hvers fundar.

Tafla 3. Birting atkvæða einstaka nefndarmanna peningastefnunefnda

| Seðlabanki | Fyrirkomulag |
|--------------|--|
| Ástralía | Birta ekki upplýsingar um skiptingu atkvæða |
| Bandaríkin | Atkvæði einstaka nefndarmanna í tilkynningu um vaxtaákvörðun |
| Bretland | Atkvæði einstaka nefndarmanna í tilkynningu um vaxtaákvörðun |
| ECB | Birta ekki upplýsingar um skiptingu atkvæða |
| Japan | Atkvæði einstaka nefndarmanna í tilkynningu um vaxtaákvörðun |
| Kanada | Birta ekki upplýsingar um skiptingu atkvæða |
| Noregur | Birta ekki upplýsingar um skiptingu atkvæða |
| Nýja-Sjáland | Birta ekki upplýsingar um skiptingu atkvæða |
| Svíþjóð | Atkvæði einstaka nefndarmanna í tilkynningu um vaxtaákvörðun |
| Tékkland | Atkvæði einstaka nefndarmanna í fundargerð |

Heimildir: Heimasíður viðkomandi seðlabanka og Hammond (2012).

Hvað varðar ábendinguna um að peningastefnunefnd skuli huga að „Delfískri langtímaleiðbeiningu vaxta“ er vísað til umsagnar um tillögu 8 hér að framan.

⁸ Þetta kann þó að breytast í Noregi og Nýja-Sjálandi en þar stendur til að koma á fót peningastefnunefndum sem mögulega birta fundargerð og niðurstöður atkvæðagreiðslu nefndanna.

Tillaga 10: *Seðlabankinn skal stuðla að aukinni fræðslu um peningastefnuna og gildi verðbólguþéttisins með þá stefnu að auka skilning almennings á þeim möguleikum og takmörkunum sem eru til staðar og stuðla að aukinni sátt um stefnuna.*

Gagnsæi peningastefnu er mikilvæg forsenda árangursríkrar peningastefnu. Gagnsæið er ekki síður mikilvæg forsenda þess að auka skilning á þeim valkostum sem peningastefnan stendur frammi fyrir á hverjum tíma og af hverju einstaka ákvarðanir eru teknar. Gagnsæið er jafnframt mikilvægur grundvöllur þess lýðræðislega umboðs sem sjálfstæðum seðlabanka er veitt til að beita þeim tækjum sem hann hefur yfir að ráða með langtíma heildarhagsmunum þjóðar í huga.

Frá því að verðbólguþéttisinn var tekið upp árið 2001 hefur Seðlabankinn lagt áherslu á að gagnsæi greiningar bankans sé sem mest svo utanaðkomandi sérfræðingar geti metið faglegan grundvöll greiningar og spágerðar bankans. Hins vegar var ljóst að nokkuð skorti framan af upp á gagnsæi ákvarðana í peningamálum. Það breyttist hins vegar töluvert þegar lögum um bankann var breytt árið 2009 og komið var á fót peningastefnunefnd. Fyrir utan birtingu fundargerðar nefndarinnar er nefndinni ætlað að skila greinargerð um störf sín til Alþingis tvisvar á ári, auk þess sem nefndarmenn mæta tvisvar á ári á opna þingfundi. Gagnsæi peningastefnunnar hefur því aukist verulega á undanförunum tíu árum (sjá Dincer og Eichengreen, 2014, Karen Áslaug Vignisdóttir, 2016, og Qvigstad og Schei, 2018).

Þessu til viðbótar hefur bankinn gert gangskör í því að gera það efni sem kemur frá bankanum um peningastefnuna aðgengilegra og auðskiljanlegra. Meginrit bankans um stöðu og horfur í efnahagsmálum, *Peningamál*, hefur t.d. verið stytt verulega og mælikvarðar á læsileika ritsins benda til þess að textinn sem þar er birtur sé orðinn auðskiljanlegri fyrir almenning en hann var áður (sjá Þórarinn G. Pétursson, 2018).

Það má því halda því fram að Seðlabankinn standi sig ágætlega í að miðla upplýsingum til sérfræðinga og skýra fyrir þeim forsendur ákvörðunartöku bankans (sjá t.d. Honohan og Orphanides, 2018). Bankinn hefur einnig leitað leiða til að koma efni bankans betur til skila til almennings, m.a. með því að koma efni bankans á framfæri á samfélagsmiðlum og með birtingu greina um peningastefnuna og efnahagsmál í fjölmiðlum. Kynningar á peningastefnunni og stöðu efnahagsmála eru jafnframt reglulega haldnar í framhalds- og háskólum og hjá ýmis konar félagasamtökum. Þá koma fjölbreyttir hópar reglulega í heimsókn í bankann þar sem starf bankans er kynnt fyrir þeim. Hins vegar tekur Seðlabankinn fyllilega undir með starfshópnum um að hann þurfi að gera betur í að fræða almenning um peningastefnuna og

verðbólguþolmiðið. Þetta er reyndar áskorun sem allir seðlabankar standa frammi fyrir og mikil gerjun er um þessar mundir um allan heim við að hugsa nýjar leiðir til að ná til almennings til að skýra betur umgjörð og ákvarðanir peningastefnunnar. Þetta starf hefur að einhverju leyti setið eftir hjá bankanum að undanförunum árum, m.a. vegna mikilla anna við verkefni sem tengjast úrlausn fjármálakreppunnar, ekki síst losun fjármagnshafta. Seðlabankinn hefur þegar hafið vinnu við að bæta þennan þátt starfsemi sinnar en ljóst er að auka þarf fjármagn og þann mannafla sem bankinn setur í kynningarstarf sitt. Mun þess sjá stað strax í fjárhagsáætlun fyrir næsta ár.

Heimildir

- Andersson, F. N. G., og L. Jonung (2018). Lessons for Iceland from the monetary policy of Sweden. Skýrsla til íslenskra stjórnvalda um endurskoðun á ramma peningastefnu Seðlabanka Íslands. Júní 2018.
- Ásgeir Jónsson, Ásdís Kristjánsdóttir og Illugi Gunnarsson (2018). *Framtíð íslenskrar peningastefnu*. Skýrsla til íslenskra stjórnvalda um endurskoðun á ramma peningastefnu Seðlabanka Íslands. Júní 2018.
- Dincer, N. N., og B. Eichengreen (2014). Central bank transparency and independence: Updates and new measures. *International Journal of Central Banking*, 10, 189-253.
- Edwards, S., (2018). Monetary policy in Iceland: An evaluation. Skýrsla til íslenskra stjórnvalda um endurskoðun á ramma peningastefnu Seðlabanka Íslands. Júní 2018.
- Hammond, G., (2012). State of the art of inflation targeting. *Centre for Central Banking Studies*, Englandsbanki.
- Honohan, P., og A. Orphanides (2018). Reassessing Iceland's monetary regime. Skýrsla til íslenskra stjórnvalda um endurskoðun á ramma peningastefnu Seðlabanka Íslands. Júní 2018.
- Karen Áslaug Vignisdóttir (2016). Peningastefnunefnd í sjö ár. *Efnahagsmál*, nr. 8.
- Qvigstad, J., og T. Schei (2018). Criteria for “good” justification. Norges Bank *Working Paper* nr. 6/2018.
- Þórarinn G. Pétursson (2018). Post-crisis monetary policy reform: Learning the hard way. Væntanleg í bókinni *The 2008 Global Financial Crisis in Retrospect*, Palgrave MacMillan.



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.