



# SKÝRSLA PENINGASTEFNUNEFNDAR TIL ALÞINGIS

2019 • 2



# Skýrsla peningastefnunefndar til Alþingis

17. janúar 2020

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 11. desember 2019. Eftirfarandi skýrsla fjallar um störf nefndarinnar frá júlí til desember 2019.

## Mótun peningastefnunnar

Eins og kveðið er á um í lögum um Seðlabanka Íslands er meginmarkmið peningastefnunnar að stuðla að stöðugu verðlagi. Þetta markmið er útfært nánar sem 2½% verðbólguþvænting miðað við vísitölu neysluverðs í sameiginlegri yfirlýsingu Seðlabankans og ríkisstjórnar frá 27. mars 2001. Peningastefnunefnd tekur samkvæmt lögnum ákvarðanir um beitingu stjórntækja bankans í peningamálum og skulu ákvarðanir nefndarinnar byggðar á ítarlegu og vönduðu mati á ástandi og horfum í efnahagsmálum eins og það birtist í riti Seðlabankans, *Peningamálum*. Í yfirlýsingum og fundargerðum peningastefnunefndar, sem fylgja þessari skýrslu, er að finna röksemdir fyrir ákvörðunum nefndarinnar á seinni hluta ársins 2019.

## Þróunin frá júlí til desember 2019

Peningastefnunefnd ákvað á fundum sínum í ágúst, október og nóvember að lækka meginvexti bankans<sup>1</sup> (vexti á sjö daga bundnum innlánnum) um samtals 0,75 prósentur en hélt vöxtum síðan óbreyttum á desemberfundinum. Á fyrri hluta ársins höfðu vextir verið lækkaðir um 0,75 prósentur. Meginvextir Seðlabankans hafa því lækkað um 1,5 prósentur á árinu og voru þeir 3,0% í lok desember.

Taumhald peningastefnunnar, mælt með raunvöxtum Seðlabankans, minnkaði á fyrri hluta ársins samhliða því að vaxtalækkunarferlið hófst í maí en breyttist lítið á seinni hluta ársins þar sem nafnvextir bankans lækkuðu í takt við hjöðnun verðbólgu og verðbólguvæntinga. Miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs voru raunvextir bankans 0,6% í lok desember sl. en voru 0,5% í lok júní sl. Raunvextir bankans miðað við

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 innlánnum.

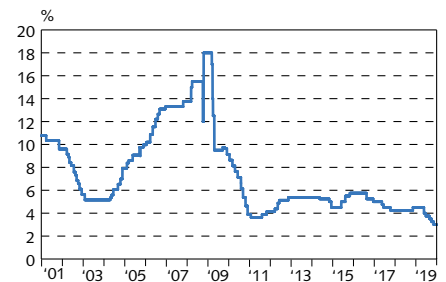
Tafla 1. Vaxtaávarðanir Seðlabanka Íslands á seinni árshefningu 2019 (%)

| Dags.    | Viðskipta-reikningar | Bundin innlán til 7 daga | Veðlán | Daglán |
|----------|----------------------|--------------------------|--------|--------|
| 11. des. | 2,75                 | 3,00                     | 3,75   | 4,75   |
| 6. nóv.  | 2,75                 | 3,00                     | 3,75   | 4,75   |
| 2. okt.  | 3,00                 | 3,25                     | 4,00   | 5,00   |
| 28. ág.  | 3,25                 | 3,50                     | 4,25   | 5,25   |

Mynd 1

### Meginvextir Seðlabanka Íslands<sup>1</sup>

Daglegar tölur 3. janúar 2001 - 31. desember 2019



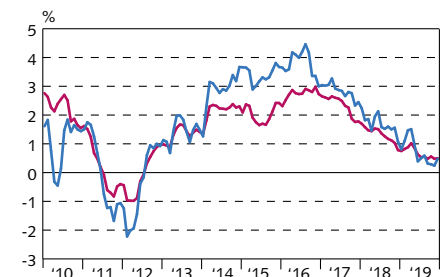
1. Meginvextir Seðlabankans eru vextir á 7 daga veðlánnum fram til 31. mars 2009, vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabankanum frá 1. apríl 2009 til 30. september 2009, meðaltal vaxta á viðskiptareikningunum og á 28 daga innstæðubréfum frá 1. október 2009 til 20. maí 2014 og vextir á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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

### Raunvextir Seðlabanka Íslands<sup>1</sup>

Janúar 2010 - desember 2019

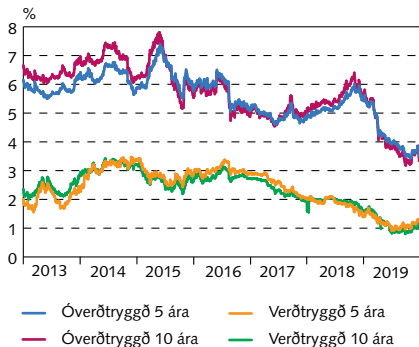


— Raunvextir Seðlabanka Íslands m.v. tólf mánaða verðbólgu  
— Raunvextir Seðlabanka Íslands m.v. meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar<sup>2</sup>

1. Fram til maí 2014 er miðað við meðaltal innlánsvaxta og 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

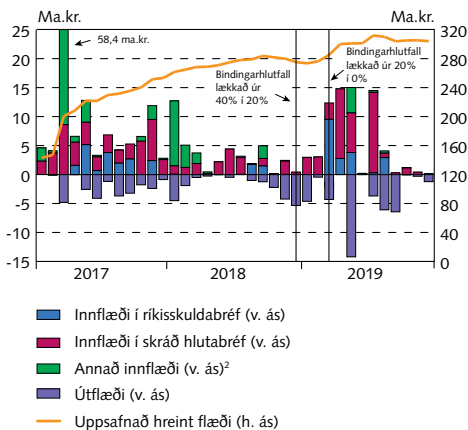
Ávöxtunarkrafa ríkistryggðra skuldabréfa<sup>1</sup>  
2. janúar 2013 - 30. desember 2019



1. Út frá eingreiðsluvaxtaferlum (metnum með aðferð Nelson-Siegel) þar sem er notast við vexti á millibankamarkaði með krónum og vexti ríkistryggðra skuldabréfa.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Fjármagnsflæði vegna skráðrar nýfjárfestingar<sup>1</sup>  
Janúar 2017 - desember 2019

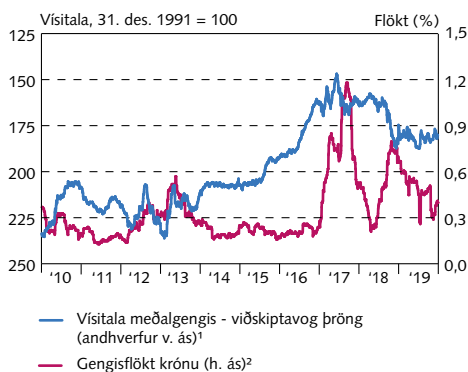


1. Fjárfesting sem gerð er hér á landi eftir 31. október 2009 fyrir nýtt innstreymi erlendis gjaldeyris sem skipt er í innlendan gjaldeyri hjá fjármálfyrirtæki hér á landi. 2. Annað innflæði í mars 2017 kemur nánast að öllu leyti til vegna Kaupa erlendra aðila á eignarhlut í innlendum viðskiptabanka.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Gengi krónu og gengisflókt

Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 31. desember 2019



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

tölf mánaða verðbólgu voru 1% í lok desember sl. en voru að meðaltali 0,4% á seinni hluta ársins.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa tók að lækka undir lok árs 2018 og hélt sú þróun áfram fram í byrjun nóvember sl. Þegar krafan hækkaði tímabundið, líklega að hluta vegna breyttra væntinga um þróun vaxta Seðlabankans. Ávöxtunarkrafa á tíu ára óverðtryggðum ríkisskuldabréfum var 3,4% í lok desember og hefur því lækkað um 0,4 prósentur frá lok júní sl. og var 2,2 prósentum lægri en í upphafi árs. Verðtryggðir langtímavextir hafa einnig lækkað á árinu en ávöxtunarkrafa á verðtryggðum tíu ára ríkistryggðum bréfum var 1,1% í lok desember eða 0,5 prósentum lægri en í upphafi ársins.

Vaxtakjör heimila hafa lækkað á árinu og útlánvöxtur til heimila er enn nokkur. Hins vegar tók munur á vaxtakjörum nýrra útlána viðskiptabanka til fyrirtækja og meginvaxta að aukast undir lok ársins og hægja tók á útlánvexti til fyrirtækja. Viðbúið var að það tæki að hægja á vexti útlána til fyrirtækja í ljósi mikils vaxtar undanfarin ár og í ljósi minnkandi eftirspurnar í hagkerfinu. Auk þess hafa ýmsir þættir í rekstri fjármálastofnana áhrif á aðgengi að lánsfé þ.á m. endurmat þeirra á verðlagningu og áhættu útlána í kjölfar breytinga í rekstrarumhverfi að undanförmu.

Innstreymi fjármagns vegna nýfjárfestingar var tæplega 21 ma.kr. á seinni helmingi ársins og var töluvert minna en á fyrri helmingi ársins þegar það nam tæplega 50 ma.kr. Á sama tímabili nam útlæði fjármagns sem áður kom inn sem nýfjárfesting tæplega 18 ma.kr. Innflæðið á seinni hluta ársins var að mestu leyti vegna hlutabréfakaupa og útlæðið hefur einnig að mestu verið vegna sölu á skráðum hlutabréfum.

Gengi krónunnar lækkaði haustið 2018 í kjölfar fréttu af fjármögnunarfyrirspá flugfélagsins WOW Air og vegna rýrnunar viðskiptakjara. Á sama tíma fór að bera á aukinni svartsýni um efnahagshorfur og niðurstöðu kjarasamninga. Gengið hélt tiltölulega stöðugt á fyrri hluta þessa árs þrátt fyrir gjaldþrot WOW Air og áhyggjur af snörpum viðsnúningi í efnahagsmálum. Á seinni hluta ársins hækkaði gengi krónunnar lítillega og var um 3½% hærra í lok desember en í lok júní sl.

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 tvö skipti á seinni hluta ársins. Bankinn keypti gjaldeyri fyrir 2,4 ma.kr. sem nam um 3% af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði á tímabilinu.

Verðbólga hjaðnaði töluvert á seinni hluta ársins og mældist 2,0% í desember sl. Hún er því komin niður fyrir verðbólgu markmiðið og hefur ekki verið minni í tvö ár. Á fyrstu þremur fjórðungum ársins hægði verulega á hækkun húsnæðisverðs. Þrátt fyrir það var húsnæðisliðurinn sá undirliður sem hafði mest áhrif á þróun vísitölu neysluverðs á seinni hluta ársins, einkum vegna verðhækkunar á landsbyggðinni á fjórða ársfjórðungi. Einnig hafði verðhækkun ýmiss konar innfluttrar vöru, einkum húsgagna og heimilisbúnaðar, nokkur áhrif. Ársverðbólga án húsnæðis hefur einnig hjaðnað undanfarna mánuði og mældist 1,7% í desember sl. Undirliggjandi verðbólga var 2,4% í desember miðað við miðgildi ólíkra mælikvarða samanborið við 3,3% í júní 2019.



Framlag hækkunar húsnæðisliðarins til verðbólgu hefur minnkað töluvert frá því í júní sl. Ársþækkun kostnaðar vegna eigin húsnæðis, sem samanstendur af markaðsverði húsnæðis og raunvaxtaþætti, nam 2,3% í desember samanborið við 3,4% í júní sl. Vaxtaþátturinn í reiknaðri húsaleigu hefur dregið úr verðbólgu að undanfögnu vegna lægri raunvaxtakostnaðar húsnæðislaða í kjölfar lækkunar meginvaxta Seðlabankans. Ætla má að vegna þessa hafi ársverðbólga mælst u.þ.b. 0,3 prósentum minni en ella. Framlag innfluttrar vöru til verðbólgu hefur einnig hjaðnað frá því í júní enda hefur gengi krónunnar verið tiltölulega stöðugt á seinni hluta ársins. Ársþækkun verðs innfluttrar vöru náði hámarki í 4,3% í ágúst sl. en hafði hjaðnað í 1,3% í desember. Hins vegar hefur framlag almennrar þjónustu aukist að undanfögnu og skýrir tæpan þriðjung ársverðbólgu sem er svipað og framlag húsnæðisliðarins. Það má einkum rekja til þess að dregið hefur úr verðlækkun símaþjónustu á þessu ári auk þess sem flugfargjöld hafa hækkað en þessir undirliðir hafa lækkað verulega undanfarin ár. Einnig hefur verð á viðhaldi húsnæðis, pakkaferðum og þjónustu veitingastaða hækkað nokkuð á seinni hluta ársins.

Verðbólga mældist að meðaltali 2,5% á síðasta fjórðungi ársins eins og gert var ráð fyrir í nóvemberspá *Peningamála*. Samkvæmt spánni eru horfur á að verðbólga verði við verðbólgu markmiðið á meginhluta spátímans, þótt hún fari lítillega niður fyrir það um tíma á seinni hluta ársins 2020.

Verðbólguvæntingar hafa lækkað á nánast alla mælikvarða síðan síðasta skýrsla peningastefnunefndar var send Alþingi um mitt ár 2019. Samkvæmt nýlegum könnunum eru verðbólguvæntingar markaðsaðila og stjórnenda fyrirtækja til eins árs við verðbólgu markmiðið en heimilin vænta þess að verðbólga verði 3%. Langtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila samkvæmt könnunum og verðlagningu skuldabréfa eru einnig við markmið en langtíma væntingar heimila og fyrirtækja eru um 3%. Í lok desember mældist verðbólguálag til fimm og tíu ára um 2,2% sem var rúmlega 1/2 prósentu lægra en í lok júní sl.

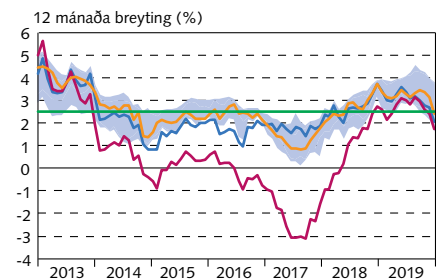
Á fundi sínum í desember taldi nefndin rétt að staldra við og sjá hver áhrifin yrðu af þeim aðgerðum sem þegar hefði verið gripið til. Að mati nefndarinnar hefði lækkun vaxta stutt við eftirspurn og miðað við spá bankans ætti núverandi vaxtastig að duga til að tryggja verðstöðugleika til meðallangs tíma og fulla nýtingu framleiðsluþátta.

Í síðustu yfirlýsingu nefndarinnar kemur fram að peningastefnan muni á næstunni ráðast af samspili þróunar efnahagssumsvifa annars vegar og verðbólgu og verðbólguvæntinga hins vegar.

Mynd 6

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

Janúar 2013 - desember 2019



- VNV
- VNV án húsnæðis
- Miðgildi mælikvarða á undirbyggjandi verðbólgu
- Verðbólgu markmið
- Bil hæsta og lægsta mats á undirbyggjandi verðbólgu

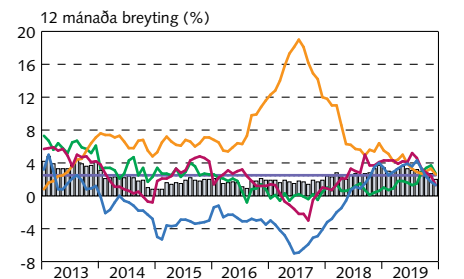
1. Undirbyggjandi verðbólga er mæld með kjarnavísitölu (áhrif óbeinna skatta, sveiflukenndra matvöruvíðna, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislaða eru undanskilin) og töfræðilegum mælikvörðum (vegji miðgildi, klippt meðaltal, kvikt þáttalíkan og sameiginlegur þáttur vísitölu neysluverðs).

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

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

Janúar 2013 - desember 2019



- Vísitala neysluverðs
- Innfluttar vörur (33%)
- Innlendar vörur (14%)
- Húsnæði (21%)
- Almenn þjónusta (24%)
- Verðbólgu markmið

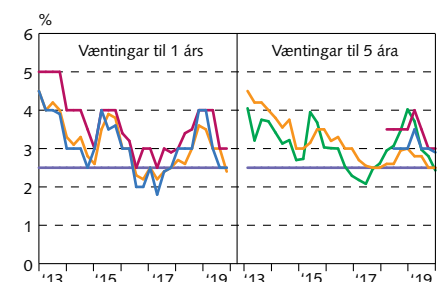
1. Innflutt verðbólga er nálgðu með verði innfluttrar mat- og drykkjarvöru, nýra bíla og varahluta, bensins og annarrar innfluttrar vöru. Tölur í svigum sýna núverandi vægi viðkomandi liða í vísitölu neysluverðs.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Verðbólguvæntingar

1. ársfj. 2013 - 4. ársfj. 2019



- Fyrirtæki
- Heimili
- Markaðsaðilar
- Verðbólguálag
- Verðbólgu markmið

Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

## Ítarefni

Með þessari skýrslu fylgir eftirfarandi ítarefni:

1. Yfirlýsingar peningastefnunefndar frá júlí til desember 2019.
2. Fundargerðir peningastefnunefndar frá júlí til desember 2019.
3. Erindi seðlabankastjóra um fjármálakreppuna, aðgerðir stjórnvalda og endurreisn efnahagslífs á Íslandi á alþjóðlegri ráðstefnu á vegum Seðlabankans á Grand hóteli 12. júlí 2019.
4. Erindi seðlabankastjóra á Ísafirði, Akureyri, Neskaupstað og í Árborg 12.-19. ágúst 2019 um markmið í starfi Seðlabankans, árangur við stjórn efnahags- og peningamála frá fjármálahruninu 2008 og stórar áskoranir í starfinu framundan.
5. Erindi aðalhogfræðings um þjóðarbúskap við hagsveifluskil hjá Félagi atvinnurekenda 4. september 2019.
6. Erindi seðlabankastjóra „Nýr Seðlabanki – við hverju er að búast?“ á fundi Félags viðskipta- og hagfræðinga 19. september 2019.
7. Erindi seðlabankastjóra um Seðlabankann og sjávarútveginn á Sjávarútvegsdeginum í Hörpu 25. september 2019.
8. Fréttatilkynning um breytingu á gengisskráningu Seðlabankans 9. október 2019.
9. Fréttatilkynning um afmörkun viðskipta lánaþyrirtækja við Seðlabanka Íslands 14. október 2019.
10. Erindi seðlabankastjóra um horfur í efnahagsmálum á fundi í Kviku banka 29. október 2019.
11. Fréttatilkynning um breytingar á reglum nr. 877/2018 um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár 4. nóvember 2019.
12. Erindi seðlabankastjóra um stöðu og horfur í efnahagsmálum á Peningamálafundi Viðskiptaráðs á Hilton Hóteli 7. nóvember 2019.
13. Erindi seðlabankastjóra um hagstjórn og fátækt í Háskóla Íslands 19. nóvember 2019.
14. Erindi aðstoðarseðlabankastjóra um stöðu efnahagsmála á Íslandi og horfur næstu ára á fundi Samiðnaðar 19. nóvember 2019.
15. Erindi seðlabankastjóra um hagstjórn í 100 ár á málþingi Seðlabankans og Hagfræðistofnunar Háskóla Íslands 21. nóvember 2019.
16. Erindi seðlabankastjóra um þróun bankakerfisins og horfur á fjármálamarkaði í dag á SFF-deginum í Hörpu 28. nóvember 2019.
17. Erindi aðstoðarseðlabankastjóra um mikilvægi trausta skipulags- og stjórnarháttanna í baráttunni gegn netárásum á árlegri ráðstefnu seðlabanka Norðurlandanna í Stokkhólmi 28. nóvember 2019.
18. Greinargerð um viðbrögð við hluta tillagna starfshóps um endurskoðun á ramma peningastefnunnar.
19. Yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabanka um verðbólguþröskulmarkmið, mars 2001.

Fyrir hönd peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,



Ásgeir Jónsson

seðlabankastjóri og formaður peningastefnunefndar

## Yfirlit yfir fylgiskjöl

|   | Bls. |
|---|------|
| Yfirlýsing peningastefnunefndar 28. ágúst 2019                                | 8    |
| Yfirlýsing peningastefnunefndar 2. október 2019                               | 9    |
| Yfirlýsing peningastefnunefndar 6. nóvember 2019                              | 10   |
| Yfirlýsing peningastefnunefndar 11. desember 2019                             | 11   |
| Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, ágúst 2019                | 12   |
| Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, október 2019              | 19   |
| Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, nóvember 2019             | 26   |
| Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2019             | 34   |
| Fjármálakreppan, aðgerðir stjórnvalda og endurreisn efnahagslífs á Íslandi    | 40   |
| Seðlabanki Íslands – Markmið, árangur og áskoranir                            | 53   |
| Þjóðarbúskapur við hagsveifluskil   | 68   |
| Nýr Seðlabanki - við hverju er að búast?                                      | 76   |
| Seðlabankinn og sjávarútvegurinn  | 81   |
| Breyting á gengisskráningu Seðlabankans                                       | 93   |
| Afmörkun viðskipta lánafyrirtækja við Seðlabanka Íslands                      | 94   |
| Markaðshorfur að hausti   | 95   |
| Breytingar á reglum nr. 877/2018 um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár       | 106  |
| Peningamálafundur 2019 - Ótroðnar lágvaxtaslóðir                              | 107  |
| Hagstjórn og fátækt   | 120  |
| Vægur samdráttur og verðbólga við markmið – hvað hefur breyst?                | 125  |
| Hundrað ára hagstjórn – hvað höfum við lært                                   |      |
| og hvernig munum við standa okkur betur?                                      | 136  |
| Nokkur atriði um banka  | 153  |
| Mikilvægi traustra skipulags- og stjórnarháttanna í baráttunni gegn netárásun | 165  |
| Viðbrögð við hluta tillagna starfshóps um endurskoðun                         |      |
| á ramma peningastefnunnar   | 167  |
| Yfirlýsing um verðbólguþróun og breytta gengisstefnu                          | 177  |

## Yfirlýsing peningastefnunefndar 28. ágúst 2019

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 3,5%.

Samkvæmt nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birt er í ágústhefti *Peningamála* er gert ráð fyrir 0,2% samdrætti í ár sem er lítillega minni samdráttur en spáð var í maí. Stafar það einkum af þróttmeiri vexti einkaneyslu en framlag utanríkisviðskipta er einnig hagstæðara þar sem eftirspurn beinist í meira mæli að innlendri framleiðslu og vegur það upp á móti meiri samdrætti í ferðaþjónustu. Hagvaxtarhorfur fyrir næsta ár hafa hins vegar versnað þar sem útlit er fyrir að það taki ferðaþjónustuna lengri tíma að ná sér á strik eftir áföll ársins.

Verðbólga var 3,4% á öðrum fjórðungi ársins en minnkaði í 3,1% í júlí. Undirliggjandi verðbólga hefur þróast með áþekktum hætti. Horfur eru á að verðbólga hjaðni hraðar en spáð var í maí og að hún verði komin í markmið á fyrri hluta næsta árs. Gengi krónunnar hefur hækkað um liðlega 2% milli funda og gjaldeyrismarkaður verið í ágætu jafnvægi. Verðbólguvæntingar hafa lækkað í markmið frá síðasta fundi og taumhald peningastefnunnar því aukist lítillega.

Peningastefnan mun á næstunni ráðast af samspili þróunar efnahagssumsvifa annars vegar og verðbólgu og verðbólguvæntinga hins vegar.

## Yfirlýsing peningastefnunefndar

2. október 2019

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 3,25%.

Samkvæmt bráðabirgðatölum þjóðhagsreikninga hélt áfram að hægja á hagvexti á fyrri hluta þessa árs þótt hann hafi verið heldur meiri en gert var ráð fyrir í ágústhefti *Peningamála*. Meiri vöxtur skýrist einkum af hagstæðara framlagi utanríkisviðskipta þar sem eftirspurn beinist í meira mæli að innlendri framleiðslu og vegur það upp á móti samdrætti í útflutningi. Leiðandi vísbendingar benda til þess að áfram muni hægja á vexti efnahagssumsvifa en sjá má merki þess að þjóðarþúið sé mögulega að ná viðspyrnu.

Verðbólga mældist 3,1% á þriðja ársfjórðungi og hjaðnaði milli fjórðunga. Undirliggjandi verðbólga jókst hins vegar milli mánaða í september. Mæld verðbólga var lítillega minni en spáð var í ágúst og horfur eru á að hún hjaðni hraðar en gert var ráð fyrir. Gengi krónunnar hefur hækkað og verðbólguvæntingar lækkað frá síðasta fundi nefndarinnar. Taumhald peningastefnunnar hefur því aukist lítillega.

Nýleg þróun bendir til þess að efnahagssumsvif hafi verið þróttmeiri en gert hefur verið ráð fyrir. Hins vegar eru horfur framundan óvissar, sérstaklega í alþjóðlegum efnahagsmálum. Því gæti dregið hraðar úr innlendum hagvexti en nú er búist við.

Peningastefnan mun á næstunni ráðast af samspili þróunar efnahagssumsvifa annars vegar og verðbólgu og verðbólguvæntinga hins vegar.

## Yfirlýsing peningastefnunefndar

6. nóvember 2019

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 3%.

Samkvæmt nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birt er í nóvemberhefti *Peningamála* hafa horfur um hagvöxt á seinni hluta ársins versnað frá því sem spáð var í ágúst. Hagvöxtur á fyrri hluta ársins var hins vegar meiri en spáð var og er því gert ráð fyrir 0,2% samdrætti á árinu öllu eins og í ágúst. Horfur fyrir næsta ár hafa einnig versnað og er nú spáð 1,6% hagvexti.

Verðbólga hefur verið um eða yfir 3% frá því í vor en í október mældist hún 2,8%. Undirliggjandi verðbólga hefur hins vegar verið þrálátari. Horfur eru á að verðbólga hjaðni hraðar en spáð var í ágúst og að hún verði komin í markmið undir lok þessa árs. Verðbólguvæntingar hafa haldið áfram að lækka og eru við markmið miðað við flesta mælikvarða. Taumhald peningastefnunnar hefur því aukist lítillega milli funda.

Vextir bankans hafa verið lækkaðir um 1,5 prósentur frá því í vor og eiga áhrif þess enn eftir að koma fram að fullu. Lækkun vaxta hefur stutt við eftirspurn og miðað við spá bankans ætti núverandi vaxtastig að duga til að tryggja verðstöðugleika til meðallangs tíma og fulla nýtingu framleiðsluþátta. Þá mun boðuð slökun í aðhaldi ríkisfjármála leggjast á sömu sveif. Efnahagshorfur gætu hins vegar verið of bjartsýnar, einkum vegna óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum.

Peningastefnan mun á næstunni ráðast af samspili þróunar efnahagsumsvifa annars vegar og verðbólgu og verðbólguvæntinga hins vegar.

## Yfirlýsing peningastefnunefndar 11. desember 2019

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því áfram 3%.

Samkvæmt nýlega birtum þjóðhagsreikningum var hagvöxtur 0,2% á fyrstu níu mánuðum ársins. Þetta er aðeins meiri vöxtur en Seðlabankinn gerði ráð fyrir í nóvember en í meginatriðum hefur efnahagsþróunin það sem af er ári verið í samræmi við nóvemberspá bankans.

Verðbólga mældist 2,7% í nóvember og hefur, eins og undirliggjandi verðbólga, hjaðnað milli mánaða. Verðbólguhorfur hafa lítið breyst frá síðasta fundi nefndarinnar og verðbólguvæntingar eru við markmið miðað við flesta mælikvarða. Taumhald peningastefnunnar hefur því lítið breyst milli funda.

Peningastefnan mun á næstunni ráðast af samspili þróunar efnahagsumsvifa annars vegar og verðbólgu og verðbólguvæntinga hins vegar.



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Ágúst 2019 (86. fundur)

Birt: 11. september 2019

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. Þar koma einnig fram upplýsingar um atkvæði einstakra nefndarmanna.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 26. og 27. ágúst 2019, en á honum ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 28. 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 26. júní 2019 og uppfærðri spá í *Peningamálum* 2019/3 hinn 28. ágúst.

### Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í júní hækkaði gengi krónunnar um 2% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili hækkaði það um 2% gagnvart evru og um 3,5% gagnvart bresku pundi en lækkaði um 0,5% gagnvart Bandaríkjadal. Á milli funda keypti Seðlabankinn gjaldeyri fyrir 3 m. evra (0,4 ma.kr.) og nam hlutur Seðlabankans tæplega 2% af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði aukist lítillega frá því rétt eftir birtingu vaxtaákvörðunar nefndarinnar í júní. Raunvextir bankans voru 0,6% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og höfðu hækkað um 0,1 prósentu milli funda. Miðað við ársverðbólgu voru þeir einnig 0,6% og höfðu hækkað um 0,2 prósentur milli funda.



Vextir á millibankamarkaði með krónur lækkuðu í takt við vaxtalækkun Seðlabankans í júní en velta á markaðnum nam um 12 ma.kr. á tímabilinu.

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði lækkað um 0,2 prósentur frá júnifundi nefndarinnar og krafa lengri verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa um 0,1 prósentu. Meðalvextir óverðtryggðra húsnæðislána höfðu lækkað með áþekkingu hætti en meðalvextir verðtryggðra húsnæðislána höfðu lækkað minna.

Vaxtamunur gagnvart útlöndum miðað við þriggja mánaða millibankavexti breyttist lítið milli funda. Hann var 4,7 prósentur gagnvart evrusvæðinu en 2,2 prósentur gagnvart Bandaríkjunum. Mismunur langtímavaxta jókst hins vegar lítillega og var 4,4 prósentur gagnvart Þýskalandi og 2,2 prósentur gagnvart Bandaríkjunum. Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs breyttust einnig lítið. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var 0,7% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldbréfum var 0,5-0,7 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar þess að peningastefnunefnd myndi ákveða að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Helstu rök þeirra voru þau að þótt verðbólga og verðbólguvæntingar væru enn yfir markmiði hefði hvort tveggja hjaðnað auk þess sem gengi krónunnar hefði hækkað frá júnifundi nefndarinnar. Aðhald peningastefnunnar hefði því aukist samhliða því að líkur væru á meiri samdrætti en spáð var í maí.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var um miðjan ágúst bjuggust þeir við því að meginvextir bankans yrðu lækkaðir um 0,25 prósentur í 3,5% á þriðja ársfjórðungi þessa árs og um 0,25 prósentur til viðbótar fyrir lok þessa árs. Þá væntu þeir þess að vextir yrðu 3,25% eftir bæði eitt og tvö ár. Þetta eru lægri vextir en markaðsaðilar væntu í maíkönnuninni. Líkt og í síðustu könnun töldu þeir af hverjum fjórum svarendum að taumhald peningastefnunnar væri of þétt um þessar mundir en hlutfall þeirra sem töldu það vera alltof þétt var þó 20 prósentum lægra en í fyrri könnun. Um 22% svarenda töldu taumhaldið hæfilegt nú sem er svipað og í síðustu könnun bankans.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var rúmlega 8% á öðrum ársfjórðungi sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja en hafði minnkað í um 6½% í júlí. Vöxturinn helgast sem fyrr að stærstum hluta af meiri innlánnum heimila. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda má áætla að útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila hafi stækkað um tæp 9% milli ára á öðrum ársfjórðungi. Á sama tíma jukust útlán til heimila um tæp 8% milli ára og útlán til atvinnufyrirtækja um tæp 10%.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI10, lækkaði um 3% á milli funda. Velta á aðalmarkaði nam 365 ma.kr. á fyrstu sjö mánuðum ársins sem er 23% meiri velta en á sama tímabili í fyrra.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var í júlí sl. hafa horfur í heimsbúskapnum versnað frá aprílspá sjóðsins. Gert er ráð fyrir 3,2% hagvexti í heiminum í ár og 3,5% á því næsta sem er 0,1 prósentu minni hagvöxtur en spáð var í apríl. Minni hagvöxt í heiminum má rekja til verri horfa í nýmarkaðs- og þróunarríkjum, einkum í Brasilíu og Mexíkó. Sjóðurinn spáir hins vegar 0,1 prósentu meiri hagvexti í þróuðum ríkjum á þessu ári og að hann verði 1,9%. Það endurspeglar einkum meiri hagvöxt í Bandaríkjunum á fyrsta ársfjórðungi en gert hafði verið ráð fyrir í apríl. Sjóðurinn telur áfram meiri líkur á að heimshagvexti sé ofspáð fremur en vanspáð, m.a. vegna hættu á að alþjóðlegar viðskiptadeilur magnist enn frekar. Gerir hann ráð fyrir enn hægari vexti alþjóðaviðskipta á þessu ári og því næsta en hann gerði í apríl. Spáð er að

verðbólga meðal þróaðra ríkja verði 1,6% í ár sem er óbreytt frá aprílspánni. Horfur eru á 2% verðbólgu á næsta ári sem er lítillega minna en spáð var í vor.

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 67 ma.kr. á fyrstu sjö mánuðum ársins á föstu gengi samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands. Á sama tíma í fyrra var 115 ma.kr. halli á föstu gengi. Minni halli nú skýrist af útflutningi á flugvélum í byrjun þessa árs en einnig hefur verðmæti innflutnings dregist saman um 8% það sem af er ári. Samdráttur innflutningsverðmætis án skipa og flugvéla hefur aukist eftir því sem liðið hefur á árið. Hefur það dregist saman um liðlega 12% undanfarna þrjá mánuði miðað við sama tíma í fyrra og fara þarf aftur til ársins 2009 til að finna meiri samdrátt á þennan mælikvarða. Munar mest um minna innflutningsverðmæti fólksbíla, eldsneytis og smurolíu en einnig dróst verðmæti hrávöru saman. Verðmæti útflutnings án skipa og flugvéla dróst saman um rúmlega 3% milli ára á fyrstu sjö mánuðum ársins, einkum á áli, en á móti jókst útflutningsverðmæti sjávarafurða um 1%.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð lækkaði álverð um tæplega 2% milli funda peningastefnunefndar og var 16,5% lægra en á sama tíma í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hafi hækkað um rúmlega 6% milli ára á fyrri helmingi ársins. Heimsmarkaðsverð á olíu lækkaði um tæplega 9% milli funda peningastefnunefndar og var u.þ.b. 60 Bandaríkjadalir á tunnu rétt fyrir fund nefndarinnar. Það er 22% lægra verð en á sama tíma í fyrra.

Raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag var nánast óbreytt milli mánaða í júlí og var þá 7% yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs en 16,5% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Í júlí lækkaði raugengi á þennan mælikvarða um 10,6% frá fyrra ári og má rekja lækkunina til 11,8% lækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var 1,4 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjórðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum um 2% á öðrum ársfjórðungi frá sama tíma í fyrra. Fjölgun heildarvinnustunda skýrist af 2,7% fjölgun starfa en á móti styttist meðalvinnuvikan um 0,7% frá fyrra ári. Þótt störfum hafi fjölgað milli ára fækkaði þeim um 0,2% milli ársfjórðunga að teknu tilliti til árstíðar. Viðsnúningur í fjölgun starfa sést enn skýrar í tölum úr staðgreiðsluskrá en samkvæmt þeim fækkaði störfum um 1% milli ára á fjórðungnum og um 0,9% milli fjórðunga. Samkvæmt VMK dróst atvinnuþátttaka einnig saman frá fyrri fjórðungi og hlutfall starfandi lækkaði þriðja fjórðunginn í röð. Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi jókst um 0,7 prósentur milli fjórðunga og mældist 3,8% á öðrum ársfjórðungi.

Íbúum landsins fjölgaði um 2,1% milli ára á öðrum ársfjórðungi en þar af voru 1,6 prósentur vegna búferlaflutninga erlendra ríkisborgara. Heldur hefur hægt á fjölgun erlendra ríkisborgara undanfarna ársfjórðunga en fjölgunin á öðrum fjórðungi var áþekk því sem hún var síðla árs 2016. Á fyrstu sjö mánuðum ársins hægði á útgáfu nýrra tímabundinna atvinnuleyfa milli ára og fjöldi virkra starfsmanna starfsmannaleigna og erlendra þjónustufyrirtækja hefur haldist tiltölulega stöðugur frá áramótum.

Launavísitalan hækkaði um 2,1% milli fjórðunga á öðrum fjórðungi ársins og um 5,4% milli ára. Raunlaun voru 1,9% hærri á fjórðungnum en á sama tíma árið 2018.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu í upphafi þriðja ársfjórðungs gefa til kynna að hægt hafi á vexti hennar. Nýskráningum bifreiða fækkaði og aukning greiðslukortaveltu var fremur

hófleg. Væntingavísitala Gallup hækkaði lítillega milli mánaða í júlí og mældist 89,6 stig. Hún mældist þó enn talsvert lægri en á sama tíma fyrir ári.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok júlí, var óbreytt milli mánaða sé litið framhjá árstíðarsveiflu en hækkaði um 3,5% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,2% milli mánaða í júlí að teknu tilliti til árstíðar en um 2,9% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 10% á fyrstu sjö mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en kaupsamningum með nýbyggingar fækkaði um tæpt 21% á sama tímabili. Meðalsölutími á landinu öllu mældist því um 3,3 mánuðir á fyrstu sjö mánuðum ársins og hefur lengst um 0,4 mánuði frá sama tímabili í fyrra.

Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,21% milli mánaða í júlí. Ársverðbólga mældist 3,1% og hafði hjaðnað um 0,5 prósentur frá júnifundi peningastefnunnendrar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hækkað um 2,8% frá júlí í fyrra og munurinn á milli verðbólgu með og án húsnæðis haldið áfram að minnka undanfarna mánuði. Verðbólga er hins vegar minni á mælikvarða samræmdu neysluverðsvísitölunnar sem undanskilur einnig kostnað vegna eigin húsnæðis og hafði í júlí hækkað um 1,6% sl. tólf mánuði. Undirliggjandi verðbólga var 3,1% í júlí miðað við miðgildi ólíkra mælikvarða og hjaðnaði einnig milli funda.

Sumarútsölur höfðu mikil áhrif í júlí og voru áhrifin meiri en bæði á sama tíma í fyrra og í vetrarútsölum sl. janúar. Kostnaður vegna eigin húsnæðis hafði í júlí hækkað um 2,6% sl. tólf mánuði og hefur árshækkunin ekki verið minni síðan í byrjun sumars 2013.

Samkvæmt könnun Seðlabankans sem gerð var um miðjan ágúst lækka verðbólguvæntingar markaðsaðila milli kannana og búast þeir við því að verðbólga verði tæp 3% að ári liðnu og 2,5% eftir tvö ár. Þeir gera jafnframt ráð fyrir að verðbólga verði að meðaltali 2,5% á næstu fimm árum sem er um 0,5 prósentum lægra en í ágústkönnuninni fyrir ári. Væntingar þeirra til tíu ára hafa einnig lækkað í verðbólgu markmiðið. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur einnig lækkað lítillega frá júnifundi peningastefnunnendrar. Álagið til fimm og tíu ára hefur að meðaltali verið 2,9% það sem af er þriðja ársfjórðungi sem er 0,6-0,9 prósentum lægra en á sama tíma fyrir ári.

Samkvæmt uppfærðri spá sem birtist í *Peningamálum* 28. ágúst gerir betri upphafsstaða það að verkum að talið er að verðbólga verði minni það sem eftir lifir árs í samanburði við það sem gert var ráð fyrir í maí. Talið er að hún verði 3,2% á þriðja ársfjórðungi og minnki í 2,9% á síðasta fjórðungi ársins. Horfur fyrir næsta ár batna einnig, einkum vegna minni innfluttrar verðbólgu. Verðbólguvæntingar hafa einnig lækkað eftir að hafa hækkað í fyrra. Gert er ráð fyrir að verðbólga verði komin í markmið á fyrri hluta næsta árs en líkt og spáð var í maí fer hún um tíma niður fyrir það á seinni hluta ársins. Samkvæmt spánni tekur hún síðan að þokast upp í markmið árið 2022.

Talið er að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands verði 1,6% í ár sem er 0,1 prósentu minni vöxtur en gert var ráð fyrir í maí. Einnig er útlit fyrir lítillega minni hagvöxt á næstu tveimur árum. Hagstæð þróun sjávarafurðaverðs og lækkun olíuverðs gerðu það að verkum að viðskiptakjör bötnuðu um 1,7% milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins. Gert er ráð fyrir að viðskiptakjör standi nánast í stað í ár sem er svipað og spáð var í maí. Horfur fyrir næsta ár hafa hins vegar batnað en þar vega þyngst lægra olíuverð og minni hækkun almenns innflutningsverðs.

Gengi krónunnar lækkaði sl. haust í kjölfar fréttar af fjármögnunarvanda WOW Air og rýrnunar viðskiptakjara. Á fyrri hluta þessa árs hélst gengið tiltölulega stöðugt en frá síðari hluta júlímánaðar hefur gengið hækkað nokkuð en það var þó svipað á ágústfundinum og það var við útgáfu *Peningamála* í maí og enn um 10% lægra en á sama tíma í fyrra sé miðað við

viðskiptavegna gengisvísitölu. Gengisvísitalan hefur verið um 181 stig undanfarið og byggist grunnsþáin á þeirri forsendu að hún haldist nálægt því stigi það sem eftir lifir árs og út spátímam. Þetta er lítillega lægra gengi en gert var ráð fyrir í maí.

Hagvöxtur var 1,7% á fyrsta fjórðungi þessa árs og var hann í takt við maíspá bankans. Útlit er þó fyrir að landsframleiðslan dragist saman um 0,2% í ár sem er lítillega minni samdráttur en talið var í maí þrátt fyrir að nú sé útlit fyrir meiri fækkun ferðamanna til landsins og meiri útflutningssamdrátt. Skýrist það að hluta af því að undirliggjandi vöxtur einkaneyslu virðist þróttmeiri en ekki síður af því að neysluútgjöld beinast í meira mæli að innlendri framleiðslu eins og sést á miklum samdrætti innflutnings. Líkt og í maí er talið að þjóðarbúið taki við sér á ný á næsta ári og hagvöxtur verði 1,9%. Það er nokkru minni hagvöxtur en spáð var í maí sem má rekja til þess að nú eru horfur á að það taki ferðaþjónustuna lengri tíma að ná sér á strik eftir áföll ársins en þá var gert ráð fyrir. Spáð er að hagvöxtur aukist í 2,7% árið 2021 sem er svipað og í maíspánni.

Forsendur um launaþróun á spátímanum hafa lítið breyst frá því í maí. Horfur fyrir framleiðniþróun eru jafnframt lítið breyttar og því þróast launakostnaður á framleidda einingu eins og í maíspánni. Talið er að hann hækki um 6,8% í ár og um 4% á ári að meðaltali á næstu tveimur árum.

Störfum fækkaði á öðrum fjórðungi ársins og atvinnuleysi jókst nokkuð og hefur ekki verið meira frá árinu 2015. Hratt hefur því dregið úr þeirri spennu sem myndaðist í þjóðarbúinu eftir mikinn vöxt efnahagssumsvifa undanfarin ár. Talið er að framleiðsluspennan sé u.þ.b. horfin og að smávægilegur slaki myndist í lok þessa árs. Þegar kemur fram á næsta ár tekur atvinnuleysi að minnka á ný og slakinn hverfur undir lok ársins.

## II Vaxtaákvörðunin

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í júní hafði nefndin ákveðið að lækka vexti í ljósi þess að vísbendingar væru um að samdráttur í þjóðarþjónustunum gæti orðið meiri og varað lengur en var talið í maí. Einnig hefðu verðbólguvæntingar lækkað milli funda nefndarinnar og taumhald peningastefnunnar því aukist á ný.

Nefndin ræddi efnahagsþróunina og horfur og tók í því sambandi mið af uppfærðri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 28. ágúst en samkvæmt henni væri gert ráð fyrir 0,2% samdrætti í ár sem væri lítillega minni samdráttur en spáð var í maí. Voru nefndarmenn sammála um að það stafaði einkum af þróttmeiri vexti einkaneyslu en framlag utanríkisviðskipta væri einnig hagstæðara. Fram kom í umræðunni að rekja mætti það til þess að eftirspurn beindist í meira mæli að innlendri framleiðslu og vegi það upp á móti meiri samdrætti í ferðaþjónustu. Nefndin tók mið af því að hagvaxtarhorfur fyrir næsta ár hefðu hins vegar versnað þar sem útlit væri fyrir að það tæki ferðaþjónustuna lengri tíma að ná sér á strik eftir áföll ársins. Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur hefðu einnig versnað og óvissa og svartsýni aukist. Voru nefndarmenn þó sammála um að fyrra mat á efnahagshorfum hefði ekki breyst til muna og að þrátt fyrir þá efnahagsskelli sem þjóðarbúið varð fyrir á fyrri hluta ársins væru horfur á að aðlögunin yrði nokkuð hófleg að öðru óbreyttu.

Nefndarmenn ræddu verðbólguþróunina en verðbólga var 3,4% á öðrum fjórðungi ársins en minnkaði í 3,1% í júlí. Nefndin tók mið af því að undirliggjandi verðbólga hefði þróast með áþekkingu hætti. Horfur væru á að verðbólga hjaðni hraðar en spáð var í maí og yrði komin í

markmið á fyrri hluta næsta árs. Horfðu nefndarmenn einnig til þess að gengi krónunnar hefði hækkað um líðlega 2% milli funda og að gjaldeyrismarkaður hefði verið í ágætu jafnvægi. Lögð var áhersla á að verðbólguvæntingar hefðu lækkað í markmið frá síðasta fundi og taumhald peningastefnunnar því aukist lítillega. Nefndin ræddi þróun raunvaxta og hvaða raunvaxtastig væri ákjósanlegt á þessum stað í hagsveiflunni. Einnig var nokkur umræða um að dregið hefði úr umsvifum á fasteignamarkaði og útlánavexti að undanfögnu, bæði til heimila og atvinnufyrirtækja. Talið var að líklega mætti rekja það til minnkandi eftirspurnar en einnig til áhrifa lausafjárstöðu sumra viðskiptabanka sem þurfa að gæta að leyfilegum lausafjárhlutföllum.

Allir nefndarmenn voru þeirrar skoðunar að rétt væri að lækka vexti bankans enn frekar. Fram kom í umræðunni að hagvaxtarhorfur væru mögulega ofmetnar, m.a. þar sem alþjóðlegur hagvöxtur gæti reynst minni en gert er ráð fyrir – ekki síst vegna vaxandi óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum. Einnig var bent á að það ætti eftir að koma í ljós hvernig fyrirtækjum í ferðaþjónustu myndi vegna í vetur. Fram kom í umræðunni að minni umsvif á fasteignamarkaði og samdráttur fjárfestingar og innflutnings þrátt fyrir aukinn kaupmátt launa gætu bent til þess að aðilar teldu að staða efnahagsmála væri lakari en hún væri í raun. Því væri rétt að lækka vexti bankans til þess að örva fjárfestingu og fasteignamarkaðinn ásamt því að draga úr svartsýni. Á móti var bent á að verðbólga væri enn yfir markmiði, innlendur verðbólguþrýstingur hefði aukist á nokkra mælikvarða, horfur væru á að launakostnaður á framleidda einingu myndi aukast um hátt í 7% á þessu ári og ekki væri búið að ljúka kjarasamningum opinberra starfsmanna. Því væri einnig mikilvægt að stíga varlega til jarðar.

Nefndarmenn voru sammála um að tekist hefði að veita langtímaverðbólguvæntingum traustari kjölfestu sem gerði það að verkum að svigrúm væri fyrir hendi til að mæta efnahagssamdrættinum með slökun á taumhaldi peningastefnunnar. Einnig var bent á að áhrif gengislækkunar krónunnar á verðlag hefðu verið tiltölulega hófleg og mætti líklega að einhverju leyti einnig rekja það til aukins trúverðugleika peningastefnunnar og betri kjölfestu verðbólguvæntinga.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu lækkaðir um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 3,5%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 3,25%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 4,25% og daglánavextir 5,25%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Að mati nefndarmanna myndi peningastefnan á næstunni ráðast af samspili þróunar efnahagsumsvifa annars vegar og verðbólgu og verðbólguvæntinga hins vegar.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Ásgeir Jónsson, 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 2. október 2019.



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Október 2019 (87. fundur)

Birt: 16. október 2019

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. Þar koma einnig fram upplýsingar um atkvæði einstakra nefndarmanna.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 30. september og 1. október 2019, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 2. 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 28. ágúst 2019.

### Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í ágúst hækkaði gengi krónunnar um 1,8% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili hækkaði það um 2,5% gagnvart evru, um 0,3% gagnvart bresku pundi og um 0,6% gagnvart Bandaríkjadal. Á milli funda keypti Seðlabankinn gjaldeyri fyrir 15 m. evra (2 ma.kr.) og nam hlutur Seðlabankans um 11% af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði aukist frá því rétt eftir birtingu vaxtaákvörðunar nefndarinnar í ágúst. Raunvextir bankans voru 0,7% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og höfðu hækkað um 0,3 prósentur milli funda. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 0,5% og höfðu hækkað um 0,1 prósentu milli funda.

Vextir á millibankamarkaði með krónur lækkuðu í takt við vaxtalækkun Seðlabankans í ágúst en velta á markaðnum nam um 1 ma.kr. á tímabilinu.

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði lækkað um 0,3 prósentur frá ágústfundi nefndarinnar og krafa lengri verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa um 0,1 prósentu. Meðalvextir óverðtryggðra húsnæðislána höfðu lækkað með áþekkingu hætti en meðalvextir verðtryggðra húsnæðislána höfðu lækkað minna.

Vaxtamunur gagnvart útlöndum miðað við þriggja mánaða millibankavexti hafði heldur minnkað milli funda. Hann var 4,6 prósentur gagnvart evrusvæðinu en 2,1 prósentu gagnvart Bandaríkjunum. Mismunur langtímavaxta minnkaði um 0,5 prósentur og var 3,9 prósentur gagnvart Þýskalandi og 1,7 prósentur gagnvart Bandaríkjunum. Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs breyttust lítið milli funda. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var 0,8% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldabréfum var 0,5-0,7 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu þess ýmist að peningastefnunefnd myndi lækka vexti bankans um 0,25 prósentur eða halda þeim óbreyttum. Helstu rök þeirra fyrir lækkun vaxta voru þau að verðbólguvæntingar hefðu lækkað og gengi krónunnar hækkað á milli funda. Helstu rök fyrir óbreyttum vöxtum var óvissa um útkomu ólokinnar kjarasamninga opinberra starfsmanna auk þess sem ferðaþjónustan virtist koma betur undan sumri en óttast hafði verið.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var tæplega 5% í ágúst sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja. Vöxturinn helgast sem fyrr að stærstum hluta af meiri innlánnum heimila. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda má áætla að útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila hafi stækkað um 6½% milli ára í ágúst. Á sama tíma jukust útlán til heimila um 6½% milli ára og útlán til atvinnufyrirtækja um tæp 5%.

Úrvalsísitatala Kauphallarinnar, OMXI10, lækkaði um 4% á milli funda. Velta á aðalmarkaði nam 410 ma.kr. á fyrstu átta mánuðum ársins sem er um 23% meiri velta en á sama tímabili í fyrra.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Samkvæmt uppfærðri spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) sem birt var í september sl. hafa horfur í heimsbúskapnum versnað. Gert er ráð fyrir 2,9% hagvexti í heiminum í ár og 3% á því næsta sem er 0,3-0,4 prósentum minni vöxtur en stofnunin spáði í maí sl. Gangi spáin eftir yrði þetta minnsti heimshagvöxtur síðan í fjármálakreppunni. Minni hagvöxt í heiminum má bæði rekja til verri horfa í þróuðum ríkjum og nýmarkaðsríkjum en OECD lækkaði hagvaxtarspá sína fyrir flest G20-ríkin. Meðal þróaðra ríkja er einkum gert ráð fyrir minni hagvexti í Bandaríkjunum og Ástralíu en einnig í Bretlandi og á evrusvæðinu. OECD telur meiri líkur á að heimshagvexti sé ofspáð fremur en vanspáð. Hagvöxtur gæti m.a. orðið minni ef alþjóðlegar viðskiptadeilur magnast enn frekar og ef Bretland gengur úr Evrópusambandinu (ESB) án samnings.

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 79 ma.kr. á fyrstu átta mánuðum ársins á föstu gengi. Á sama tíma í fyrra var um 134 ma.kr. halli á föstu gengi. Minni halli nú skýrist af útflutningi á flugvélum í byrjun þessa árs en einnig hefur verðmæti innflutnings dregist saman um 10% það sem af er ári. Samdráttur innflutningsverðmætis án skipa og flugvéla hefur aukist eftir því sem liðið hefur á árið. Hefur það dregist saman um tæp 15% undanfarna þrjú mánuði miðað við sama tíma í fyrra og fara þarf aftur til ársins 2009 til að finna meiri samdrátt á þennan mælikvarða. Munar mest um minna innflutningsverðmæti eldsneytis og smurolíu en einnig dróst verðmæti flutningatækja, hrá- og rekstrarvöru saman. Verðmæti útflutnings án skipa og flugvéla dróst saman um tæplega 6% milli ára á fyrstu átta mánuðum ársins, einkum á iðnaðarvöru en til viðbótar dróst útflutningsverðmæti sjávarafurða saman um liðlega 1%.



Miðað við skráð heimsmarkaðsverð lækkaði álverð um rúmlega 2% milli funda peningastefnunefndar og var tæplega 17% lægra en á sama tíma í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hafi hækkað um 7% milli ára á fyrstu átta mánuðum ársins. Heimsmarkaðsverð á olíu hækkaði snögglega um miðjan septembermánuð í kjölfar árásar á olíuvinnslustöðvar í Sádi-Arabíu. Sú hækkun gekk til baka og var olíuverð tæplega 59 Bandaríkjadalir á tunnuna rétt fyrir októberfund peningastefnunefndar. Það er svipað verð og var rétt fyrir ágústfund nefndarinnar en rúmlega 30% lægra en í byrjun október í fyrra.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 2,6% milli mánaða í ágúst og var þá 9,7% yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs en 14,4% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu átta mánuðum ársins var raungengi á þennan mælikvarða 9,5% lægra en á sama tímabili í fyrra og má rekja lækkunina til 10,9% lækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var 1,5 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofan birti í lok ágúst var 2,7% árshagvöxtur á öðrum ársfjórðungi. Þjóðarútgjöld jukust um 0,2% en framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var jákvætt um sem nemur 2,6 prósentum. Bæði útflutningur og innflutningur drógust saman milli ára á tímabilinu en samdráttur innflutnings var mun meiri.

Hagvöxtur var 0,9% á fyrri hluta ársins. Neysla og fjárfesting minnkuðu um 1,4% milli ára á tímabilinu en vegna mikils samdráttar í birgðabreytingum á fyrsta ársfjórðungi var samdráttur þjóðarútgjalda talsvert meiri eða 2,4%. Þrátt fyrir samdrátt í útflutningi var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar jákvætt um sem nam 3,3 prósentum þar sem innflutningur minnkaði um 10,6% frá fyrra ári. Í samanburði við spána sem birtist í *Peningamálum* í ágúst var hagvöxtur tæplega ½ prósentu meiri en þar var spáð. Þróun einkaneyslu, íbúðafjárfestingar og útgjalda hins opinbera á fyrri hluta ársins var í takt við spána en samdráttur atvinnuvegafjárfestingar var meiri. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var meira en búist var við, einkum vegna veikari innflutnings.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 11,1 ma.kr. á öðrum ársfjórðungi sem er hagstæðari niðurstaða en á sama tíma í fyrra þegar mældist 4,4 ma.kr. halli. Skýrist það að stærstum hluta af minni halla á vöruviðskiptum. Þá var jöfnuður frumþáttatekna að meðtöldum rekstrarframlögum einnig jákvæðari nú en í fyrra. Afgangur á þjónustuviðskiptum jókst lítillega á milli ára sem var hagstæðari niðurstaða en búist var við í ágústspá bankans.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi voru heldur veikari en þær voru á öðrum fjórðungi sem gefur til kynna að áfram muni draga úr vexti hennar. Væntingavísitala Gallup mældist 99,2 stig í september sem var nokkru hærra en í mánuðinum á undan og hækkaði vísitalan einnig milli ára. Vísitalan var einnig að jafnaði lítillega hærri á þriðja ársfjórðungi en hún var á öðrum fjórðungi.

Samkvæmt frumvarpi til fjárlaga fyrir árið 2020 er gert ráð fyrir að afkoma ríkissjóðs verði í samræmi við áætlaða afkomu ársins samkvæmt fjármálaáætlun fyrir árin 2020-2024. Við endurmat fjármála- og efnahagsráðuneytisins um afkomu ársins 2019 samanborið við fjárlög fyrir það ár versnar afkoman um 1,3 prósentur af landsframleiðslu. Miðað við afkomu ársins 2018 samkvæmt tölum Hagstofunnar og áætlun fjármála- og efnahagsráðuneytisins fyrir afkomu ársins 2019 versnar afkoman um 1,2 prósentur af landsframleiðslu milli áranna 2018 og 2019. Fjármála- og efnahagsráðuneytið áætlar jafnframt að óleiðréttur afgangur á frumjöfnuði minnki um allt að 1,4 prósentur af landsframleiðslu milli áranna 2018 og 2019. Í hvaða mæli

Þessi áætlun felur í sér breytingu á mati Seðlabankans á aðhaldi í ríkisfjármálum á þessu og næsta ári mun ráðast af því hvernig spár um afkomu og framleiðsluspennu munu þróast.

Samkvæmt niðurstöðum haustkönnunar Gallup sem framkvæmd var í september meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna nokkru betri en í sumarkönnuninni en heldur lakari en í haustkönnuninni fyrir ári. Viðhorf stjórnenda til horfa á næstu sex mánuðum er þó heldur jákvæðara en bæði í sumar og haustið 2018. Um 56% stjórnenda töldu núverandi aðstæður hvorki góðar né slæmar og um 29% töldu þær góðar. Horft til næstu sex mánaða telja 30% stjórnenda að aðstæður í efnahagslífinu versni og um 49% að þær verði hvorki betri né verri. Um fimmtungur stjórnenda telur að aðstæður verði betri eftir sex mánuði eða heldur fleiri en í sumar. Stjórnendur eru þó lítils háttar svartsýnni um þróun innlendar eftirspurnar en í sumarkönnuninni, einkum stjórnendur í verslun og byggingarstarfsemi.

Samkvæmt könnuninni eru viðhorf til rekstrarhorfa jákvæðari en í vorkönnuninni og álíka mörg fyrirtæki telja nú að hagnaður sem hlutfall af veltu verði meiri í ár en í fyrra og að hann verði minni. Viðhorf batna meðal stjórnenda í öllum greinum en einkum meðal stjórnenda fyrirtækja í sjávarútvegi og fjármála- og tryggingastarfsemi. Áfram telja fleiri stjórnendur að fjárfesting verði minni í ár en í fyrra.

Samkvæmt árstíðarleiðréttum niðurstöðum haustkönnunarinnar var munur á hlutfalli fyrirtækja sem vildu fjölga starfsfólki og þeirra sem vildu fækka því neikvæður um 7 prósentur. Stjórnendur voru því heldur minna svartsýnir en þeir voru í sumarkönnuninni þegar hann var neikvæður um 12 prósentur. Áfram eru horfur á fjölgun starfa í ýmissi sérhæfðri þjónustu og verulega dró úr svartsýni milli kannana í sjávarútvegi og samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu þar sem álíka margir stjórnendur vildu fjölga starfsfólki og fækka því. Á móti voru viðhorf stjórnenda í byggingastarfsemi og veitum og í verslun heldur svartsýnni en í sumar og að fjármálastarfsemi meðtalinni er útlit fyrir nokkra fækkun starfa í greinum.

Sé leiðrétt fyrir árstíð töldu 15% stjórnenda vera skort á starfsfólki sem er lítillega hærra hlutfall en í sumarkönnuninni. Skorturinn var áfram mestur í ýmissi sérhæfðri þjónustu þar sem 25% stjórnenda töldu sig búa við skort en næst mestur var hann í sjávarútvegi þar sem hlutfallið hækkaði um 17 prósentur milli kannana og mældist 21%. Sáralítill skortur var í verslun og enginn stjórnandi í fjármála- og tryggingastarfsemi taldi sig búa við skort á starfsfólki. Skorturinn var undir langtímameðaltali í öllum atvinnugreinum, að sjávarútvegi undanskildum.

Um 41% stjórnenda taldi fyrirtæki sitt eiga í vandræðum með að mæta óvæntri eftirspurn, að teknu tilliti til árstíðarsveiflu. Hlutfallið var lítið breytt frá sumarkönnuninni og hefur verið nálægt langtímameðaltali sínu frá haustkönnuninni í fyrra. Tæplega þrjú af hverjum fimm stjórnendum í ýmissi sérhæfðri þjónustu töldu sig eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn en nálægt einn af hverjum fjórum stjórnendum í verslun, fjármálastarfsemi og samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu voru sömu skoðunar.

Launavísitalan var nær óbreytt milli mánaða í ágúst og hækkaði um 4,3% milli ára. Raunlaun voru 1,1% hærri en á sama tíma árið 2018.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok september, hækkaði um 0,2% milli mánaða sé litið framhjá árstíðarsveiflu en um 3,3% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,7% milli mánaða í ágúst að teknu tilliti til árstíðar en um 3,6% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 8,5% á fyrstu átta mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en kaupsamningum með nýbyggingar um 14,1% á sama tímabili.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,09% milli mánaða í september. Ársverðbólga mældist 3% og hjaðnaði frá ágústfundi peningastefnufndar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hækkað um 2,9% frá september í fyrra. Undirliggjandi verðbólga jókst hins vegar milli funda og var 3,4% í september miðað við miðgildi ólíkra mælikvarða. Verðhækkunarir vegna útsöluloka höfðu mest áhrif í september en lækkun flugfargjalda vó upp á móti. Áfram hefur hægt á hækkingu kostnaðar vegna eigin húsnæðis sem hafði í september aukist um rúmlega 2% sl. tólf mánuði.

Samkvæmt haustkönnunum Gallup lækkuðu verðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja til eins árs frá síðustu könnunum. Heimilin vænta að verðbólga verði 3% að ári liðnu og væntingar fyrirtækja eru komnar í verðbólguþröng. Væntingar heimila og fyrirtækja til tveggja ára eru um og yfir 3% og hafa lækkað frá því á sama tíma í fyrra. Langtímaverðbólguvæntingar þeirra eru einnig 3% og lækka væntingar heimila frá sumarkönnuninni. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára var um 2,4% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði lækkað um 0,3 prósentur frá ágústfundinum. Álagið til tíu ára var 2,7% á þriðja ársfjórðungi sem er 1 prósentu lægra en á þriðja ársfjórðungi í fyrra.

## II Vaxtaákvörðunin

Nefndin fjallaði um tillögur um afmörkun viðskipta við Seðlabanka Íslands og í því sambandi um breytingar á reglum um viðskipti lánaþyrtækja og annarra aðila við Seðlabanka Íslands og bindiskyldu lánaþyrtækja. Í kjölfar umræðu um tillögurnar voru þær samþykktar af nefndinni.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu hækkað frá ágústfundi nefndarinnar. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í ágúst hafði nefndin ákveðið að lækka vexti í ljósi þess að hagvaxtarhorfur fyrir næsta ár hefðu versnað og útlit var fyrir að verðbólga myndi hjaðna hraðar en spáð var í maí. Einnig væru hagvaxtarhorfur mögulega ofmetnar m.a. vegna versnandi skilyrða í alþjóðlegum efnahagsmálum.

Nefndin fjallaði um bráðabirgðatölur þjóðhagsreikninga en samkvæmt þeim hægði áfram á hagvexti á fyrri hluta þessa árs þótt hann hafi verið heldur meiri en gert var ráð fyrir í ágústhefti *Peningamála*. Nefndarmenn tóku mið af því að meiri vöxtur skýrðist einkum af hagstæðara framlagi utanríkisviðskipta þar sem eftirspurn beindist í meira mæli að innlendi framleiðslu og hefði það vegið upp á móti samdrætti í útflutningi. Nefndarmenn voru sammála um að leiðandi vísbendingar bentu til þess að áfram myndi hægja á vexti efnahagssumsvifa en töldu það jákvætt að sjá mætti merki þess að þjóðarbúið væri mögulega að ná viðspyrnu. Fram kom í umræðunni að vísbendingar væru um að stjórnendur fyrirtækja væru lítillaga jákvæðari um núverandi stöðu og efnahagshorfur en á fyrri hluta ársins. Hins vegar var nefnt að óvissa væri fyrir hendi á vinnumarkaði og að aðstæður gætu versnað í vetur, einkum hjá fyrirtækjum í ferðaþjónustu.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga mældist 3,1% á þriðja ársfjórðungi og hjaðnaði milli fjórðunga. Nefndarmenn veittu því athygli að undirliggjandi verðbólga hefði hins vegar aukist milli mánaða í september. Mæld verðbólga var lítillaga minni en spáð var í ágúst og tóku nefndarmenn einnig mið af því að horfur væru á að hún myndi hjaðna hraðar en gert var ráð fyrir. Lögð var áhersla á að gengi krónunnar hefði hækkað og verðbólguvæntingar lækkað frá síðasta fundi nefndarinnar. Taumhald peningastefnunnar hefði því aukist lítillaga. Fram kom í umræðunni að jákvætt væri að verðbólguvæntingar hefðu áfram lækkað og væri það vísbending um aukinn trúverðugleika peningastefnunnar.

Nefndarmenn voru sammála um að nýleg þróun benti til þess að efnahagssumsvif hefðu verið þróttmeiri en gert hafði verið ráð fyrir. Fram kom að raunhagkerfið væri nokkuð sterkt miðað

við þau efnahagsáföll sem hefðu átt sér stað snemma á þessu ári. Að þeirra mati mætti að hluta til þakka það þeim skrefum sem höfðu verið tekin til að draga úr taumhaldi peningastefnunnar. Efnahagshorfur væru hins vegar óvissar, sérstaklega í alþjóðlegum efnahagsmálum, og því gæti dregið hraðar úr innlendum hagvexti en nú væri búist við. Nokkur umræða varð um að þrátt fyrir að hægt hefði á útlánavexti, einkum til atvinnufyrirtækja, væri enn nokkur vöxtur á útlánum bæði til heimila og atvinnufyrirtækja. Einnig kom fram í umræðunni að í ljósi þess að lánaskilyrði virtust hafa þrengst hjá lánveitendum gæti miðlunin á vaxtalækkunum Seðlabankans í útlánavexti í einhverjum tilfellum verið minni en ella. Hins vegar hefðu vextir á húsnæðislánum lækkað nokkuð og vísbendingar væru um aukna ásókn fyrirtækja í fjármögnun utan hefðbundinnar bankafjármögnunar. Nefndin ræddi einnig horfur á fasteignamarkaði og að dregið hefði úr fjölda kaupsamninga undanfarin misseri á sama tíma og framboð hefði aukist, einkum á hlutfallslega dýrari fasteignum. Fram kom að fjöldi kaupsamninga á íbúðamarkaði væri þó við meðaltal undanfarinna sjö ára eða svipaður og hann var árið 2006.

Nefndin ræddi þá möguleika að halda vöxtum óbreyttum eða lækka vexti um 0,25 prósentur. Helstu rökin fyrir því að hafa óbreytta vexti voru þau að þjóðarbúið hefði verið sterkara á fyrri hluta ársins en búist var við og að nýleg hækkun raunvaxta gæti verið í samræmi við þá þróun. Ekki væri útilokað að einkaneysla reyndist þróttmeiri en talið væri enda hefðu ráðstöfunartekjur hækkað töluvert undanfarin misseri, sparnaður aukist og veðrymi til lántöku væri sögulega hátt. Einnig væru verðbólga og nokkrir mælikvarðar á verðbólguvæntingar enn yfir markmiði auk þess sem undirliggjandi verðbólga hefði þokast upp. Í ljósi slökunar á aðhaldi ríkisfjármála þyrfti einnig minni slökun peningastefnunnar en ella, auk þess sem ekki væri búð að ljúka kjarasamningum opinberra starfsmanna.

Helstu rökin fyrir því að lækka vexti enn frekar voru þau að þótt núverandi staða efnahagsmála væri betri en spáð var væri aukin hætta á að hagvaxtarhorfur væru ofmetnar, einkum vegna verri efnahagshorfa erlendis, og óvissa hefði aukist. Því gæti verið rétt að lækka vexti til að draga úr hættu á frekari veikingu eftirspurnar. Verðbólga hefði þar að auki verið lítillaga minni á þriðja ársfjórðungi en gert var ráð fyrir og horfur á að hún verði komin fyrir í markmið en talið var auk þess sem verðbólguvæntingar hefðu haldið áfram að lækka og gengi krónunnar hækkað að undanfögnu.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu lækkaðir um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum, yrðu 3,25%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 3%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 4% og daglánavextir 5%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Að mati nefndarmanna myndi peningastefnan á næstunni ráðast af samspili þróunar efnahagssumsvifa annars vegar og verðbólgu og verðbólguvæntinga hins vegar.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Ásgeir Jónsson, 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 6. nóvember 2019.



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Nóvember 2019 (88. fundur)

Birt: 20. nóvember 2019

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. Þar koma einnig fram upplýsingar um atkvæði einstakra nefndarmanna.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 4. og 5. nóvember 2019, en á honum ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 6. 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, innlendan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 2. október eins og þær birtust í nýrri spá og óvissumati í *Peningamálum 2019/4* hinn 6. nóvember.

### Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í október lækkaði gengi krónunnar um 1,7% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 1,9% gagnvart evru, um 4,5% gagnvart bresku pundi en hækkaði um 0,2% gagnvart Bandaríkjadal.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði aukist lítillega frá því rétt eftir birtingu vaxtaákvörðunar nefndarinnar í október. Raunvextir bankans voru 0,7% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og höfðu hækkað um 0,2 prósentur milli funda. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 0,4% og höfðu einnig hækkað um 0,2 prósentur milli funda.

Vextir á millibankamarkaði með krónur lækkuðu í takt við vaxtalækkun Seðlabankans í október en engin velta var á markaðnum milli funda.

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um 0,2 prósentur frá októberfundi nefndarinnar en krafa lengri verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa um 0,1 prósentu. Meðalvextir óverðtryggðra húsnæðislána höfðu lækkað lítillega milli funda en meðalvextir verðtryggðra húsnæðislána höfðu lítið breyst.

Vaxtamunur gagnvart útlöndum miðað við þriggja mánaða millibankavexti hafði minnkað um 0,3 prósentur gagnvart evrusvæðinu á milli funda og mældist 4,3 prósentur en hafði minnkað um 0,1 prósentu gagnvart Bandaríkjunum og var 2 prósentur. Mismunur langtímavaxta minnkaði lítillega og var 3,8 prósentur gagnvart Þýskalandi og 1,6 prósentur gagnvart Bandaríkjunum. Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs breyttist lítið milli funda. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var 0,8% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldabréfum var 0,5 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu þess ýmist að peningastefnunefnd myndi lækka vexti bankans um 0,25 prósentur eða halda þeim óbreyttum. Vísuðu þær til þess að minni verðbólga og lægri verðbólguvæntingar hefðu myndað rými fyrir lækkun vaxta auk þess sem merki væru um að frekari slaki væri að myndast í hagkerfinu. Greiningardeildirnar greindi aftur á móti á um það hvort rétt væri að lækka vexti í þetta sinn eða bíða fram í desember eftir að verðbólga hefði hjaðnað frekar.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd 21.-23. október sl. bjuggust þeir við því að meginvextir Seðlabankans yrðu áfram 3,25% á fjórða ársfjórðungi þessa árs en myndu lækka í 3% á fyrsta fjórðungi næsta árs. Þeir væntu þess að vextir yrðu enn 3% að ári liðnu en lækki lítillega eftir það. Þetta er breyting frá ágústkönnuninni en þá gerðu þeir ekki ráð fyrir frekari lækkunum á næsta ári. Meirihluti svarenda taldi taumhald peningastefnunnar vera of þétt um þessar mundir eða um 56% samanborið við 74% svarenda í síðustu könnun. Á móti fjölgaði þeim sem töldu taumhaldið hæfilegt. Líkt og í síðustu könnun töldu fáir að taumhaldið væri of laust eða 4% svarenda.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var um 5½% á þriðja ársfjórðungi sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja sem er minni vöxtur en undanfarið ár. Hægt hefur á vexti útlána að undanfögnu en áætla má að útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila hafi stækkað um 6½% milli ára á þriðja ársfjórðungi sé leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda. Á sama tíma jukust útlán til heimila um tæplega 7% milli ára og útlán til atvinnufyrirtækja um 5%.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI10, hækkaði um 6,9% milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 447 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins sem er tæplega 24% meiri velta en á sama tímabili í fyrra.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var í október sl. hafa horfur í heimsbúskapnum versnað enn frekar frá síðustu spám sjóðsins. Heimshagvöxtur mældist 3,6% í fyrra og gerir sjóðurinn ráð fyrir því að hann minnki í 3% á þessu ári. Það er 0,2 prósentum minni vöxtur en sjóðurinn spáði í júlí sl. og 0,3 prósentum minni en í aprílspánni. Gangi spáin eftir yrði þetta minnsti hagvöxtur sem mælst hefur í heiminum frá árinu 2009. Verri horfur frá því í vor má einkum rekja til lakari hagvaxtarhorfa í hluta nýmarkaðsríkja en einnig meðal þróaðra ríkja. Sjóðurinn spáir því enn að heimshagvöxtur aukist á næsta ári og verði 3,4% sem er þó 0,2 prósentum minna en hann spáði í vor. Sjóðurinn telur áfram meiri líkur á að hagvexti í heimsbúskapnum sé ofspáð en vanspáð einkum vegna hættu á að alþjóðlegar viðskiptadeilur

magnist enn frekar. Gerir hann ráð fyrir að alþjóðaviðskipti aukist einungis um 1,1% í ár í stað 3,4% eins og áður hafði verið spáð.

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 17,5 ma.kr. í september samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands en á sama tíma í fyrra var 15,4 ma.kr. halli á föstu gengi. Hallinn var 95,5 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum þessa árs en var 149 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Minni halli nú skýrist af útflutningi á flugvélum í byrjun þessa árs en einnig hefur verðmæti innflutnings dregist saman um 9% það sem af er ári. Samdráttur innflutningsverðmætis án skipa og flugvéla hjaðnaði í september. Hefur það dregist saman um 11% undanfarna þrjú mánuði miðað við sama tíma í fyrra. Munar mest um minna innflutningsverðmæti eldsneytis og smurolíu en einnig dróst verðmæti flutningatækja, hrá- og rekstrarvöru saman. Verðmæti útflutnings stóð í stað milli ára á fyrstu níu mánuðum ársins. Án skipa og flugvéla dróst útflutningsverðmæti saman um 5% milli ára, einkum á iðnaðarvörum, en útflutningsverðmæti sjávarafurða stóð í stað á milli ára.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð hækkaði álverð um rúmlega 6% milli funda peningastefnunefndar en var rúmlega 7% lægra en í byrjun nóvember í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hafi hækkað um rúmlega 8% milli ára á fyrstu níu mánuðum ársins. Heimsmarkaðsverð á olíu hækkaði um 7% frá októberfundi peningastefnunefndar og var tæplega 63 Bandaríkjadalir á tunnu á nóvemberfundinum. Þrátt fyrir það var olíuverð enn 14% lægra en í nóvember í fyrra.

Raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 0,4% milli mánaða í september og var þá 9,2% yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs en 14,7% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu níu mánuðum ársins var raugengi á þennan mælikvarða 9,1% lægra en á sama tímabili í fyrra og má rekja lækkunina til 10,5% lækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var 1,6 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) fækkaði heildarvinnustundum um 0,4% milli ára á þriðja fjórðungi ársins. Starfandi fólki fækkaði einnig um 0,4% milli ára en meðalvinnuvikan var svipuð og fyrir ári. Atvinnuþátttaka var 80,9% að teknu tilliti til árstíðar og minnkaði um 0,4 prósentur frá fyrri ársfjórðungi. Á sama tíma var lækkun hlutfalls starfandi áþekk eða 0,5 prósentur, og mældist hlutfallið 77,7% árstíðarleiddrétt.

Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi minnkaði um 0,1 prósentu milli fjórðunga og mældist 3,7%. Það hafði þó aukist um 0,6 prósentur frá fyrsta ársfjórðungi áður en flugfélagið WOW Air varð gjaldþrota.

Tölur Þjóðskrár Íslands um fjölda erlendra ríkisborgara sem búsettir eru á landinu benda til þess að erlendu vinnuafla fjölgi enn. Á þriðja ársfjórðungi fjölgaði þeim um tæplega 1.600 manns milli fjórðunga, heldur meira en á fyrstu tveimur fjórðungum ársins. Starfsmönnum starfsmannaleigna og erlendra þjónustufyrirtækja fjölgaði lítillega en þeir voru tæplega 1.300 í september eða 0,6% af vinnuaflinu. Hins vegar hefur áfram hægt á útgáfu nýrra tímabundinna atvinnuleyfa en þeim fækkaði um tæplega 80 milli ára á fyrstu níu mánuðum ársins.

Launavísitalan hækkaði um 0,6% milli fjórðunga á þriðja fjórðungi ársins og um 4,3% milli ára. Raunlaun voru 1,2% hærri á fjórðungnum en á sama tíma árið 2018.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi benda til þess að dregið hafi úr vexti hennar frá því sem var á fyrri hluta ársins. Nýskráningar bifreiða drógust þó minna saman en á mánuðunum á undan en meira dró úr vexti greiðslukortaveltu á fjórðungnum.



Væntingavísitala Gallup mældist 86,9 stig í október og lækkaði um 12,3 stig milli mánaða en milli ára lækkaði hún um 5,2 stig. Allar undirvísitölurnar lækkuðu í mánuðinum og lækkaði mat á efnahagslífinu mest eða um tæplega 14 stig. Að undanskildu mati á núverandi ástandi mælast undirvísitölurnar undir 100 sem þýðir að fleiri svarendur eru neikvæðir en jákvæðir.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok október, hækkaði um 1,5% milli mánaða sé litið framhjá árstíðarsveiflu en um 4,2% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá reiknar út, hækkaði um 0,5% milli mánaða í september að teknu tilliti til árstíðar en um 3,5% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 5,7% á fyrstu níu mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en kaupsamningum með nýbyggingar um 3,5% á sama tímabili.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,36% milli mánaða í október. Ársverðbólga mældist 2,8% og hjaðnaði frá síðasta fundi peningastefnufndar. Vísitala neysliverðs án húsnæðis hafði hækkað um 2,6% frá október í fyrra. Undirliggjandi verðbólga hefur hins vegar verið þrálátari og er 3,4% miðað við miðgildi ólíkra mælikvarða. Hækkun markaðsverðs húsnæðis hafði mest áhrif á þróun vísitölu neysliverðs í október. Undirliðurinn „ferðir og flutningar“ hækkaði einnig nokkuð milli mánaða, einkum vegna verðhækkunar á nýjum bílum og flugfargjöldum.

Vaxtaþátturinn í reiknaðri húsaleigu hefur dregið úr verðbólgu að undanfögnu vegna lægri raunvaxtakostnaðar húsnæðislána í kjölfar lækkunar meginvaxta Seðlabankans. Ætla má að vegna þessa hafi vísitala neysliverðs mælst 0,2-0,3 prósentum lægri en ella.

Samkvæmt könnun Seðlabankans sem gerð var í lok október eru skammtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila við markmið og lækka væntingar þeirra til eins árs töluvert frá ágústkönnuninni. Langtímaverðbólguvæntingar þeirra eru áfram í markmiði og um ½ prósentu minni en þær voru á sama tíma í fyrra. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára er óbreytt frá síðasta fundi peningastefnufndar og hefur verið að meðaltali 2,4% það sem af er fjórða ársfjórðungi. Það er rúmlega 1½ prósentu lægra en það var á fjórða ársfjórðungi í fyrra.

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 6. nóvember hafa verðbólguhorfur á fyrri hluta spátímans heldur batnað frá ágústspá bankans. Verðbólga á þriðja ársfjórðungi var lítillega minni en gert var ráð fyrir í ágúst og útlit er fyrir að hún hjaðni hraðar á síðasta fjórðungi ársins. Talið er að hún verði 2,5% að meðaltali á fjórðungnum en í ágúst var spáð að hún yrði 2,9%. Breyttar horfur má fyrst og fremst rekja til hraðari hjaðnunar verðbólgu í haust en að öðru leyti hafa verðbólguhorfur lítið breyst fyrir það sem eftir lifir árs. Samkvæmt spánni verður verðbólga við markmið á meginhluta spátímans, þótt hún fari lítillega niður fyrir það á seinni hluta næsta árs og fram á árið 2021. Frá miðju næsta ári eru verðbólguhorfur því í meginatriðum mjög svipaðar því sem gert var ráð fyrir í ágúst.

Gengisvísitala krónunnar hefur sveiflast í kringum 180 stig undanfarið ár eftir að gengi krónunnar lækkaði um meira en 10% haustið 2018. Þróun gengis krónunnar það sem af er seinni hluta ársins er í meginatriðum í takt við ágústspá bankans. Grunnspáin gerir því ráð fyrir áþekkri gengisþróun og í ágúst. Gengisvísitalan verður að meðaltali um 181 stig í ár og um 182 stig á næstu árum. Aðlögun gengis krónunnar að þeim ytri áföllum sem dunið hafa á þjóðarbúinu undanfarið misseri er því í meginatriðum þegar komin fram í gegnum lækkun jafnvægisraungengis (þ.e. þess raungengis sem samræmist ytra og innra jafnvægi í þjóðarbúinu) og minni vaxtamun gagnvart útlöndum.

Meðalhagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands var 2,3% á fyrri hluta síðasta árs en var kominn niður í 1,8% á síðasta fjórðungi ársins. Þessi þróun hefur haldið áfram það sem af er þessu ári og var meðalhagvöxtur 1,6% í helstu viðskiptalöndum Íslands á öðrum ársfjórðungi. Spáð er að

hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði að meðaltali 1,5% í ár og á næsta ári og um 1,6% árin þar á eftir. Talið er að verðbólga í helstu viðskiptalöndum verði að meðaltali 1,5% í ár sem er 0,1 prósentu minna en búist var við í ágúst. Einnig er útlit fyrir lítilla minni verðbólgu á næsta ári.

Í kjölfar þess að viðskiptakjör bötnuðu mikið frá árinu 2014 og fram á árið 2017 rýrnuðu þau um 3,6% í fyrra. Í ár er búist við 0,4% rýrnun viðskiptakjara. Þar vegast á jákvæð áhrif af lækkun verðs innfluttra vara á borð við súrál, olíu og annarrar hrávöru og hækkun verðs útfluttra sjávarafurða annars vegar og neikvæð áhrif lækkunar álverðs og verðlækkunar útfluttrar þjónustu í erlendum gjaldmiðlum hins vegar. Líkt og í ágúst er gert ráð fyrir að viðskiptakjör batni um samtals 3% á næstu þremur árum.

Horfur eru á að útflutningur dragist meira saman á seinni hluta ársins en spáð var í ágúst. Meiri samdráttur mælist í flugsamgöngum þótt á móti vegi minni samdráttur í útgjöldum ferðamanna hér á landi. Þá benda tölur um utanríkisviðskipti til þess að vöruútflutningur hafi dregist verulega saman á þriðja fjórðungi ársins þar sem samdráttur í álútflutningi vegna framleiðsluvanda í innlendum áliðnaði vegur þungt. Talið er að á árinu öllu dragist vöru- og þjónustuútflutningur saman um 5,8% frá fyrra ári. Líkt og í ágúst er gert ráð fyrir smávægilegri aukningu á næsta ári og líðlega 3% árlegum vexti að meðaltali árin 2021-2022.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar mældist 0,9% hagvöxtur á fyrstu sex mánuðum ársins og hafði hann minnkað úr 3,2% á seinni hluta síðasta árs og 6,7% á fyrri hluta þess. Þrátt fyrir að þjóðarútgjöld hafi dregist meira saman á fyrri hluta ársins en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans reyndist hagvöxtur 0,4 prósentum meiri en þá var spáð sem skýrist af því að samdráttur þjóðarútgjalda beindist í meiri mæli að innfluttri vöru og þjónustu en búist hafði verið við. Á þriðja ársfjórðungi er talið að landsframleiðslan hafi dregist saman en þar vegur mikill samdráttur í vöruútflutningi þungt. Í spánni er talið að landsframleiðslan dragist saman um 1,2% á seinni hluta ársins og að 0,2% samdráttur verði á árinu öllu sem er óbreytt spá frá því í ágúst. Hagvaxtarhorfur fyrir næsta ár hafa hins vegar verið endurskoðaðar niður á við sem endurspeglar lakari horfur um vöxt þjóðarútgjalda þótt á móti vegi heldur hagstæðara framlag utanríkisviðskipta. Gert er ráð fyrir 1,6% hagvexti á næsta ári en að hann verði í takt við langtímahagvaxtargetu þjóðarbúsins frá árinu 2021.

Horfur eru á að heildarvinnustundum fækki enn frekar á síðasta fjórðungi ársins og að þær verði að meðaltali 0,1% færri í ár en í fyrra. Hlutfall starfandi lækkar því þriðja árið í röð og þótt minnkandi atvinnuþátttaka vegi á móti heldur atvinnuleysi áfram að aukast og mælist 3,7% á árinu öllu eða 1 prósentu meira en í fyrra. Spáð er að heildarvinnustundum fjölgi á ný á næsta ári og að hlutfall starfandi hækki en atvinnuleysi haldi áfram að aukast fram eftir árinu og verði 3,8% á árinu öllu en taki síðan smám saman að minnka á ný. Laun hafa hækkað mikið undanfarin misseri og miðað við áætlaðan framleiðnivöxt er talið að launakostnaður á framleidda einingu hækki um líðlega 6% að meðaltali í ár. Það er heldur minni hækkun en gert var ráð fyrir í ágúst sem má m.a. rekja til hagstæðari framleiðniþróunar. Horfur fyrir næstu þrjú ár hafa hins vegar lítið breyst: spáð er um 4% hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á ári.

Leiðandi vísbendingar benda til að nýting framleiðsluþátta sé tekin að batna á ný og að samdrátturinn í kjölfar nýlegra efnahagsáfalla verði tiltölulega skammvinnur. Talið er að framleiðsluspennan sem myndaðist í kjölfar mikils hagvaxtar undanfarinna ára sé horfin og að kominn sé smávægilegur slaki sem nái hámarki um mitt næsta ár en hverfi undir lok ársins.

Grunnspá bankans endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. Hún byggist á spám og forsendum um innlenda hagstjórn, þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarbúskapar og mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í

raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Breytingar á ýmsum lykilforsendum gætu leitt til efnahagsframvindu sem er frábrugðin því sem grunnspáin gerir ráð fyrir.

Þó eru verðbólguhorfur ekki eins óvissar og þær voru í fyrra þegar alls óvíst var um niðurstöðu kjarasamninga á almennum vinnumarkaði. Við bættist aukin óvissa í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar og hækkunar verðbólguvæntinga þá um haustið. Þótt óvissa hafi minnkað er hún ekki með öllu horfin þar sem enn á eftir að ganga frá kjarasamningum stórs hluta opinberra starfsmanna. Þá er ávallt óvissa um þróun launaskriðs og hversu mikið ríflegar launahækkanir á lægst launaða hluta vinnuafslisins ganga upp launastigann. Undirliggjandi verðbólguþrýstingur gæti því verið vanmetinn þar sem hlutdeild launa í innlendri verðmætasköpun hefur hækkað mikið undanfarið og skert hagnaðarhlutdeild fyrirtækja. Annar mikilvægur óvissuþáttur tengist gengi krónunnar. Þannig gæti gengisforsaenda grunnspárinnar reynst of bjartsýn, t.d. ef áföll í ferðaþjónustu reynast þrálátari eða ef viðskiptakjör rýrna enn frekar. Þá gætu áhrif undangenginna áfalla í útflutningsiðnaði á framleiðslugetu þjóðarbúsins verið vanmetin og slakinn í þjóðarbúinu því í raun verið minni en grunnspáin áætla. Kjölfesta verðbólguvæntinga í markmiði gæti jafnframt reynst brothættari en gert er ráð fyrir.

Ekki er heldur útilokað að verðbólga verði minni en samkvæmt grunnspánni. Gengi krónunnar gæti t.d. hækkað enn frekar ef ytri skilyrði batna. Alþjóðlegar efnahagshorfur gætu einnig reynst of bjartsýnar og útflutningur og hagvöxtur því orðið minni en spáð er. Verðbólga gæti því hjaðnað hraðar gefi gengi krónunnar ekki eftir. Þá gæti tekið lengri tíma að leysa úr framboðsvanda í fluggeiranum og spáin um bata í ferðaþjónustu því verið of bjartsýn. Spá um framleiðnivöxt gæti einnig verið of svartsýn og slakinn í þjóðarbúinu orðið meiri og þrálátari en spáð er.

## II Vaxtaákvörðunin

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu hækkað lítillega frá októberfundi nefndarinnar. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í október hafði nefndin ákveðið að lækka vexti í ljósi þess að aukin hætta væri á að hagvaxtarhorfur væru ofmetnar, einkum vegna verri efnahagshorfa erlendis, horfur voru á að verðbólga yrði komin fyrr í markmið en talið var og verðbólguvæntingar höfðu haldið áfram að lækka.

Nefndin ræddi efnahagsþróunina og horfur og tók í því sambandi mið af nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 6. nóvember en samkvæmt henni hefðu horfur um hagvöxt á seinni hluta ársins versnað frá því sem spáð var í ágúst. Fram kom að hagvöxtur á fyrri hluta ársins var hins vegar meiri en spáð var og væri því gert ráð fyrir 0,2% samdrætti á árinu öllu eins og í ágúst. Voru nefndarmenn sammála um að horfur fyrir næsta ár hefðu einnig versnað en grunnspá bankans gerir ráð fyrir 1,6% hagvexti á árinu. Nefndin ræddi mikilvægi þess að fjárfesting tæki við sér á næstu misserum og væri það einn af áhættuþáttunum að það myndi ekki raungerast. Fram kom í umræðunni að vaxtalækkunar bankans ættu að örva fjárfestingu og eftirspurn á næstu misserum. Einnig var horft til þess að ef vextir bankans hefðu ekki lækkað, væri, að öðru óbreyttu, útlit fyrir að fjárfesting myndi vaxa um rúmlega 1½ prósentu minna samkvæmt þjóðhagslíkani bankans á árunum 2020-2021. Hagvöxtur yrði jafnframt tæplega 1 prósentu minni hvort árið.

Nefndarmenn ræddu verðbólguþróunina en verðbólga hafði verið um eða yfir 3% frá því í vor en í október mældist hún 2,8%. Nefndin veitti því athygli að undirliggjandi verðbólga hefði hins vegar verið þrálátari og mældist 3,4% í október miðað við miðgildi ólíkra mælikvarða. Horfur væru á að mæld verðbólga hjaðnaði hraðar en spáð var í ágúst og að hún yrði komin í markmið

undir lok þessa árs. Nefndarmenn fögnuðu því að verðbólguvæntingar hefðu haldið áfram að lækka og væru við markmið miðað við flesta mælikvarða. Horft var til þess að taumhald peningastefnunnar hefði því aukist lítillega milli funda.

Nefndin ræddi hvernig vaxtalækkanir bankans frá því í vor hefðu miðlast út í vaxtakjör heimila og fyrirtækja en vextir bankans hafa verið lækkaðir um 1,25 prósentur frá því í vor og ættu áhrif þess á þjóðarþúið enn eftir að koma fram að fullu. Samkvæmt gögnum bankans höfðu vaxtalækkanirnar í meginatriðum miðlast út í langtímavexti á markaði og vaxtakjör lántakenda en svo virtist sem aðgengi að lánsfé hefði þrengst, einkum til fyrirtækja. Nefndarmenn töldu því að lækking vaxta hefði stutt við eftirspurn og að miðað við grunnspá bankans ætti núverandi vaxtastig að duga til að tryggja verðstöðugleika til meðallangs tíma og fulla nýtingu framleiðsluþátta. Nefndarmenn fjölluðu einnig um nýtt mat bankans á hlutlausum raunvöxtum bankans en samkvæmt því hefðu þeir lækkað nokkuð undanfarinn áratug og væru nú um 2%. Fram kom að lækking vaxta frá því í vor styddi þ.a.l. við eftirspurn nú þegar dregið hafði úr efnahagsumsvifum. Þá var nefndin sammála um að boðuð slökun í aðhaldi ríkisfjármála myndi leggjast á sömu sveif með því að auka ráðstöfunartekjur og örva eftirspurn. Hins vegar var bent á að efnahagshorfur gætu verið of bjartsýnar, einkum vegna óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum.

Nefndin ræddi þá möguleika að halda vöxtum óbreyttum eða lækka vexti um 0,25 prósentur. Helstu rökin fyrir því að hafa óbreytta vexti væru þau að undirliggjandi verðbólga hefði hjaðnað hægar og væri nokkru yfir verðbólgu-markmiðinu. Í ljósi slökunar á aðhaldi ríkisfjármála þyrfti einnig minni slökun peningastefnunnar en ella, auk þess sem vextir væru töluvert undir mati á hlutlausum raunvöxtum. Nokkrar vísbendingar væru um að viðsnúningur í þjóðarþúinu væri mögulega hafinn og að efnahagssamdrátturinn gæti því orðið tiltölulega skammvinnur. Þá væri slakinn í þjóðarþúinu tiltölulega lítill samkvæmt grunnspá bankans þótt hægt hafi mikið á hagvexti, enda hafði nokkur framleiðsluspenna verið til staðar eftir mikinn hagvöxt undanfarin ár. Því gæti verið rétt að staldra við og sjá hver áhrifin yrðu af þeim aðgerðum sem þegar hefði verið gripið til.

Helstu rökin fyrir því að lækka vexti enn frekar voru þau að hagvaxtarhorfur hefðu heldur versnað og svartsýni aukist. Horfur væru á að verðbólga hjaðnaði hraðar en spáð var í ágúst og að hún færi tímabundið niður fyrir markmið á spátímanum. Verðbólguvæntingar hefðu jafnframt haldið áfram að lækka og raunvextir bankans því hækkað lítillega frá síðasta fundi. Í ljósi þeirrar óvissu sem væri fyrir hendi gæti verið rétt að lækka vexti meira til að draga úr hættu á frekari samdrætti í þjóðarþúskapnum.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu lækkaðir um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 3%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 2,75%, vextir af lánnum gegn veði til sjö daga 3,75% og daglánvextir 4,75%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Að mati nefndarmanna myndi peningastefnan á næstunni ráðast af samspili þróunar efnahagsumsvifa annars vegar og verðbólgu og verðbólguvæntinga hins vegar.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Ásgeir Jónsson, 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 11. desember 2019.



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Desember 2019 (89. fundur)

Birt: 25. desember 2019

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. Þar koma einnig fram upplýsingar um atkvæði einstakra nefndarmanna.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 9. og 10. desember 2019, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 11. 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 6. nóvember.

#### Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í nóvember hækkaði gengi krónunnar um 2% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili hækkaði það um 2,4% gagnvart evru, um 1,9% gagnvart Bandaríkjadal en lækkaði um 0,2% gagnvart bresku pundi.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði lítið breyst frá því rétt eftir birtingu vaxtaákvörðunar nefndarinnar í nóvember. Raunvextir bankans voru 0,5% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og höfðu hækkað um 0,1 prósentu milli funda. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 0,3% og höfðu einnig hækkað um 0,1 prósentu milli funda.

Vextir á millibankamarkaði með krónur lækkuðu í takt við vaxtalækkun Seðlabankans í nóvember en engin velta var á markaðnum milli funda. Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hins vegar hækkað um 0,3 prósentur frá nóvemberfundi nefndarinnar og krafa lengri verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði einnig hækkað um 0,3 prósentur. Meðalvextir

óverðtryggðra húsnæðislána höfðu lækkað lítillega milli funda en meðalvextir verðtryggðra húsnæðislána lítið breyst.

Vaxtamunur gagnvart útlöndum miðað við þriggja mánaða millibankavexti hafði minnkað um 0,2 prósentur á milli funda og mældist 4,1 prósentu gagnvart evrusvæðinu og 1,8 prósentur gagnvart Bandaríkjunum. Mismunur langtímavaxta jókst um 0,3 prósentur gagnvart Þýskalandi og var 4,1 prósentu og jókst um 0,4 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og var 2 prósentur. Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs hækkuðu lítillega á milli funda nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var 0,8% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldbréfum var 0,5-0,6 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu þess allar að peningastefnunefnd héldi vöxtum óbreyttum. Vísuðu þær til þess að yfirlýsing peningastefnunefndar í nóvember hafi gefið til kynna að þáverandi vaxtastig ætti að duga til að tryggja verðstöðugleika til meðallangs tíma og að raunvextir bankans hefðu lítið breyst síðan, auk þess sem nýbirtir þjóðhagsreikningar hefðu í meginatriðum verið í takt við síðustu spá Seðlabankans.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var um 3% í október sé leiðrétt fyrir innlánum fallinna fjármálafyrirtækja sem er minni vöxtur en undanfarið ár. Hægt hefur á vexti útlána að undanfögnu en áætla má að útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila hafi stækkað um 5% milli ára í október sé leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda. Á sama tíma jukust útlán til heimila um tæplega 7% milli ára og útlán til atvinnufyrirtækja um 1½% sem er nokkru minni vöxtur en undanfarin misseri.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI10, hækkaði um 4,3% milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 558 ma.kr. á fyrstu ellefu mánuðum ársins sem er tæplega 22% meiri velta en á sama tímabili í fyrra.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Samkvæmt spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD), sem birt var í nóvember, er gert ráð fyrir 2,9% hagvexti í heiminum bæði á þessu ári og því næsta. Það er svipað og stofnunin spáði í september en 0,3 og 0,5 prósentum minni vöxtur en hún gerði ráð fyrir í maí. Gangi spáin eftir yrði þetta minnsti heimshagvöxtur síðan í fjármálakreppunni. Minni hagvöxt í heiminum má bæði rekja til verri horfa í þróuðum ríkjum og nýmarkaðsríkjum en hægt hefur á hagvexti í nær öllum hagkerfum heimsins á þessu ári. OECD telur áfram meiri líkur á að heimshagvexti sé ofspáð fremur en vanspáð. Hagvöxtur gæti orðið minni m.a. ef alþjóðlegar viðskiptadeilur magnast enn frekar og ef Bretland gengur úr Evrópusambandinu án útgöngusamkomulags eða ef samningar nást ekki um framtíðarfyrirkomulag viðskipta þeirra á milli innan tímarammans sem tiltekinn er í útgöngusamkomulaginu. Heimshagkerfið gæti einnig vaxið hægar ef hagvöxtur í Kína minnkar meira og hraðar en gert er ráð fyrir í grunnspá OECD.

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 3,1 ma.kr. í nóvember samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands en á sama tíma í fyrra var 18,2 ma.kr. halli á föstu gengi. Hallinn var 96 ma.kr. á fyrstu ellefu mánuðum þessa árs en var 176 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Minni halli nú skýrist að hluta af útflutningi á flugvélum í byrjun þessa árs en einnig hefur verðmæti innflutningsdregist saman um 10,4% það sem af er ári. Samdráttur innflutningsverðmætis án skipa og flugvéla jókst í nóvember. Hefur það dregist saman um 13,5% undanfarna þrjá mánuði miðað við sama tíma í fyrra. Munar mest um minna innflutningsverðmæti hrá- og rekstrarvöru auk eldsneytis og smurolíu en einnig dróst verðmæti fjárfestingarvöru saman. Verðmæti útflutnings stóð í stað milli ára á fyrstu níu mánuðum ársins. Án skipa og flugvéla dróst útflutningsverðmæti

saman um 4% milli ára, einkum á iðnaðarvörum, en útflutningsverðmæti sjávarafurða jókst um 2% á milli ára og landbúnaðarvara um 41%, einkum vegna fiskeldisafurða.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð lækkaði álverð um rúmlega 3,5% milli funda peningastefnunefndar og var rúmlega 10% lægra en í desember í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hafi hækkað um 6,7% milli ára á fyrstu tíu mánuðum ársins. Heimsmarkaðsverð á olíu hækkaði um 2% frá nóvemberfundi peningastefnunefndar og var rúmlega 64 Bandaríkjadaliir á tunnu á desemberfundinum. Olíuverð var einnig rúmlega 7% hærra á desemberfundinum en á sama tíma í fyrra.

Raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 0,3% milli mánaða í nóvember og var þá 9,5% yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs en 14,4% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu 11 mánuðum ársins var raugengi á þennan mælikvarða 7,5% lægra en á sama tímabili í fyrra og má rekja lækkunina til 8,7% lækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var 1,5 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofan birti í lok nóvember dróst landsframleiðslan saman um 0,1% milli ára á þriðja ársfjórðungi. Þjóðarútgjöld jukust um 3,2% en auk 2,5% aukningar neyslu og fjárfestingar var umtalsverð aukning í birgðabreytingum á fjórðungnum. Á móti vó að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var neikvætt um sem nemur 3,2 prósentum. Bæði út- og innflutningur drógust saman milli ára á tímabilinu en samdráttur útflutnings var nokkru meiri. Hagvöxtur var 0,2% á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Neysla og fjárfesting minnkuðu um 0,4% milli ára á tímabilinu en vegna mikils samdráttar í birgðabreytingum á fyrri hluta ársins var samdráttur þjóðarútgjalda meiri eða 0,9%. Þrátt fyrir neikvætt framlag á þriðja ársfjórðungi var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar jákvætt á fyrstu þremur fjórðungum ársins um sem nemur 1 prósentu.

Hagvöxtur á fyrstu þremur fjórðungum ársins var 0,3 prósentum meiri en spáð var í nóvemberhefti *Peningamála*. Töluverður vöxtur íbúðafjárfestingar það sem af er ári hefur komið á óvart en líklegt er að hann endurspegli tafir í skráningu nýbygginga frekar en svo mikinn vöxt í byggingastarfsemi. Þá var vöxtur einkaneyslu meiri og framlag birgðabreytinga hagstæðara en spáð var en á móti vó að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var minna en búist var við. Stærsta hluta fráviksins í spánni um framlag utanríkisviðskipta má þó rekja til þess að hluti þjónustuútflutnings tengdur útflutningstekjum af hugverkum, sem búist var við að félli til á þriðja ársfjórðungi, mun koma fram á fjórða fjórðungi.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 63 ma.kr. á þriðja ársfjórðungi. Það er minni afgangur en á sama fjórðungi í fyrra þegar hann var 74 ma.kr. Minni afgangur nú skýrist af minni afgangi af þjónustuviðskiptum en jöfnuður frumpáttatekna var meiri. Þrátt fyrir það mælist viðskiptaafgangurinn það sem af er ári 5,5% af landsframleiðslu sem er meiri afgangur en undanfarin tvö ár en lítilliga minni afgangur en að meðaltali frá fjármálakreppu. Hagstæðari vöruskipti og meiri afgangur á jöfnuði frumpáttatekna vega upp á móti minni afgangi á þjónustujöfnuði það sem af er ári.

Helstu vísbendingar um einkaneyslu í upphafi fjórða ársfjórðungs þróuðust með áþekkingu hætti og á undanförunum mánuðum. Greiðslukortavelta jókst hóflega og nýskráningar bifreiða drógust áfram saman þótt heldur drægi úr samdrættinum. Væntingavísitala Gallup mældist 95,7 stig í



nóvember sem var 8,8 stigum hærra en í mánuðinum á undan og hefur vísitalan hækkað um tæp 20 stig milli ára.

Fjárlög ársins 2020 voru samþykkt með halla upp á sem nemur 0,3% af landsframleiðslu en spá *Peningamála* gerir ráð fyrir að afkoman verði í jafnvægi á sama tíma. Niðurstaða fjárlaga er 0,5 prósentum innan þeirra marka sem fjármálastefnan 2018-2022 setur.

Samkvæmt niðurstöðum vetrarkönnunar Gallup sem framkvæmd var í desember meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna betri en bæði í haustkönnuninni og vetrarkönnuninni fyrir ári. Stjórnendur eru þó töluvert jákvæðari um horfurnar á næstu sex mánuðum en bæði sl. haust og veturinn 2018. Tæp 55% stjórnenda töldu núverandi aðstæður hvorki góðar né slæmar og um 31% taldi þær góðar. Horft til næstu sex mánaða töldu tæp 28% að aðstæður í efnahagslífinu batni og um 46% að þær verði hvorki betri né verri. Rúmlega fimmtungur fyrirtækja taldi að aðstæður verði verri eftir sex mánuði eða nokkru færri en í haust. Stjórnendur eru þó lítils háttar svartsýnni um þróun innlendrar eftirspurnar en í haustkönnuninni, einkum stjórnendur í byggingastarfsemi og samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu. Væntingar um erlenda eftirspurn bötundu lítillega frá því í haust, einkum meðal stjórnenda í fjármálaþjónustu og verslun.

Samkvæmt árstíðarleiðréttum niðurstöðum vetrarkönnunarinnar var munur á hlutfalli fyrirtækja sem vildu fjölga starfsfólki og þeirra sem vildu fækka því neikvæður um 11 prósentur. Stjórnendur voru því heldur svartsýnni en þeir voru í haustkönnuninni þegar munurinn var neikvæður um 7 prósentur. Horfurnar voru verstar í byggingastarfsemi þar sem útlit er fyrir töluverða fækkun starfa og þá gætti talsverðrar svartsýni á ný í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu þar sem horfurnar eru áþekkar og í byggingastarfsemi. Aðeins er útlit fyrir fjölgun starfsfólks í ýmissi sérhæfðri þjónustu þar sem munurinn var jákvæður um 18 prósentur.

Sé leiðrétt fyrir árstíð töldu um 16% stjórnenda vera skort á starfsfólki sem er svipað hlutfall og í síðustu könnun. Skorturinn var áfram mestur í ýmissi sérhæfðri þjónustu þar sem 28% stjórnenda töldu sig búa við skort. Hins vegar var enginn skortur á starfsfólki í byggingastarfsemi og í fjármála- og tryggingastarfsemi. Þá var skorturinn við eða undir langtímameðaltali í öllum atvinnugreinum.

Hlutfall stjórnenda sem töldu fyrirtæki sitt eiga í vandræðum með að mæta óvæntri eftirspurn lækkaði lítillega milli kannana og var 36%. Nærri helmingur stjórnenda í sjávarútvegi og rúmlega tveir af hverjum fimm stjórnendum í ýmissi sérhæfðri þjónustu töldu fyrirtæki sitt í vanda með að mæta óvæntri eftirspurn. Í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu, byggingastarfsemi og fjármála- og tryggingastarfsemi var áraun á framleiðsluþætti minnst þar sem hlutfallið var á bilinu 20-25%.

Launavísitalan hækkaði um 0,4% milli mánaða í október og um 4,2% milli ára. Raunlaun voru 1,3% hærra í mánuðinum en á sama tíma í fyrra.

Húsnæðisverðisvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok nóvember, hækkaði um 1% milli mánaða sé litið framhjá árstíðarsveiflu en um 4,8% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,8% milli mánaða í október að teknu tilliti til árstíðar en um 3,6% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 4,6% á fyrstu tíu mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en kaupsamningum um nýbyggingar fjölgaði um 5,2% á sama tímabili.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,13% milli mánaða í nóvember. Ársverðbólga mældist 2,7% og hjaðnaði frá síðasta fundi peningastefnunnar. Vísitala neysliverðs án húsnæðis hafði hækkað um 2,4% frá nóvember í fyrra. Undirliggjandi verðbólga var 3,1% miðað við miðgildi

ólíkra mælikvarða og hjaðnaði milli mánaða. Lækkun flugfargjalda til útlanda hafði mest áhrif á þróun vísitölu neysluverðs í nóvember. Annan mánuðinn í röð hækkaði kostnaður vegna eigin húsnæðis nokkuð sem mátti einkum rekja til hækkunar húsnæðisverðs á landsbyggðinni.

Vaxtaþátturinn í reiknaðri húsaleigu hefur dregið úr verðbólgu að undanfögnu vegna lægri raunvaxtakostnaðar húsnæðislána í kjölfar lækkunar meginvaxta Seðlabankans. Ætla má að vegna þessa hafi ársverðbólga mælst um 0,3 prósentum minni en ella.

Samkvæmt vetrarkönnunum Gallup voru verðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja til eins árs óbreyttar milli kannana í 2,5-3%. Væntingar heimila um verðbólgu til tveggja ára lækkuðu hins vegar og námu 3%. Langtímaverðbólguvæntingar fyrirtækja lækkuðu einnig lítillega og mældust 2,9%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára var um 2,5% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði hækkað lítillega frá nóvemberfundinum. Álagið til tíu ára hefur verið að meðaltali 2,5% það sem af er fjórða ársfjórðungi sem er 1,6 prósentum lægra en á sama tíma í fyrra.

## II Vaxtaákvörðunin

Nefndin fjallaði um drög að breytingum á reglum um bindiskyldu og nýjum reglum um viðskipti í framhaldi af því að tillögur um afmörkun viðskipta við Seðlabanka Íslands og breytingar á reglum í því sambandi voru samþykktar á októberfundi nefndarinnar. Í kjölfar umræðu um drögin voru þau samþykkt af nefndinni.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu lítið breyst frá nóvemberfundi nefndarinnar. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í nóvember hafði nefndin ákveðið að lækka vexti þar sem hagvaxtarhorfur höfðu heldur versnað og horfur voru á að verðbólga hjaðnaði hraðar en áður var spáð. Verðbólguvæntingar höfðu þá jafnframt haldið áfram að lækka og raunvextir bankans því hækkað lítillega.

Nefndin fjallaði um nýlega birta þjóðhagsreikninga en samkvæmt þeim var hagvöxtur 0,2% á fyrstu níu mánuðum ársins. Nefndarmenn tóku mið af því að þetta væri aðeins meiri vöxtur en Seðlabankinn gerði ráð fyrir í nóvember en voru sammála um að í meginatriðum hefði efnahagsþróunin það sem af er ári verið í samræmi við nóvemberspá bankans. Fram kom í umræðunni að hægt hefði á fækkun erlendra ferðamanna og væri þróunin undanfarið hagstæðari en búist hefði verið við.

Nefndarmenn ræddu verðbólguþróunina en verðbólga mældist 2,7% í nóvember og hafði, eins og undirliggjandi verðbólga, hjaðnað milli mánaða. Nefndin horfði til þess að verðbólguhorfur hefðu lítið breyst frá síðasta fundi nefndarinnar og verðbólguvæntingar væru við markmið miðað við flesta mælikvarða. Taumhald peningastefnunnar hefði því lítið breyst milli funda.

Nefndin ræddi hvernig vaxtalækkanir bankans frá því í vor hefðu miðlast út í vaxtakjör heimila og fyrirtækja en vextir bankans hafa verið lækkaðir um 1,5 prósentur og ættu áhrif þess á þjóðarþúið enn eftir að koma fram að fullu. Horft var til þess að vaxtakjör heimila hefðu lækkað í kjölfar lækkunar meginvaxta bankans og útlánvöxtur til heimila væri enn nokkur. Hins vegar kom fram í umræðunni að munur á vaxtakjörum nýrra útlána viðskiptabanka til fyrirtækja og meginvaxta hefði aukist að undanfögnu og að áfram hægði á hreinum nýjum útlánnum til fyrirtækja. Nefndin taldi þó viðbúið að hægði á vexti útlána til fyrirtækja í ljósi mikils vaxtar undanfarin ár og ef til vill væri vænt arðsemi af verkefnum fyrirtækja minni nú en áður í ljósi minnkandi eftirspurnar. Auk þess hefðu ýmsir þættir í rekstri fjármálastofnana áhrif á aðgengi að lánsfé þ.á m. endurmat þeirra á verðlagningu og áhættu útlána í kjölfar breytinga í

rekstrarumhverfi þeirra að undanfögnu. Nefndin var sammála um að rétt væri að fylgjast með þessari þróun á næstunni og þeim áhrifum sem hún gæti haft á mótun peningastefnunnar.

Nefndin taldi rétt að staldra við að þessu sinni og sjá hver áhrifin yrðu af þeim aðgerðum sem þegar hefði verið gripið til. Slakinn í þjóðarbúinu væri tiltölulega lítill samkvæmt grunnspá bankans í nóvember þótt hægt hafi mikið á hagvexti. Einnig þyrfti minni slökun peningastefnunnar en ella í ljósi slökunar á aðhaldi ríkisfjármála, auk þess sem vextir væru töluvert undir mati á hlutlausum raunvöxtum. Þótt undirliggjandi verðbólga hefði hjaðnað í nóvember væri hún enn nokkru yfir verðbólguþakmiðinu.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 3%, innlámsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 2,75%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 3,75% og daglánavextir 4,75%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Að mati nefndarmanna myndi peningastefnan á næstunni ráðast af samspili þróunar efnahagssumsvifa annars vegar og verðbólgu og verðbólguvæntinga hins vegar.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Ásgeir Jónsson, 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 5. febrúar 2020.

# Crisis, Policy Responses and Recovery in Iceland

Looking back and looking forward  
CBI conference



Már Guðmundsson, Governor  
Grand Hotel Reykjavík, 12 July 2019

## The autumn of 2008

- Iceland's three internationally active banks failed in the first week of October 2008 (almost 10 times GDP and 90% of the banking sector).
- Combined, this was the 3<sup>rd</sup> biggest corporate failure in the history of mankind.
- At that point, Iceland was already in a currency crisis and on its way into recession after an unsustainable boom during 2005-2007.
- Icelandic private sector was heavily indebted and there were big currency mismatches in domestic balance sheets.
- Many expected a very deep recession and even that the sovereign might default on its obligations.

## Two separate but interrelated stories

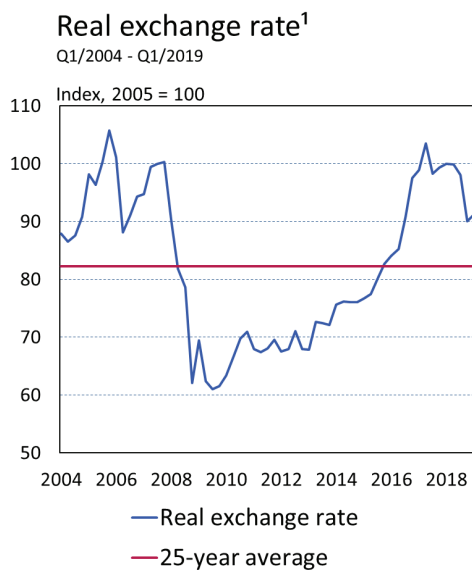
- Iceland's boom-bust cycle and problems with macroeconomic management in small, open, and financially integrated economies.
- The rise and fall of three cross-border banks operating on the basis of EU legislation (the European "passport").

## The immediate policy response

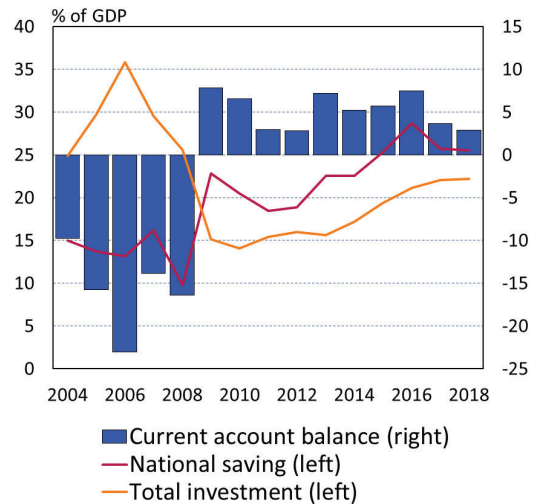
- Failing banks placed in resolution regimes and domestic banks carved out (1.7 times GDP).
- Focus on keeping payment intermediation working – deposit preference introduced.
- IMF programme three key goals: exchange rate stability, fiscal sustainability, and financial sector reconstruction.
- Comprehensive capital controls were a key element in the programme:
  - Stabilise the exchange rate.
  - Space to clean up balance sheets.
  - Space for domestic economic policies.

# Recession and recovery

## Real depreciation and rebalancing



**Investment, saving and current account balance 2004-2018<sup>1</sup>**



1. Current account balance and national saving based on estimated underlying current account balance in 2008-2015.  
Sources: Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

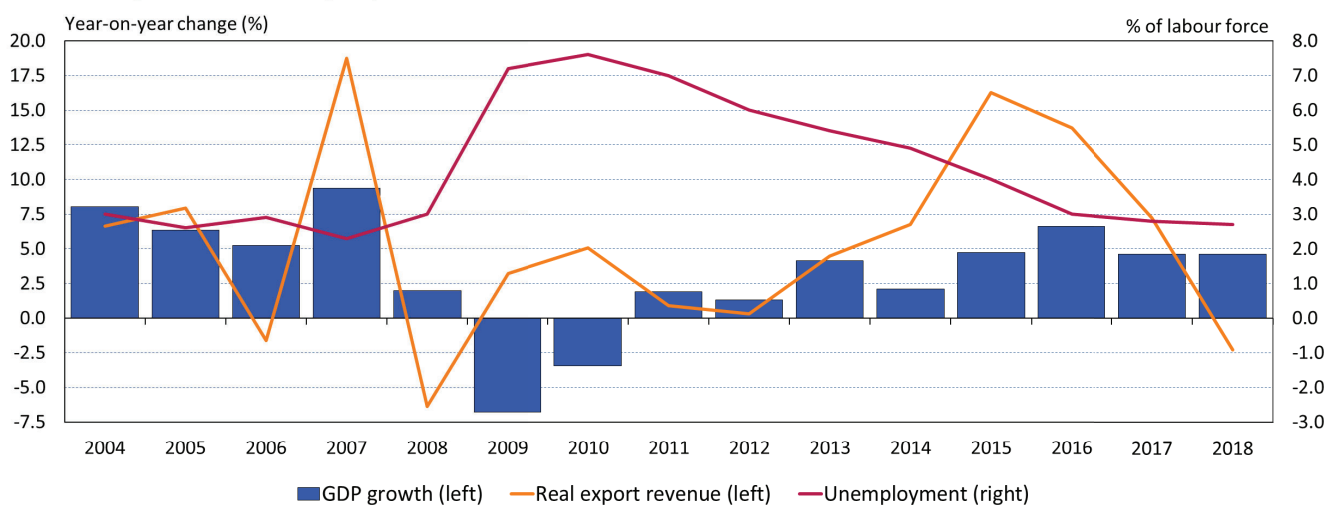
## Deepest recession since around WWI and longest expansion since the end of WWII

- GDP contracted by 13% from Q1/2008 to Q1/2010.
- Unemployment peaked in Q4/2010 at just over 8% (post-war high)
- A relatively weak recovery began in Q2/2010 but gained strong momentum during 2015-2017 with record tourism and strong improvements in the terms of trade.
- Pre-crisis peak in GDP reached in 2015 and per capita in 2016.
- Total employment (man years) reached pre-crisis peak in 2014.

## Deep recession but full recovery with strong growth in export sectors



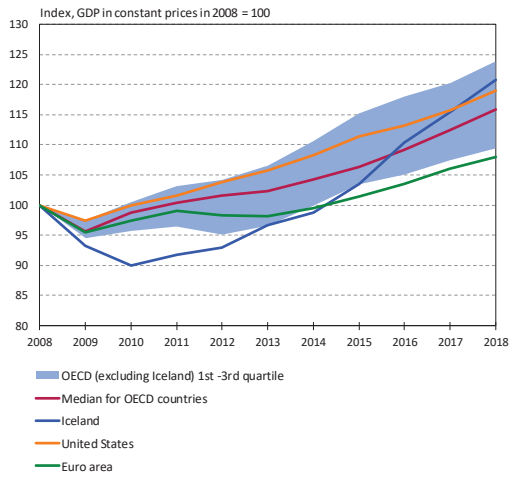
GDP growth, unemployment and real export revenue 2004-2018



Sources: Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

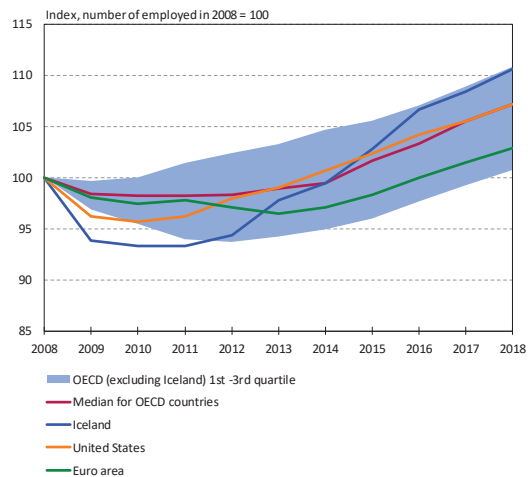
# Iceland's GDP recession was relatively deep, but its employment recovery relatively strong

Post-crisis economic recoveries in output in selected countries<sup>1</sup>



1. Estimates for 2018 are based on IMF's WEO database.  
Sources: IMF, Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

Post-crisis economic recoveries in employment in selected countries<sup>1</sup>



1. Estimates for 2018 are based on IMF's WEO database.  
Sources: IMF, Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

## Economic and financial policies



## The IMF programme

- Approved in November 2008.
- Total financing 3.9 b € or 44% of GDP in 2008 (1.6 b € from IMF and 2.3 b € from Nordic countries and Poland).
- Interest rates: IMF: initial 3.3%. Nordic: initial 3.15% (2.75%+Euribor).
- Fully drawn but not used except to increase the level of reserves.
- Loan from the Faroe Islands amounting to 300 m DKK (40 m €). No conditionality.
- Ended in August 2011.
- Nordic loans repaid 2012-2014, IMF 2012-2015 and Polish loan in spring 2015.
- All main goals were reached – strong local ownership.

## Comprehensive capital controls on outflows

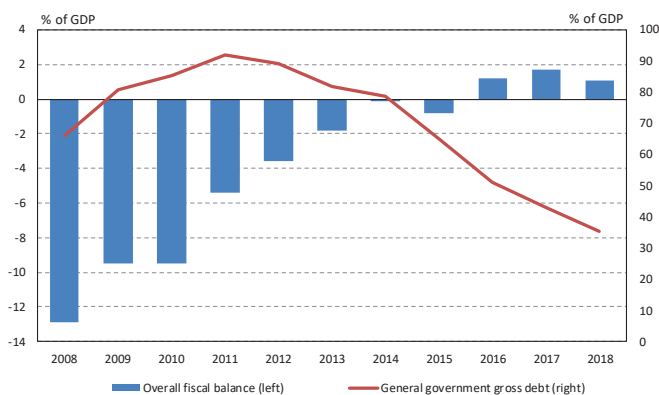
- Helped to stabilise the exchange rate after 50% fall in 2008.
- Big currency mismatches in domestic balance sheets.
- Direct foreign króna positions 40% of GDP.
- Created space for monetary policy, the domestic financing of the fiscal deficit and the cleaning up of domestic balance sheets.
- Mostly lifted 2015-17 without derailing economic and financial stability, without tapping the Central Bank's FX reserves excessively, and without discernible legal repercussions from the measures taken to lift the controls.

## Fiscal consolidation

- A medium term fiscal consolidation programme was a key element in the programme with the IMF.
- It worked well.
- Automatic stabilisers were allowed to work in the beginning as the fiscal deficit went to almost 10% of GDP in 2009.
- Fiscal consolidation then eliminated the deficit over 2010-2014 without derailing the economic recovery.
- Effort was big in international comparison.

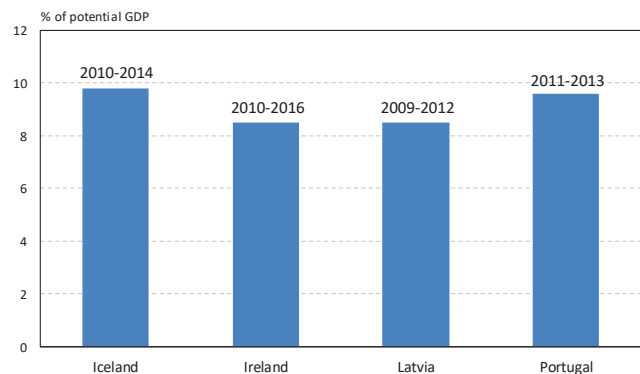
## Fiscal consolidation and falling public debt

General government overall fiscal balance and gross debt 2008 - 2018<sup>1</sup>



1. Adjusted for stability contributions.  
Sources: IMF Fiscal Monitor, Central Bank of Iceland.

Fiscal consolidation: period and positive change in the cyclically adjusted primary balance of general government



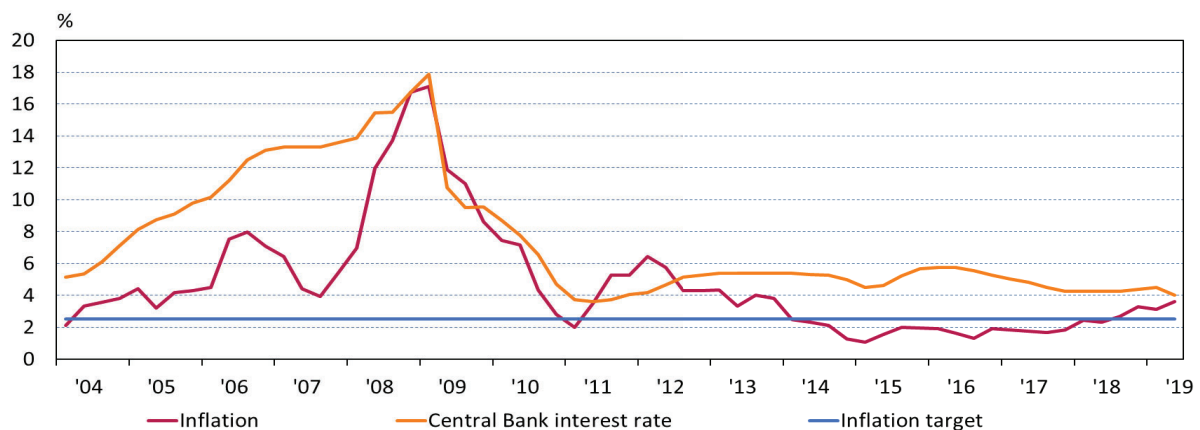
Sources: IMF Fiscal Monitor October 2017 & 2018.

## Monetary policy

- Inflation fell to target as the exchange rate stabilised in 2009 and appreciated in 2010.
- Created scope to cut the policy rate.
- Monetary policy was successful in bringing inflation expectations down to target after 2012 and keeping inflation close for five years without employment costs.

Inflation peaked in 2009 but declined steadily after the exchange rate stabilised. Monetary policy succeeded in keeping inflation close to target in recent years.

Inflation and policy rate Q1/2004-Q1/2019 and latest

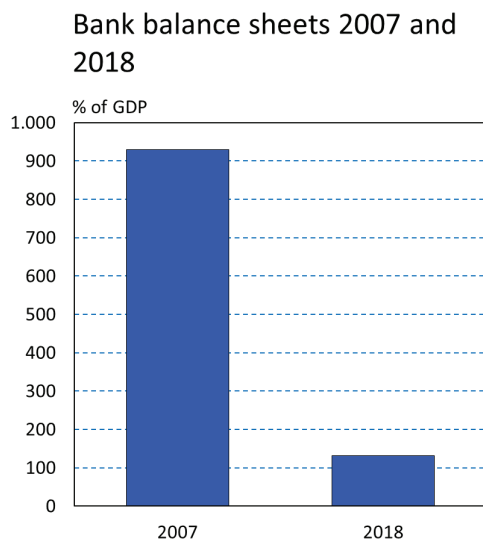


Sources: Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

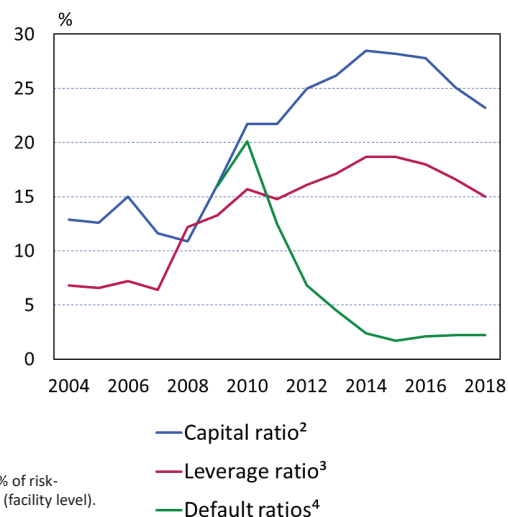
## Rebuilding the banking system

- The banking system primarily serves domestic households and business.
- 15% of the size of the pre-crisis banking system.
- Bank regulation has been greatly improved.
- Resilient with high capital adequacy ratios and sound liquidity position.

## Banking system now focuses mainly on domestic households and businesses and is much more resilient than before



Deposit institutions: capital, leverage and default ratios<sup>1</sup>



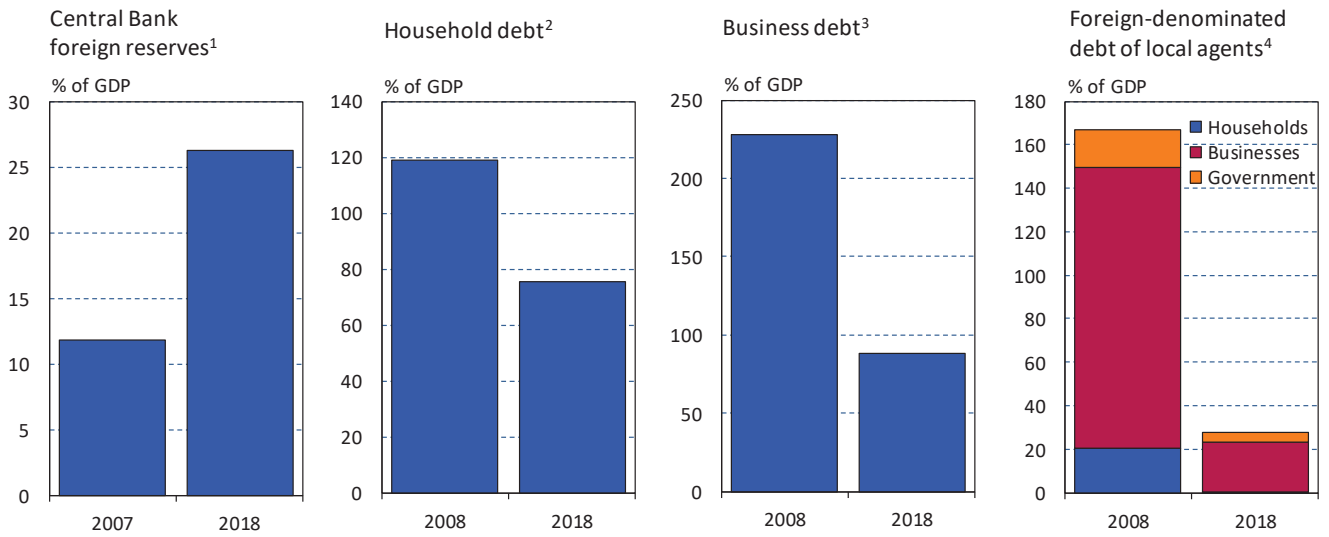
1. Domestic systemically important banks, consolidated figures. Average of ratios. 2. Capital base as % of risk-weighted assets. 3. IFRS Tier 1 leverage ratio. 4. Loans in default; i.e., loans past due by over 90 days (facility level).  
Sources: Deposit institutions' financial statements. Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

## Where are we now?

## Where are we now?

- National income per capita 12% higher in 2018 than in 2007; we rank higher relative to other countries than before the crisis.
- Above full employment for the past three years – large importation of labour.
- Total employment (man years) was in 2018 11% above the pre-crisis peak.
- External assets exceed external liabilities by 21% of GDP (NIIP negative by 130% of GDP in 2008 excluding failed banks).
- Overall we have built strong resilience, have policy space and can face temporary setbacks.

# Increased resilience



1. Foreign reserves as % of GDP. 2. Total debt of households as % of GDP. 3. Total debt of businesses (debt and issued bonds) as % of GDP. Businesses excluding financial services firms (including holding companies). 4. Foreign-denominated debt or debt linked to foreign currencies as % of GDP. Businesses excluding financial services firms (including holding companies). Figures for 2008 are September figures for households and businesses but August figures for the government.  
Sources: Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

## What explains this success?

## What explains the success?

- The nature of the shocks:
  - Bank losses shared across borders.
  - Downsizing of unsustainable sectors and unwinding of imbalances.
- The policy response:
  - Dealing with failed banks.
  - Programme with the IMF.
  - Solution to the balance of payments crisis and lifting capital controls.
  - Policy reforms and good monetary and fiscal policies compared to the past
- Real economic integration with trading partners – cross-border labour mobility.
- Luck:
  - Growth of tourism.
  - Big improvements in the terms of trade 2015-2017.

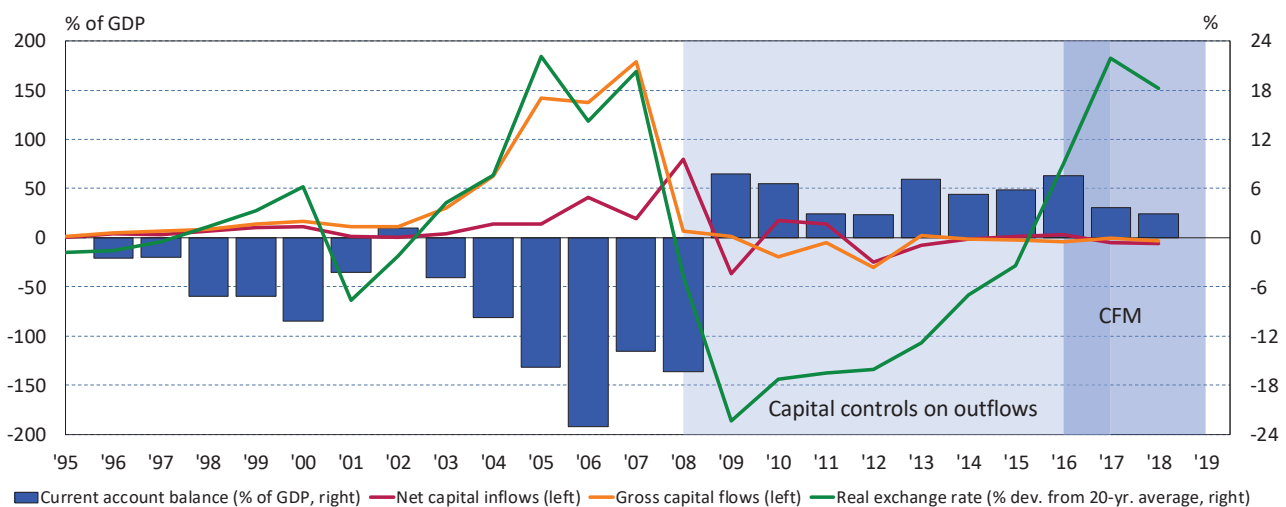
## Key lessons regarding capital flows and the exchange rate

## Key lessons regarding capital flows and the exchange rate

- The exchange rate can both be a shock amplifier and a shock absorber. There are policies that can affect the outcome.
- It is becoming more difficult to preserve monetary and financial stability in small, open and financially integrated economies.
- It requires sound regulation and supervision of FX risk and more policy tools: FX intervention, macroprudential and sometimes capital flow management.

## The capital flow problem in Iceland and the exchange rate

Capital flows, current account balance, and real exchange rate 1995-2018<sup>1</sup>



1. Capital flows excluding change in reserves. Gross capital flows is the average of gross capital inflows and outflows. Current account excluding the effect of failed financial institutions 2008-2015 and the pharmaceuticals company Actavis 2009-2012 on primary income. Also adjusted for the failed financial institutions' financial intermediation services indirectly measured (FISIM). Real exchange rate relative consumer prices (20-year average, 1998-2017).

Sources: Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.



# SEÐLABANKI ÍSLANDS

Seðlabanki Íslands

Markmið, árangur og áskoranir

Ísafjörður, Akureyri, Neskaupstaður og Árborg  
12.-19. ágúst 2019

Már Guðmundsson  
seðlabankastjóri



## Markmið og verkefni

## Hvað er seðlabanki?

- Verkfæri ríkisvaldsins sem nýtur skilgreindra sérréttinda og notar sjóð til að eiga viðskipti við fjármálastofnanir og á fjármálamarkaði. Markmiðin, form tengsla við ríkisvaldið og aðferðirnar breytast í áranna rás.
- Banki bankanna og banki ríkisins.
- Nú á tímum er algengast að seðlabankar hafi verðstöðugleika og fjármálastöðugleika að markmiði

## Markmið Seðlabanka Íslands

### Verðlag

Seðlabanki Íslands skal stuðla að stöðugu verðlagi – heimild til að lýsa yfir tölulegu verðbólgu markmiði með samþykki ráðherra

### Fjármála- stöðugleiki

Seðlabanki Íslands skal stuðla að fjármálastöðugleika

### Stefna ríkis- stjórnar

Seðlabankinn skal stuðla að framgangi stefnu ríkisstjórnarinnar í efnahagsmálum, enda telji hann það ekki ganga gegn markmiðum bankans

## Önnur helstu verkefni Seðlabankans

- Varðveita gjaldeyrisvarasjóð
- Stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, þ.m.t. greiðslukerfi í landinu og við útlönd
- Útgáfa seðla og myntar
- Bankþjónusta fyrir ríkissjóð og ráðgjöf við ríkisstjórn varðandi gjaldeyrisráðgjöf, erlendar lántökur og fleira
- Samskipti við alþjóðlegar stofnanir (t.d. Alþjóðagjaldeyrissjóðinn og Alþjóðagreiðslubankann)
- Tölfræðiupplýsingar, rannsóknir og útgáfur

## Úrlausn fjármálakreppunnar og efnahagsleg endurreisn

- Endurreisn greiðslumiðlunar gagnvart útlöndum
- Efnahagsáætlun með Alþjóðagjaldeyrissjóðnum 2008-2011
- Framkvæmd og losun fjármagnshafta
- Endurheimtur krafna á fallin fjármálafyrirtæki: Eignasafn Seðlabanka Íslands (ESÍ)
- Endurreisn fjármálakerfisins á öruggari grunni

# Árangur við úrlausn kreppunnar

## Efnahagsáætlun með Alþjóðagjaldeyrissjóðnum

- Í kjölfar bankahrunsins óskuðu íslensk stjórnvöld formlega eftir samstarfi við AGS – áætlun samþykkt í nóvember 2008.
- Samkomulag var gert á grundvelli efnahagsstefnu sem hafði þrjúþætt markmið.
  - Gengisstöðugleiki
  - Sjálfbær ríkisfjármál
  - Endurreisn fjármálakerfisins
- Fjármögnun í tengslum við áætlunina var mikil og nam 3,9 milljörðum evra eða um 44% af VLF 2008.
- Dregið var á lánin að fullu til að efla traust (fjármunum ekki ráðstafað í annað en að efla gjaldeyrisforða).
- Efnahagsáætluninni lauk 2011 og markmiðum var náð.
- Lánin voru endurgreidd fyrir gjalddaga á árunum 2012-2015.

## Fjármagnshöft

- Tókst að fá höftin til að virka eins og að var stefnt með breytingum á reglum haustið 2009, uppbyggingu gjaldeyriseftirlits og með því að setja bú föllnu bankanna undir þau á árinu 2012
- => skjól til endurreisnar og tiltektar í efnahagsreikningum banka, heimila og fyrirtækja
- Framkvæmd varðandi eftirlit og undanþágur gekk vel en vandamál komu upp varðandi rannsóknir (að hluta vegna annmarka við setningu laga og reglna)
- Greiðslujafnaðarvandinn:
  - Aflandskrónur: rúm 40% af landsframleiðslu
  - Óvarðar innlendar eignir slitabúa: nærri 50% af landsframleiðslu
  - Of stuttur greiðsluferill erlendra skulda aðila sem gátu þá illa endurfjármagnað (skuld nýja Landsbankans við þann gamla)
  - Upphlaðin þörf innlendra aðila fyrir erlendar eignir (lífeyrissjóðir)

## Losun fjármagnshafta

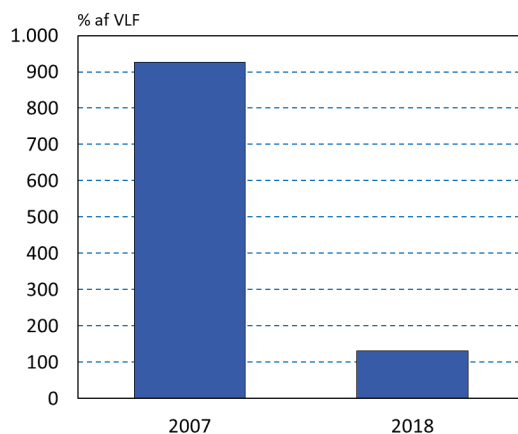
- Lækkun stöðu aflandskróna með gjaldeyrisútboðum og samningum 2010-2017 (Avens, útboð 2011-15, stórútboð með forða 2016 og viðskipti 2017)
- Eftir þessar aðgerðir var staðan komin niður í 7% af landsframleiðslu og hrein erlend skuldastaða lækkaði um 8% af landsframleiðslu vegna þeirra
- Uppgjör slitabúa á grundvelli nauðasamninga með stöðugleikaframlögum 2015: 16,5% af VLF bein framlög, lækkun erlendrar skuldastöðu: 13,5% af VLF
- => Hrein erlend skuld þjóðarbúsins lækkaði í heild um 22% af VLF vegna ofangreindra aðgerða
- Losun á innlenda aðila 2016-2017 (stóra skrefið í mars 2017)
- Fjármagnshöftin voru losuð án efnahagslegs og fjármálalegs óstöðugleika, án þess að nýta um of gjaldeyrisforða Seðlabankans og án teljandi lagalegra eftirmála vegna þeirra aðgerða sem gripið var til í því skyni að losa höftin – vakið athygli erlendis sem árangursrík aðgerð

## Endurheimta krafna á fallin fjármálafyrirtæki

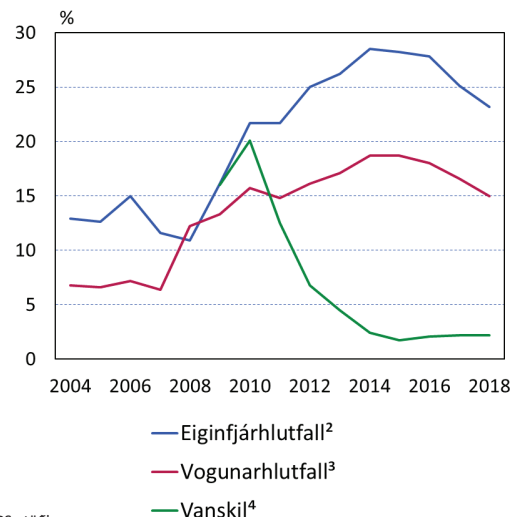
- Bókfært verðmæti eigna sem fóru inn í ESÍ í upphafi var um 491 milljarður króna.
- Til viðbótar við þá fjármuni hefur ESÍ skilað um 161 milljarði króna til Seðlabankans og ríkissjóðs í formi vaxta, arðs og skattgreiðslna, þrátt fyrir að m.a. hafi þurft að afskrifa háar fjárhæðir vegna „Kaupþingslánsins“ svokallaða.
- ESÍ var slitið í upphafi árs 2019, ríflega 9 árum frá stofnun þess.

## Endurreisn bankakerfisins

Eignir innlánsstofnana 2007 og 2018



Innlánsstofnanir: eiginfjár- og vogunarhlutföll og vanskil<sup>1</sup>



1. Samstæður kerfislega mikilvægra banka. 2. Eiginfjárgrunnur sem hlutfall af áhættugrunni. 3. Skv. IFRS-stöðlum. 4. Útlán sem ekki hefur verið greitt af 190 daga eða lengur (lánaaðferð).

Heimildir: Ársreikningar innlánsstofnana, Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

# Árangur í efnahagsmálum

## Staðan fyrir 10 árum

- Í miðjum mesta efnahagssamdrætti frá fyrri heimsstyrjöldinni
- Landsframleiðsla dróst saman um 13% og náði botni á fyrsta ársfjórðungi 2010
- Atvinnuleysi var á uppleið og náði hámarki yfir 8% á fjórða ársfjórðungi 2010
- Verðbólga var 19% í janúar 2009 – 12% um mitt ár
- Stýrivextir 18% í janúar 2009 – 12% um mitt ár
- 10% halli á ríki og sveitarfélögum 2009
- Erlendar skuldir umfram eignir þjóðarbúsins 130% ef horft var í gegnum bú föllnu bankanna

## Staðan fyrir 10 árum - 2

- Gjaldeyrisforðinn var allur fenginn að láni erlendis
- Við vorum að forminu til með altæk fjármagnshöft en þau voru ekki að virka eins og stefnt var að
- Aflandskrónur rúm 40% og vandinn í búunum óþekktur
- Öll þrjú meginmarkmið áætlunar með AGS voru í óvissu eða uppnámi (gengisstöðugleiki, sjálfbær ríkisfjármál og endurreisn bankakerfisins)

## Hvar erum við nú?

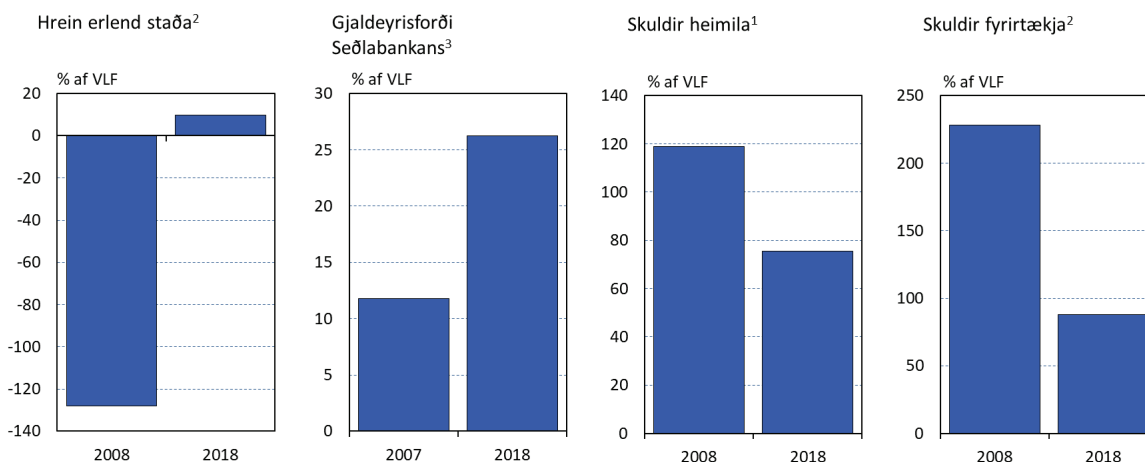
- Þjóðartekjur á mann 2018 12% hærri en árið 2007 og við stöndum frammar meðal þjóða en fyrir kreppu
- Kaupmáttur launa 24% hærri
- Full atvinna og gott betur þrjú sl. ár
- Verðbólga hefur verið nálægt markmiði í bráðum sex ár – nú 3,1%
- Hið opinbera stendur sterkt
- Vextir lágir í sögulegu samhengi: meginvextir Seðlabankans 3,75% og vextir 10 ára óverðtryggðra ríkisskuldabréfa undir 4%



## Hvar erum við nú? 2

- Gjaldeyrisforði sem nemur um fjórðungi af landsframleiðslu er nær allur fjármagnaður innanlands
- Þjóðin á eignir umfram skuldir erlendis sem nema 21% af landsframleiðslu

## Stóraukinn viðnámsþróttur



1. Viðskiptajöfnuður sem % af VLF. 2. Hrein erlend staða þjóðarþúsins sem % af VLF. 3. Gjaldeyrisforði sem % af VLF. 4. Frávik raungengis frá metnu jafnvægisraungengi.  
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

# Peningastefnan

## Endurbætur á peningastefnunni eftir fjármálakreppu (rit Seðlabankans 2010)

### Verðbólguþéttun plús

Sveigjanlegt  
verðbólguþéttun

Stýrt flotgengi

### Fleiri tæki

Gjaldeyrisingrip

Fjárstreymistöki

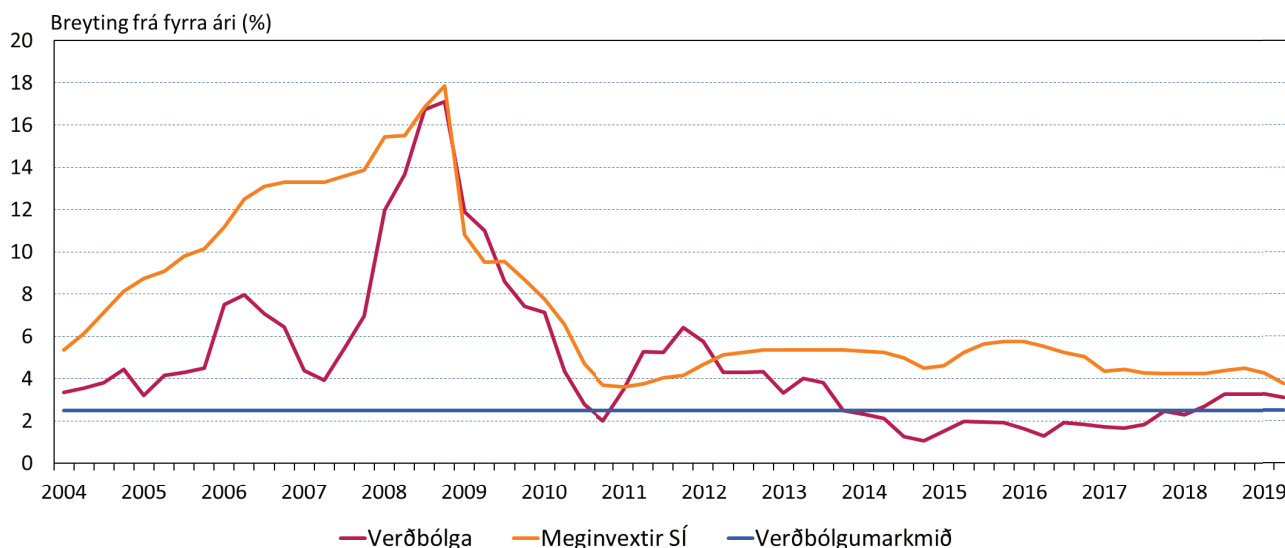
### Samspil við ríkisfjármál og varúðarstefnu

Fjármálaþreglur

Þjóðhagsvarúð

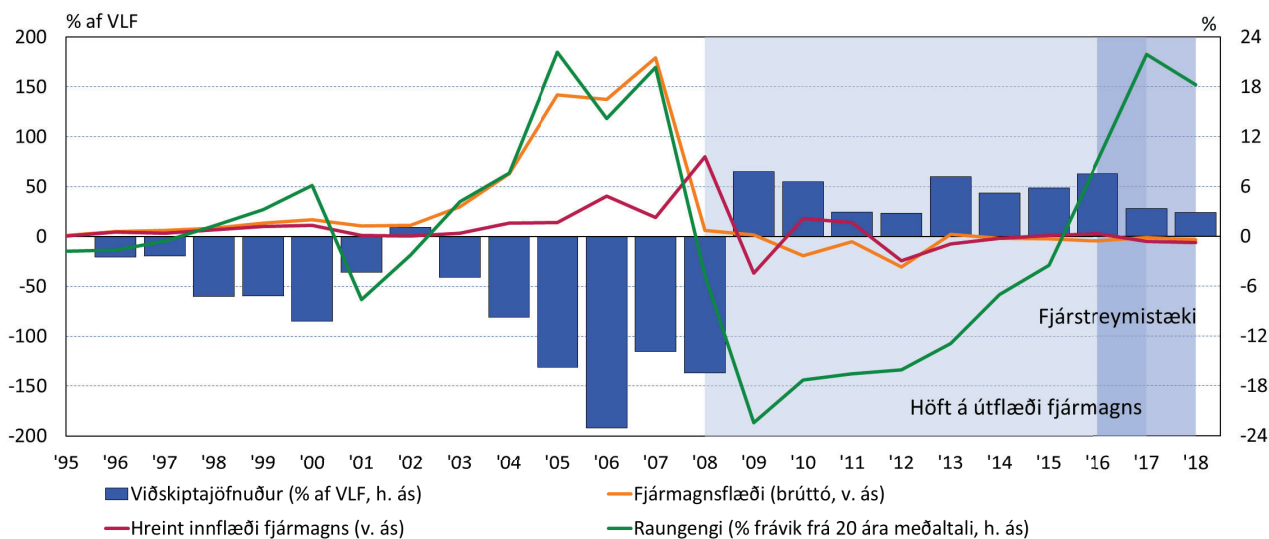
# Verðbólga náði hámarki 2009 en minnkaði samfelld eftir því sem gengi krónunnar náði jafnvægi. Peningastefnan hefur náð að halda verðbólgu nálægt markmiði nú í bráðum sex ár

Verðbólga og meginvextir Seðlabankans 1. ársfj. 2004 - 3. ársfj. 2019



# Fjármagnsflæði og gengi krónunnar

Fjármagnsflæði, viðskiptajöfnuður og raungengi 1995-2018<sup>1</sup>



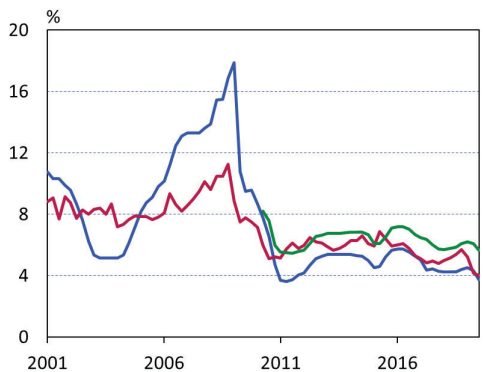
1. Fjármagnsflæði utan breytinga á gjaldeyrisforða. Brúttó fjármagnsflæði er meðaltal heildarinnstreymis og heildarúttreymis fjármagns. Viðskiptajöfnuður án áhrifa fallinna fjármálafyrirtækja 2008-2015 og lyfjafyrirtækisins Actavis 2009-2012 á jöfnuð frumþáttatekna. Einnig hefur verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) fallinna fjármálafyrirtækja. Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag (20 ára meðaltal 1998-2017).

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Vextir í sögulegu lágmarki

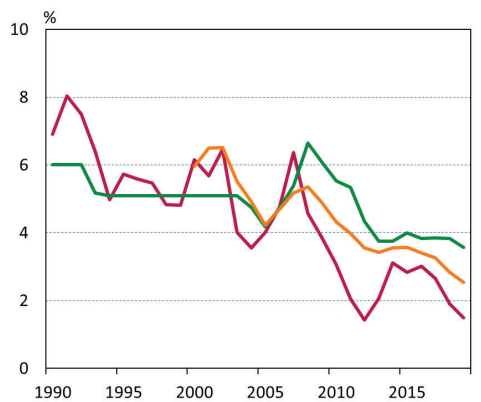
### Meginvextir Seðlabanka Íslands og nafnvextir á markaði<sup>1</sup>

1. ársfj. 2001 - 3. ársfj. 2019



- Meginvextir Seðlabankans
- Vextir óverðtryggðra skuldabréfa
- Vextir óverðtryggðra húsnæðislána viðskiptabanka með breytilegum vöxtum

### Raunvextir á löngum lánum 1990-2019<sup>2</sup>



- Verðtryggðir ríkisskuldabréfavextir
- Verðtryggðir vextir íbúðalána viðskiptabanka og sparisjóða
- Verðtryggðir vextir íbúðalána lífeyrissjóða

1. Gögn til og með 31. júlí 2019. Vextir skuldabréfa 5 ára vextir út frá metnum nafnvaxtaferli. Vextir húsnæðislána einfalt meðaltal lægstu útlánsvaxta þriggja stærstu viðskiptabankanna. 2. Ársmeðaltöl, gögn til og með 30. júlí 2019. 5. Verðtryggðir ríkisskuldabréfavextir eru samsettir úr gögnum um frumútbóð spariskirteina og ávöxtun íbúðabréfa og verðtryggðra ríkissbréfa. Vextir verðtryggðra íbúðalána viðskiptabanka og sparisjóða eru vextir Húsnæðisstofnunar/Íbúðalánasjóðs til og með júní 2004 en frá þeim tíma vegið meðaltal lægstu vaxta verðtryggðra íbúðalána hjá bönkum og sparisjóðum. Vextir lífeyrissjóða eru ársmeðaltöl lægstu vaxta.

Heimildir: Íbúðalánasjóður, Almenni lífeyrissjóðurinn, Arion banki, Festa lífeyrissjóður, Gilði lífeyrissjóður, Íslandsbanki, Landsbankinn, Lsj. verslunarmanna, LSR, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Stöðugleiki fjármálakerfisins

## Endurbætur á sviði fjármálastöðugleika eftir fjármálakreppuna: skipulag og regluverk

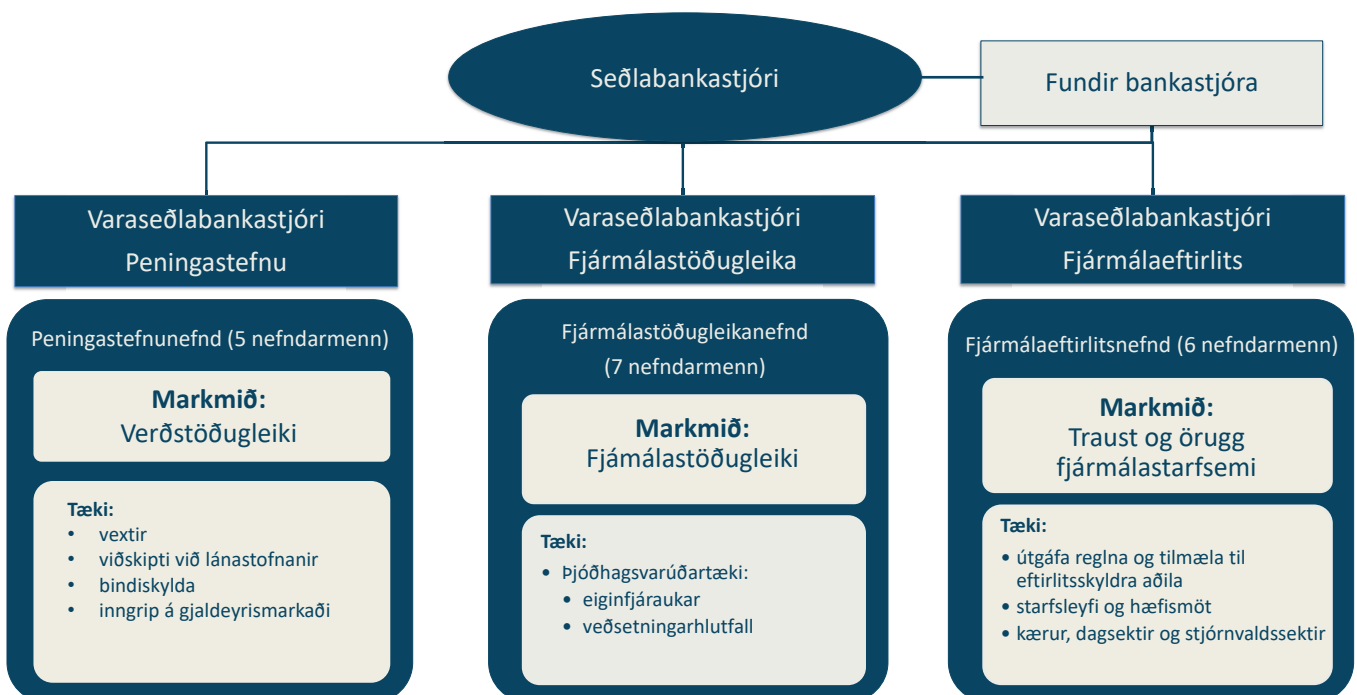
- Varúðarstefna eftir fjármagnshöft (rit Seðlabankans 2012)
  - Fjármálafyrirtæki:
    - Hertar lausafjárreglur
    - Reglur um stöðuga fjármögnun í erlendum gjaldmiðlum (takmarka skammtímafjármögnun erlendis)
    - Auknar eiginfjárkröfur
    - Takmarkanir á gjaldeyrisójafnvægi
  - Lántakendur:
    - Hámark veðsetningarhlutfalls
    - Heimild í lögum að takmarka gjaldeyrislán til óvarinna aðila
  - Fjármagnsflæði:
    - Fjárstreymistæki beitt til að stemma stigum við óstöðugu innflæði erlends fjármagns
- Umgjörð um fjármálastöðugleika bætt 2014. Kerfisáhættunefnd og fjármálastöðugleikaráð stofnað – tilmælavald um beitingu þjóðhagsvarúðartækja. Aðkoma Seðlabankans, Fjármálaeftirlitsins og fjármála- og efnahagsráðuneytisins

## Traustara bankakerfi

| Ár                                     | 2007 | 2018 |
|--|------|------|
| Stærð bankakerfisins (% af VLF)        | 900  | 130  |
| Eiginfjárfrafa (%)                     | 8,0  | 20,4 |
| Eiginfjárhlutfall án víkjandi lána (%) | 6,8  | 21,8 |
| Vogunarhlutfall                        | 6,4  | 15,0 |
| Heimild: <i>Seðlabanki Íslands.</i>    |      |      |

# Áskoranir framtíðarinnar

## Skipulag, nefndir og tæki sameinaðs Seðlabanka



## Hagkvæm og örugg greiðslumiðlun

- Rafrænar greiðslulausnir hérlendis byggja flestar á innviðum erlendra kortakerfa ólíkt því sem víða þekkt og innlendar greiðslur fara í miklum mæli í gegnum útlönd – í þessu felst áhætta
- Mikilvægt að tryggja hagkvæmar varaleiðir í rafrænni smágreiðslumiðlun
  - Óháð og sjálfstæð innlend greiðslulausn sem byggir á innlánareikningum bankakerfisins gæti þjónað sem varaleið
  - Rafkróna, útgefin af Seðlabankanum sem myndi gegna sama hlutverki og seðlar og mynt, gæti einnig þjónað sem varaleið
- Greiðslumiðlun getur varðað þjóðaröryggi

## Samandregið

- Úrlausn fjármálakreppunnar er lokið með miklum árangri
- Tekist hefur að ná markmiðum peningastefnunnar og varðandi fjármálastöðugleika á undanförunum árum
- Með því að taka í notkun fleiri tæki hefur tekist að láta gengi krónunnar þróast til sveiflujöfnunar fremur en sveiflumögnunar eins og var raunin fyrir fjármálakreppuna
- Við erum betur í stakk búin til að takast á við efnahagsleg áföll en kannski nokkru sinni fyrr í sögu okkar

## Þjóðarbúskapur við hagsveifluskil



Fyrirlestur hjá Félagi atvinnurekenda  
4. september 2019

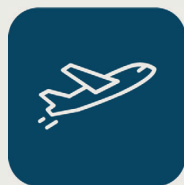
Þórarinn G. Pétursson  
Aðalhogfræðingur Seðlabanka Íslands



## Efnahagspróun og -horfur



Aukin óvissa og svartsýni í alþjóðlegum efnahagsmálum



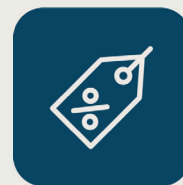
Mikill samdráttur í flugi og ferðabjónustu



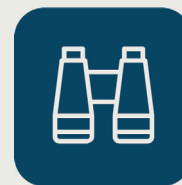
Hægir á hagvexti þótt hliðrun eftirspurnar vegi á móti



Störfum farið að fækka og atvinnuleysi hefur aukist



Verðbólga tekin að hjaðna eftir aukningu sl. haust



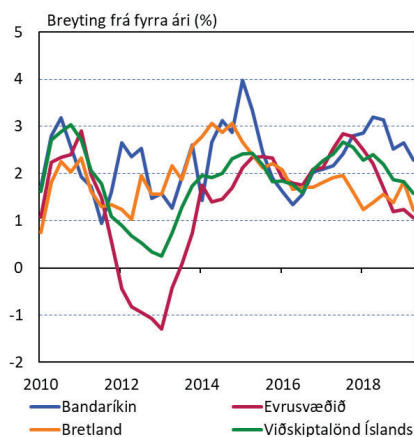
Horfur á lítilegum samdrætti í ár og hægfara bata á næsta ári



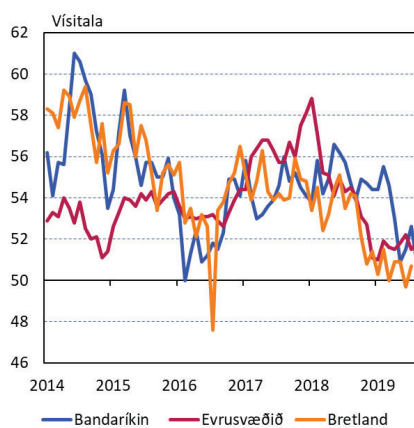
# Alþjóðlegur hagvöxtur gefur eftir og svartsýni eykst

- Áfram dregur úr alþjóðlegum hagvexti: var að meðaltali 2,2% í helstu viðskiptalöndum í fyrra en minnkaði í 1,6% á Q2/2019
- Vísendingar um að þessi þróun haldi áfram: framleiðsluvísitölur hafa víða gefið eftir og fyrirtæki verða æ svartsýnni ...
- ... á sama tíma og verulega dregur úr vexti alþjóðaviðskipta

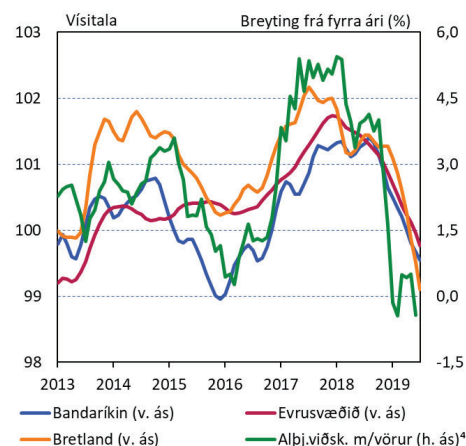
Alþjóðlegur hagvöxtur<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2019



PMI-vísitala fyrir framleiðslu og þjónustu<sup>2</sup>  
Janúar 2014 - ágúst 2019



Væntingar fyrirtækja og alþjóðaviðskipti<sup>3</sup>  
Janúar 2013 - júlí 2019



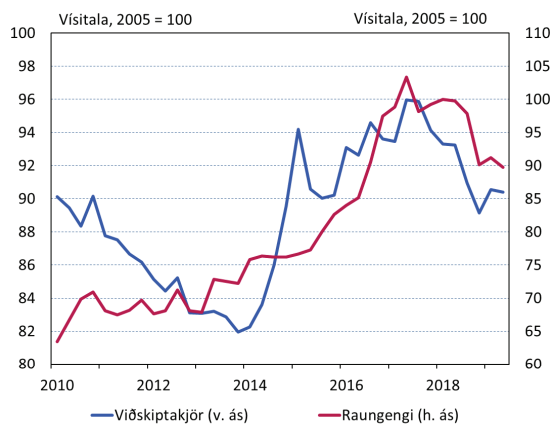
1. Grunnspá Seðlabankans 2. ársfj. 2019 fyrir helstu viðskiptalönd. 2. Vísitala Markit fyrir framleiðslu og þjónustu (Composite Purchasing Managers' Index, PMI). Vísitalan er birt mánaðarlega og er árstíðarleiðrétt. Þegar gildi vísitölnunnar er yfir 50 táknar það vöxt milli mánaða en ef hún er undir 50 táknar það samdrátt. 3. Væntingavísitölur OECD fyrir fyrirtæki í framleiðslugreinum (e. OECD business confidence index, BCI). 4. Magnbreyting. Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal.

Heimildir: CPB, OECD, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

# Viðskiptakjör batna á ný og ISK tiltölulega stöðug

- Viðskiptakjör tóku að rýrna er leið á 2017 eftir samfelldan bata frá 2013 ... rýrnuðu um 4½% sl. haust sem, ásamt áhyggjum af stöðu WOW Air, kjarasamningum og efnahagshorfum, urðu til þess að gengi ISK lækkaði nokkuð
- Viðskiptakjör bötnuðu hins vegar aftur á Q1 og viðskiptavegið gengi ISK hefur haldist tiltölulega stöðugt í kringum 181 stig

Viðskiptakjör og raungengi<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2010 - 2. ársfj. 2019



Gengi krónunnar<sup>2</sup>  
2. jan. 2018 - 30. ágúst 2019



1. Raungengi m.v. hlutfallslegt verðlag. 2. Verð erlendrar gjaldmiðla í krónum.

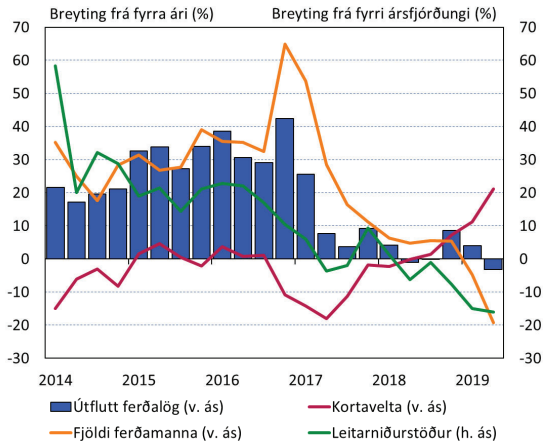
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

# Samdráttur í ferðapjónustu og útflutningi almennt

- Viðsnúningur í ferðapjónustu er leið á 2018 – m.a. vegna minnkandi umsvifa WOW Air og við fall þess varð snarpur samdráttur sem varð enn meiri fyrir vikið vegna MAX-potu vanda Icelandair ... ferðamönnum fækkaði en á móti vega aukin útgjöld á mann
- Við bætist samdráttur í öðrum útflutningi – sérstaklega sjávarafurða en sala flugvéla úr rekstri WOW Air vegur á móti

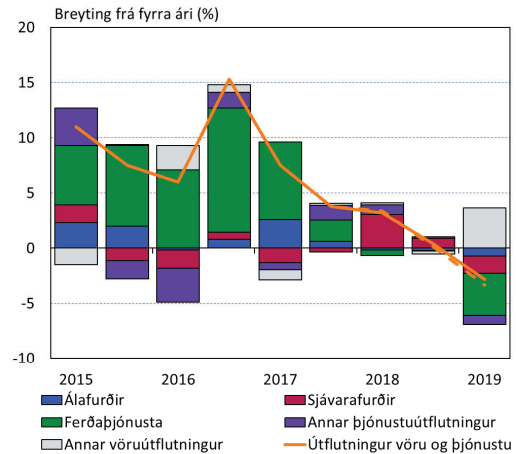
Vísbendingar um umsvif í ferðapjónustu<sup>1</sup>

1. ársfj. 2013 - 2. ársfj. 2019



Útflutningur og framlag undirliða<sup>2</sup>

1. árshluti 2015 - 1. árshluti 2019



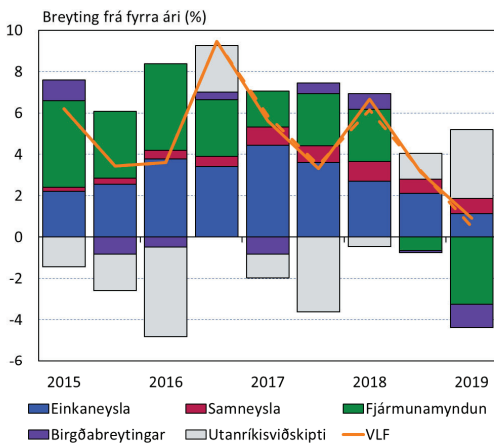
1. Útflutt ferðalög eru á föstu verðlagi og kortavelta á hvern ferðmann (án farþegaflutninga og opinberra gjalda) staðvirk með vísitölu neysluverðs. Fjöldi ferðamanna út frá brottförum erlendra farþega um Keflavíkflugvöð. Leitarniðurstöður út frá þáttalkani sem tekur saman tíðni fimm ólíkra leitarniðurstæða sem tengjast ferðalögum til Íslands samkvæmt Google-leitarvélinni (árstíðarleiðrétt, tveggja ársfjórðunga hreyfanlegt meðaltal). 2. Áútflutningur skv. skilgreiningu þjóðhagsreikninga. Ferðapjónusta er samtala á „ferðalögum“ og „farþegaflutningum með flugi“. Vegna keðjutengingar getur verið að summa undirliðanna sé ekki jöfn heildarútflutningi. Brotalína sýnir spá frá PM 2019/3. Heimildir: Ferðamálastofa, Google Trends, Hagstofa Íslands, Isavia, Rannsóknarsetur verslunarinnar, Seðlabanki Íslands.

# Tekið að hægja á hagvexti

- Hægja tók á hagvexti er leið á 2018 og á fyrri hluta þessa árs var hann kominn niður í 0,9%: hægði á vexti einkaneyslu, fjárfesting dróst saman og birgðir minnkuðu ... en á móti vógu hagstæð utanríkisviðskipti þrátt fyrir útflutningssamdrátt
- Þetta er heldur meiri hagvöxtur en sá 0,5% vöxtur sem gert var ráð fyrir í nýbirtri spá Seðlabankans

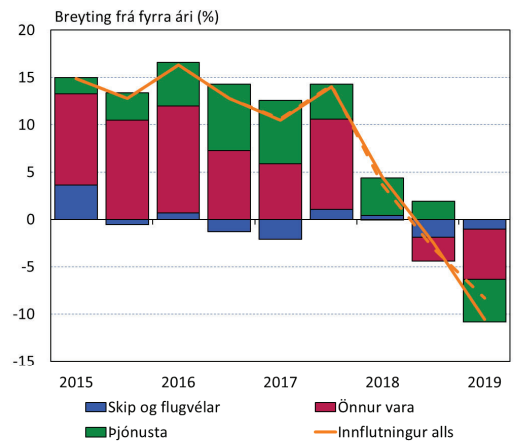
Hagvöxtur og framlag undirliða<sup>1</sup>

1. árshluti 2015 - 1. árshluti 2019



Innflutningur og framlag undirliða<sup>2</sup>

1. árshluti 2015 - 1. árshluti 2019

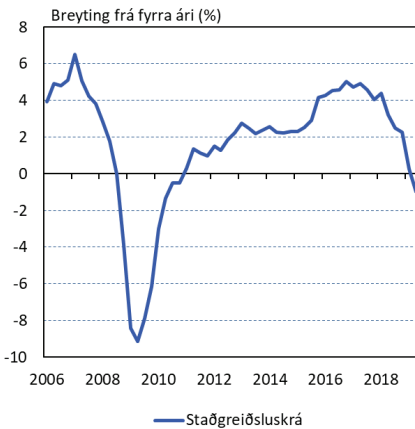


1. Vegna keðjutengingar getur verið að summa undirliðanna sé ekki jöfn hagvextinum. Brotalína sýnir spá frá PM 2019/3. 2. Vegna keðjutengingar getur verið að summa undirliðanna sé ekki jöfn heildarinnflutningi. Brotalína sýnir spá frá PM 2019/3. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

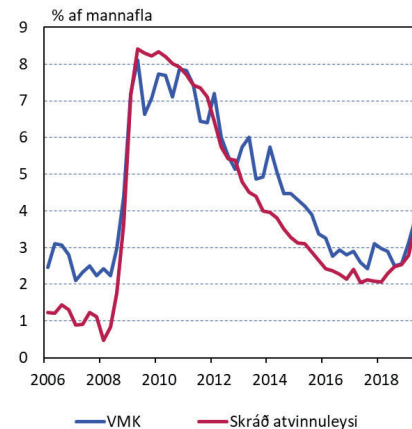
# Störfum tekið að fækka og atvinnuleysi eykst

- Störfum fækkaði um 1% frá fyrra ári á Q2 skv. staðgreiðslugögnum – fyrsta skipti sem störfum fækkar frá 2010
- Atvinnuleysi hefur jafnframt aukist nokkuð: var 3,8% á Q2 (upp um 0,7 pr. milli fjórðunga) og hefur ekki verið hærra síðan 2015
- Hratt hefur dregið úr spennu undanfarið en vísbendingar eru um að þjóðarþúið sé mögulega nálægt botni hagsveiflu

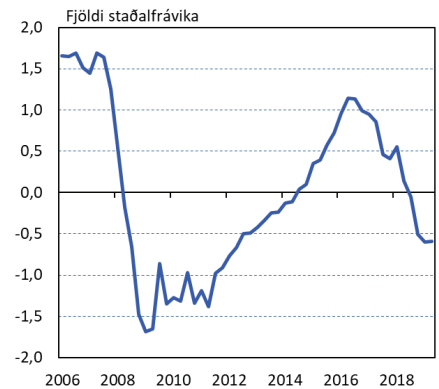
Fjöldi starfandi fólks<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2006 - 1. ársfj. 2019



Atvinnuleysi<sup>2</sup>  
1. ársfj. 2006 - 2. ársfj. 2019



NF-vísitalan<sup>3</sup>  
1. ársfj. 2006 - 2. ársfj. 2019

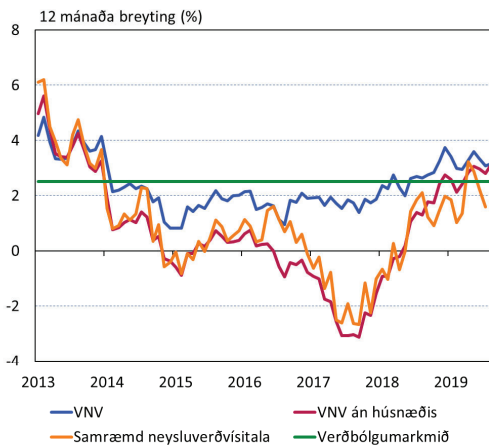


1. Fjöldi starfandi fólks skv. staðgreiðsluskrá byggist á gögnum um 16-74 ára einstaklinga sem höfðu einhverjar tekjur af vinnu sem gert er grein fyrir í uppgjöri ríkisskattstjóra um staðgreidda skatta, þ.á m. þeir sem voru í fæðingarorlofi frá vinnu og þeir sem eru með reiknað endurgjald. 2. Árstíðarleidiréttar tölur fyrir atvinnuleysi skv. vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) og skráð atvinnuleysi skv. Vinnumálastofnun. Skráð atvinnuleysi árstíðarleidirétt af Seðlabankanum. 3. NF-vísitalan er fyrsti frumpáttur valinna vísbendinga um nýtingu framleiðslubáttá sem er skalaður til svo meðaltal hans er 0 og staðalfrávik 1. Ítarlegri lýsingu má finna í rammagrein 3 í PM 2018/2. Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

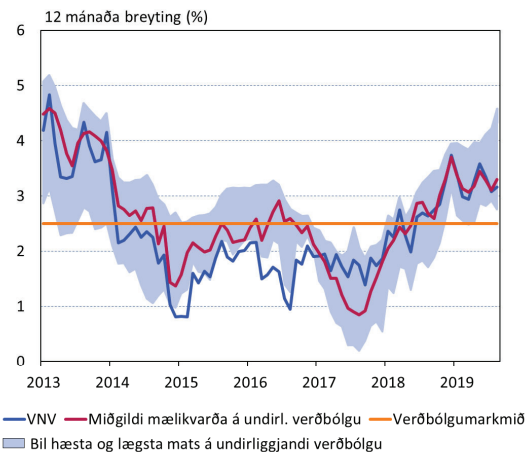
# Verðbólga tekin að hjaðna ...

- Verðbólga jókst fram eftir síðasta ári og náði hámarki í 3,7% í desember sl., var 3,3% á fyrri hluta ársins og 3,2% í ágúst
- Undirliggjandi verðbólga og verðbólga miðað við VNV án húsnæðis mælist svipuð ...
- ... en miðað við HICP er verðbólga nokkrum minni eða 1,6% (júlímæling)

Verðbólga á ýmsa mælikvarða  
Janúar 2013 - ágúst 2019



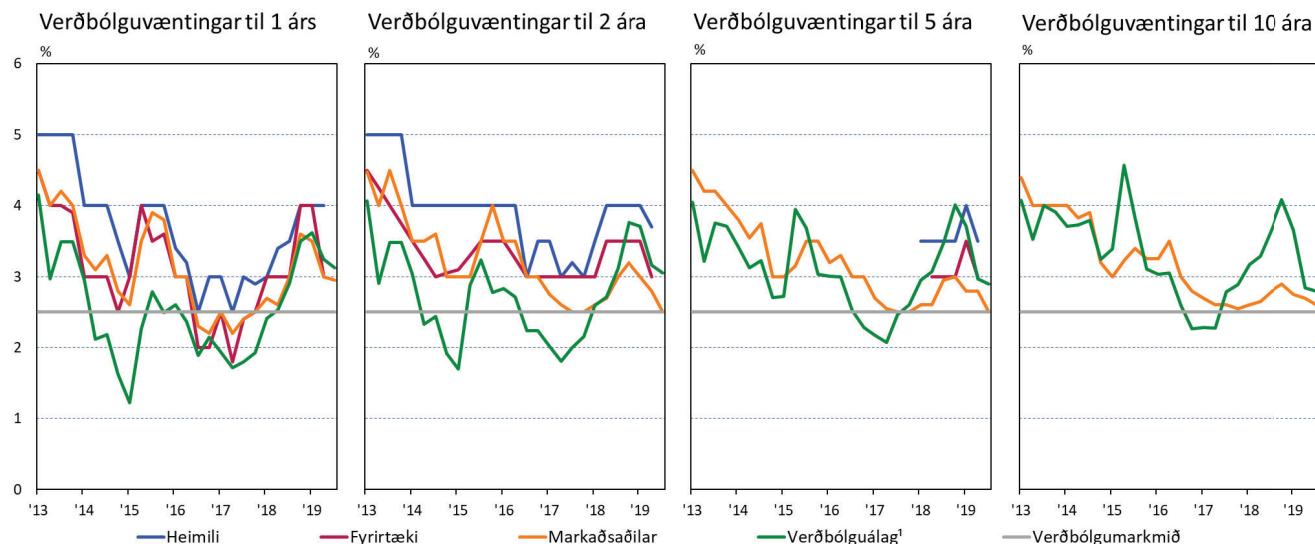
Mæld og undirliggjandi verðbólga<sup>1</sup>  
Janúar 2013 - ágúst 2019



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

## ... og verðbólguvæntingar lækka að markmiði á ný

- Verðbólguvæntingar tóku að hækka nokkuð sl. haust en hafa lækkað undanfarið hjá öllum hópum og yfir allar tímalengdir
- Verðbólguvæntingar á markaði komnar í markmið á ný en væntingar heimila og fyrirtækja enn heldur yfir því

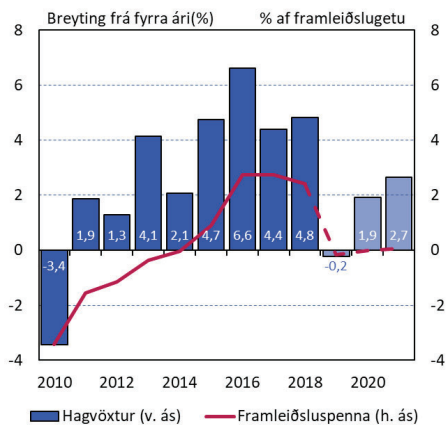


1. Talan fyrir verðbólguálag á 3. ársfj. 2019 er meðaltal daglegra gilda frá byrjun júlí til loka ágúst 2019. Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

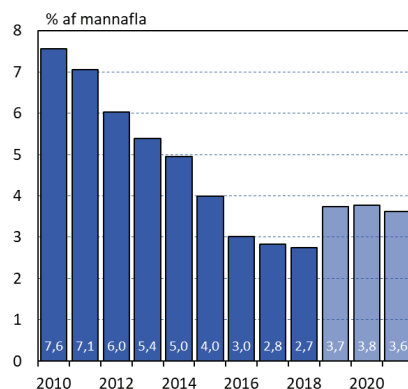
## Efnahagshorfur samkvæmt spá PM 2019/3

- Gert er ráð fyrir 0,2% samdrætti í ár en hægjara bata frá næsta ári ... slaki myndast í lok árs en hann hverfur er líður á næsta ári
- Atvinnuleysi verður að meðaltali 3,7% í ár og eykst í 3,8% á næsta ári en tekur síðan smám saman að minnka á ný
- Verðbólga minnkar í 2,9% á Q4 og 3,1% að meðaltali á árinu öllu en fer síðan í markmið á fyrri hluta næsta árs

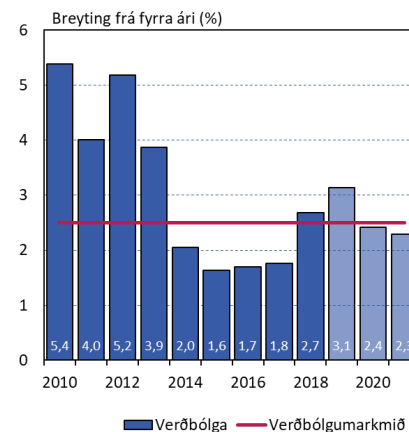
Hagvöxtur og framleiðsluspenna<sup>1</sup>



Atvinnuleysi<sup>1</sup>



Verðbólga<sup>1</sup>



1. Ljósliar súlur sýna grunnsþá Peningamála 2019/3 fyrir 2019-2021. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Aukin óvissa og áhætta en meiri viðnámsþróttur



Efnahagshorfur hafa versnað mikið á skömmum tíma



Alþjóðleg óveðursský hafa hrannast upp



Viðnámsþróttur þjóðarbúsins er meiri nú en við hagsveifluskil 2007-8

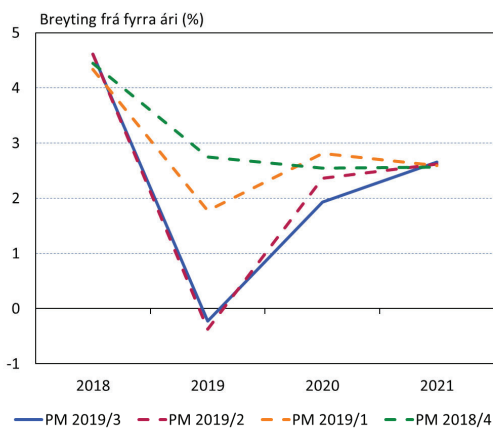


Vextir hér og erlendis í sögulegu lágmarki

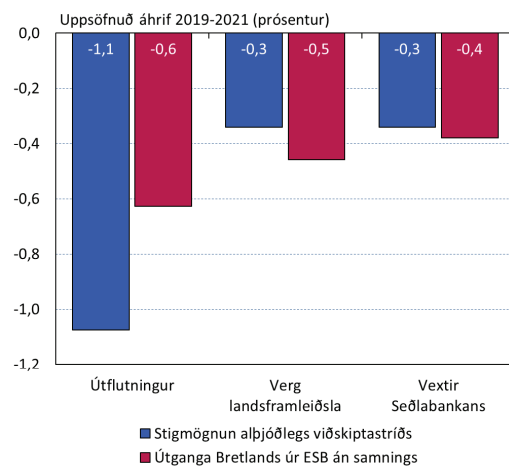
## Hagvaxtarhorfur hafa versnað og hættu á ofmati

- Hagvaxtarhorfur hafa versnað mikið á skömmum tíma – þar vega þýngst áhrif aukins vanda og minnkandi umsvifa WOW Air sem leiddu til endurskoðunar á febrúarspá bankans og síðan endanlegt fall þess sem breytti töluvert maíspá bankans
- Utanaðkomandi óvissuþættir – sérstaklega stigvaxandi viðskiptastríð og Brexit – benda til hættu á ofmati á hagvaxtarhorfum

Hagvaxtarspár Peningamála



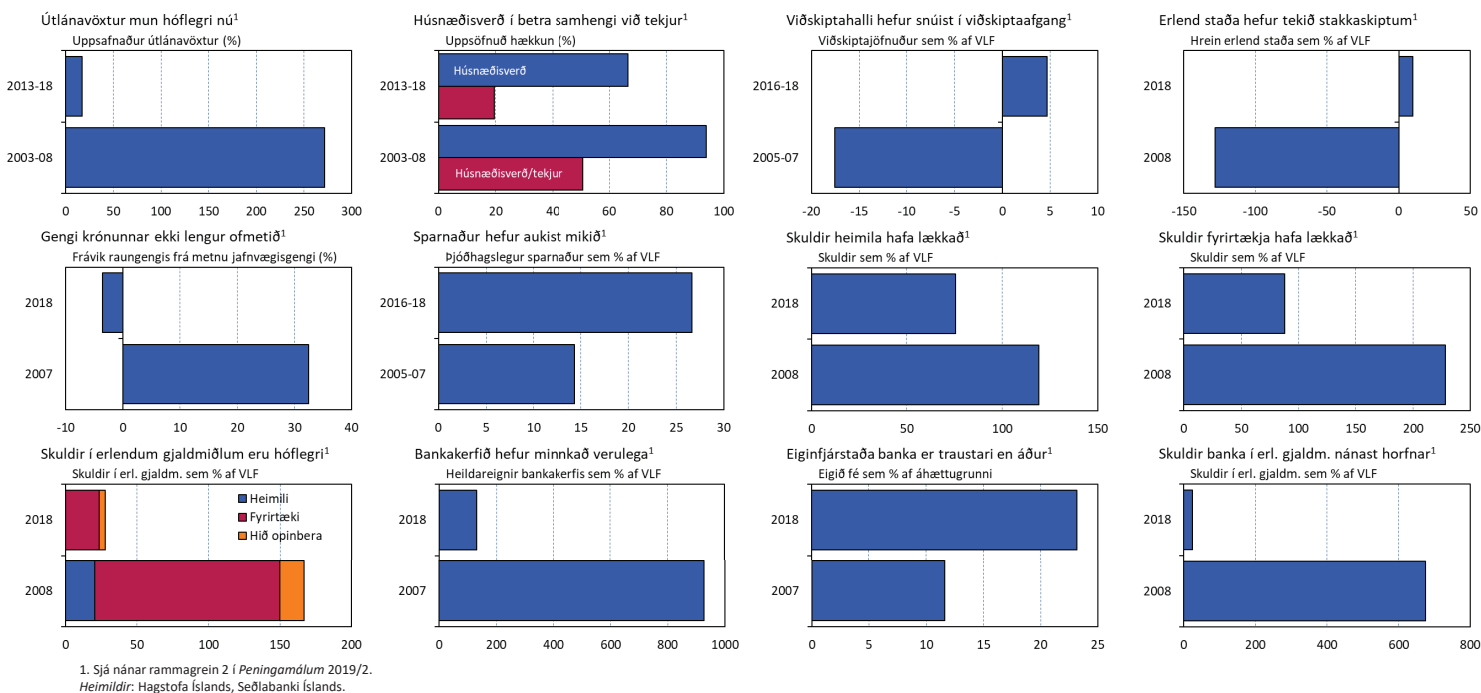
Áhrif viðskiptastríðs og Brexit<sup>1</sup>



1. Áhrif alþjóðlegrar viðskiptadeilu milli Bandaríkjanna og annarra ríkja annars vegar og útgöngu Bretlands úr ESB sambandinu án samnings hins vegar á innlendir efnahagshorfur. Sjá nánar frávíksdæmi í Peningamálum 2018/4 og 2019/2.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

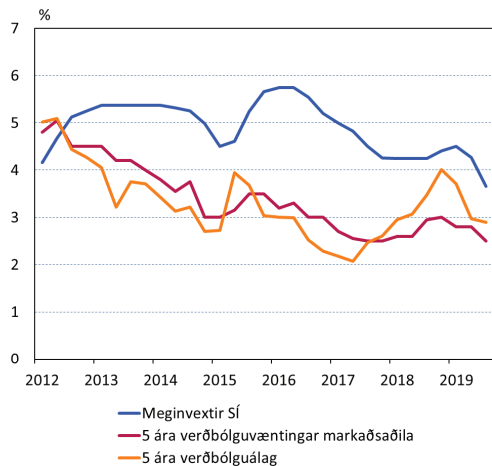
# Viðnámspróttur þjóðarbúsins meiri nú en áður



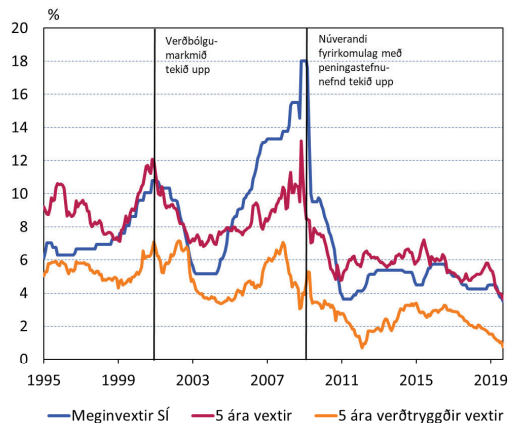
## Vextir í sögulegu lágmarki á Íslandi ...

- Vextir Seðlabankans hafa farið lækkandi eftir því sem betri tók hafa náðst á verðbólgu og verðbólguvæntingum – en bankinn hefur sýnt að hann er tilbúinn til að hækka þá aftur ef vísbendingar sjást um að kjölfesta verðbólgu markmiðsins sé að losna á ný
- Skammtíma- og langtíma vextir á Íslandi hafa smám saman farið lækkandi og eru nú í sögulegu lágmarki

Vextir og langtímaverðbólguvæntingar<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2012 - 3. ársfj. 2019



Innlendir vextir frá 1995<sup>2</sup>  
Janúar 1995 - september 2019



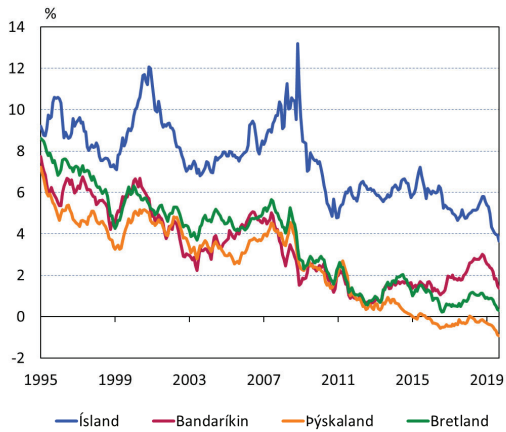
1. Meginvextir Seðlabankans og 5 ára verðbólguvæntingar markaðsaðila og út frá verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði. 2. 5 ára óverðtryggðir og verðtryggðir vextir ríkisskuldabréfa metnir út frá eingreiðsluferli ríkisskuldabréfavaxta. Septemберmeðaltöl eru nýjustu gildi vaxtanna.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

## ... og alþjóðlega

- Þessi þróun endurspeglar að hluta alþjóðlega þróun en vextir hafa víða lækkað mikið undanfarin ár og nafnvextir jafnvel orðnir neikvæðir ...
- ... þróun sem hagfræðingar og seðlabankar hafa ekki náð að skýra fyllilega

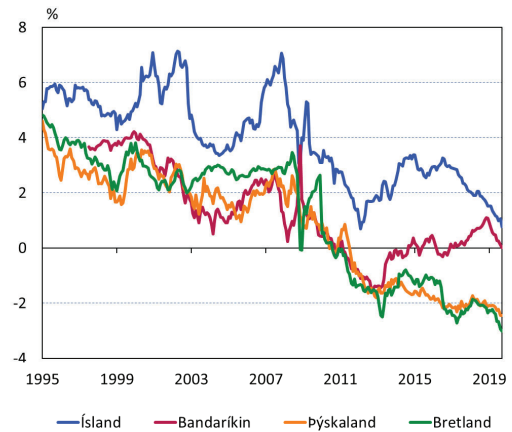
5 ára alþjóðlegir nafnvextir<sup>1</sup>

Janúar 1995 - september 2019



5 ára alþjóðlegir raunvextir<sup>2</sup>

Janúar 1995 - september 2019



1. 5 ára vextir óverðtryggðra ríkisskuldabréfa metnir út frá eingreiðsluferli ríkisskuldabréfavaxta. Septembermeðaltöl eru nýjustu gildi vaxtanna. 2. 5 ára vextir verðtryggðra ríkisskuldabréfa metnir út frá eingreiðsluferli ríkisskuldabréfavaxta nema fyrir Þýskaland (væntir 5 ára raunvextir). Septembermeðaltöl eru nýjustu gildi vaxtanna.  
Heimildir: Bundesbank, Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.



## Seðlabanki Íslands

### Nýr Seðlabanki - við hverju er að búast?



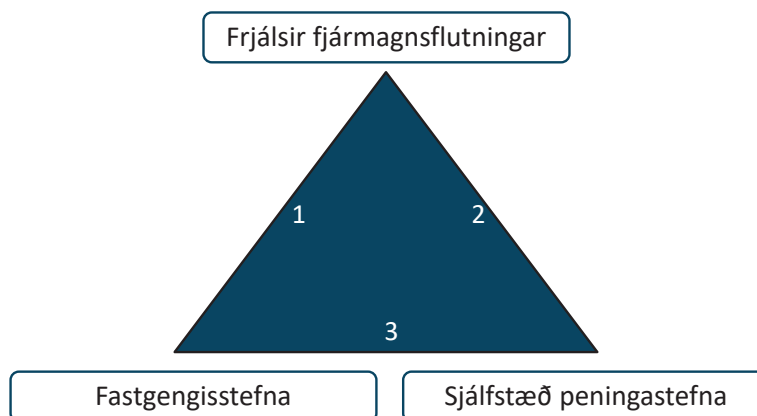
Félag viðskipta- og hagfræðinga

19. september 2019

Ásgeir Jónsson  
Seðlabankastjóri

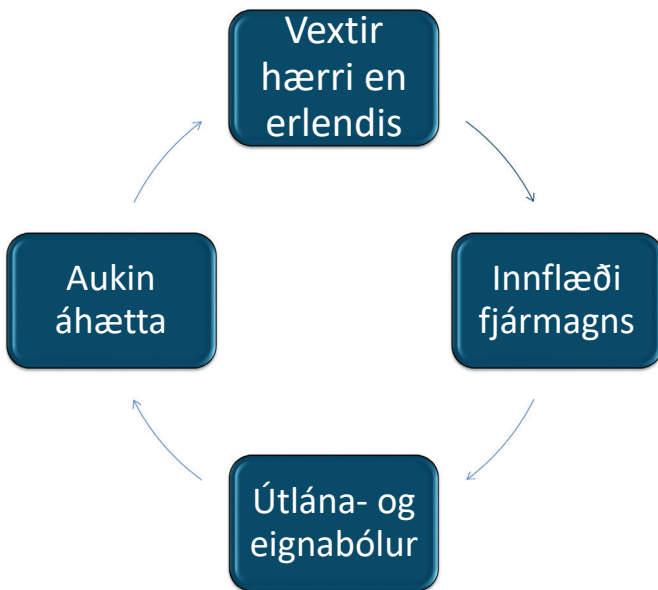
## Þríprautarval eða tvíprautarval (e. trilemma or dilemma)? Hvaða val hafa þjóðir raunverulega?

- Hélène Rey: **Dilemma not Trilemma**: *The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*
- Hefðbundið að tala um þríprautarval, val um 1, 2 eða 3
- Tvíprautarval – valið stendur aðeins á milli möguleika 1 og 3
- Ósamrýmanlega parið (e. the irreconcilable duo): fullkomið frelsi í fjármagnsviðskiptum ósamrýmanlegt sjálfstæði í peningamálum





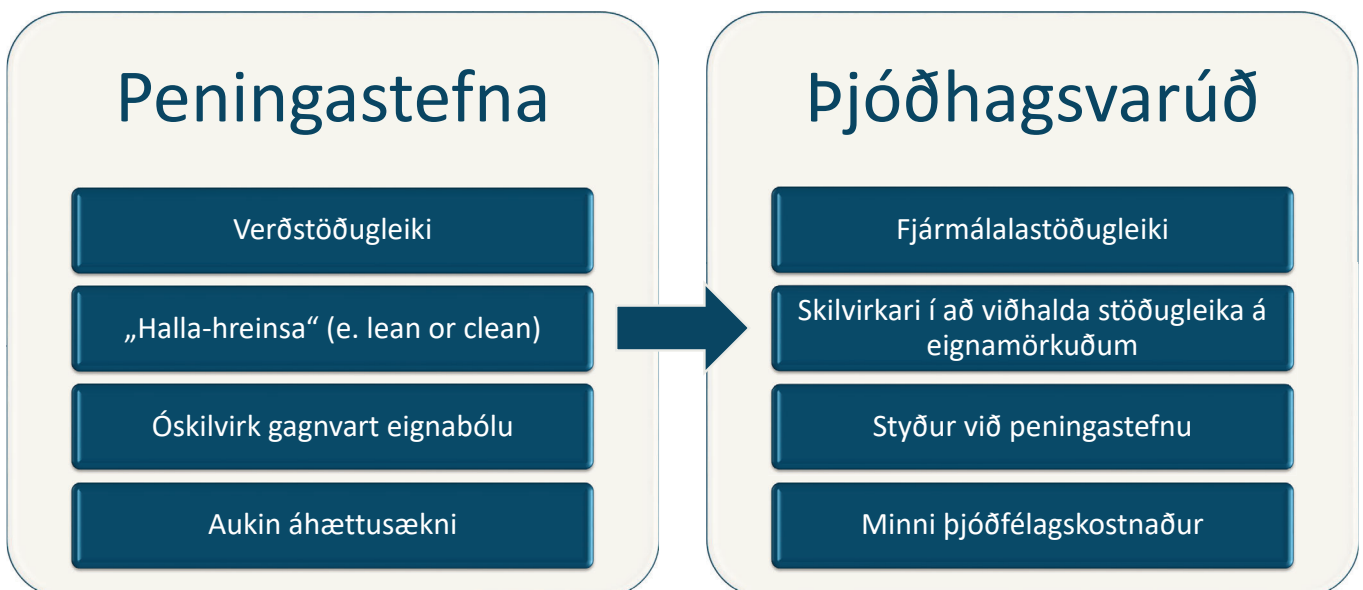
## Þríprautarval eða tvíprautarval? Hvaða val hafa þjóðir raunverulega?



### Mögulegar aðgerðir (Hélène Rey):

1. Hnitmiðuð höft (e. targeted capital controls) – mikill velferðarkostnaður
2. Alþjóðleg samhæfing peningamálastefnu
3. Styrking á miðlun peningastefnunnar í gegnum svokallaða lánaleið (e. credit channel)
  - Með því að beita **þjóðhagsvarúð** – s.s. hafa hemil á útlánavexti (e. credit growth) og vogun (e. leverage)
  - Ströng varanleg takmörk á vogun fyrir alla fjármálalega milligönguaðila

## Samhæfing peningastefnu og þjóðhagsvarúðar



# Sameining Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitsins

## Markmið nýs Seðlabanka

### Stöðugt verðlag

Seðlabanki Íslands skal stuðla að stöðugu verðlagi og er heimilt með samþykki ráðherra að lýsa yfir tölulegu markmiði um verðbólgu.

### Fjármála- stöðugleiki

Seðlabanki Íslands skal stuðla að fjármálastöðugleika.

### Traust og örugg fjármála- starfsemi

Seðlabankinn skal fylgjast með að starfsemi eftirlitsskyldra aðila sé í samræmi við lög og stjórnvaldsfyrirmæli og að hún sé að öðru leyti í samræmi við heilbrigða og eðlilega viðskiptahætti, sbr. lög um opinbert eftirlit með fjármálastarfsemi.

## Sameining tveggja stórra stofnana

### Seðlabanki Íslands

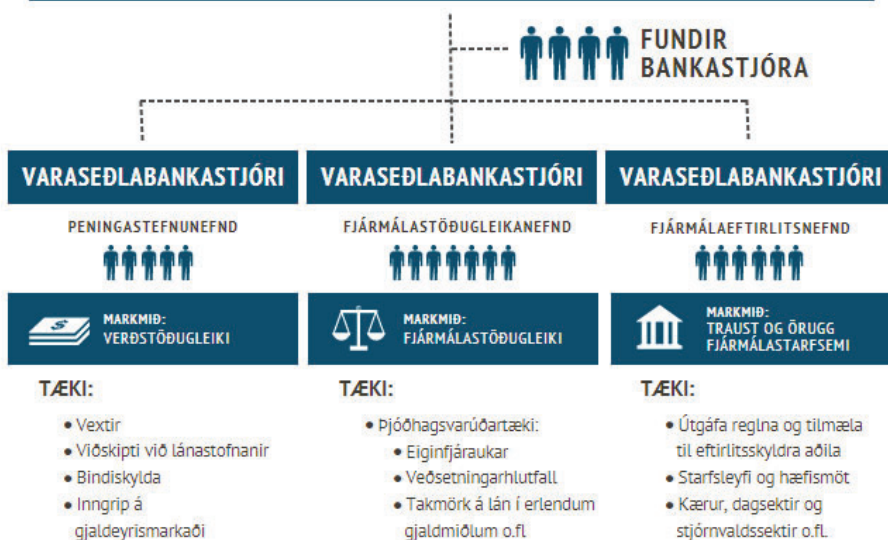
- 179 starfsmenn
- Rekstrargjöld 2018: 4,2 ma.kr.

### Fjármálaeftirlitið

- 117 starfsmenn
- Rekstrargjöld 2018: 2,1 ma.kr.

## SEÐLABANKASTJÓRI

FUNDIR  
BANKASTJÓRA



# Framtíðaráskoranir

## Þjóðhagsvarúð og loforð framtíðar

### Þjóðhagsvarúð

- Kreppan mikla gerði þjóðhagfræði að sérstakri grein innan hagfræðinnar – meðal annars vegna bókar Keynes lávarðar, *The General Theory of Employment, Interest and Money* sem kom út árið 1936
- Fjármálakrísan 2008 hefur orðið til þess að þjóðhagsvarúð (e. MacroPru) hefur hafist upp sem sérstök grein innan hagfræðinnar
- Þessi nýja grein er þó enn heldur laus í reipum – enda hefur hún ekkert eitt „manifesto“
- Beiting þjóðhagsvarúðar er sá vettvangur sem býður upp á mesta möguleika til þess að bæta íslenska peningamálastjórnun eins og nú er komið að málum – hvað sem síðar kemur á daginn

SEÐLABANKI ÍSLANDS

# Seðlabankinn og sjávarútvegurinn



Sjávarútvegsdagurinn  
25. september 2019

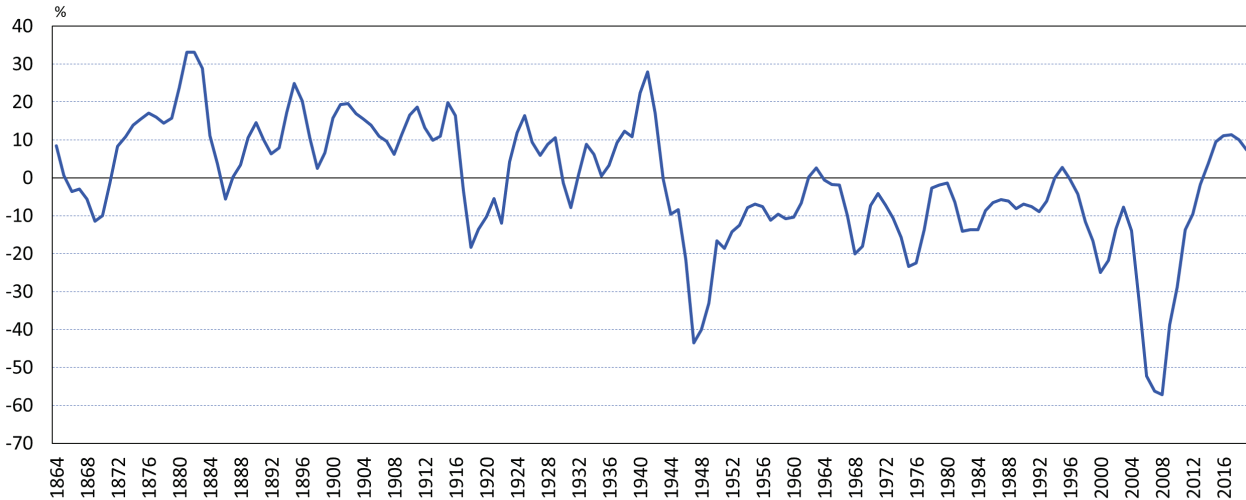
Ásgeir Jónsson  
Seðlabankastjóri



# Samkeppnishæfni nýja Íslands

# Nýja Ísland er með varanlegan viðskiptaafgang...

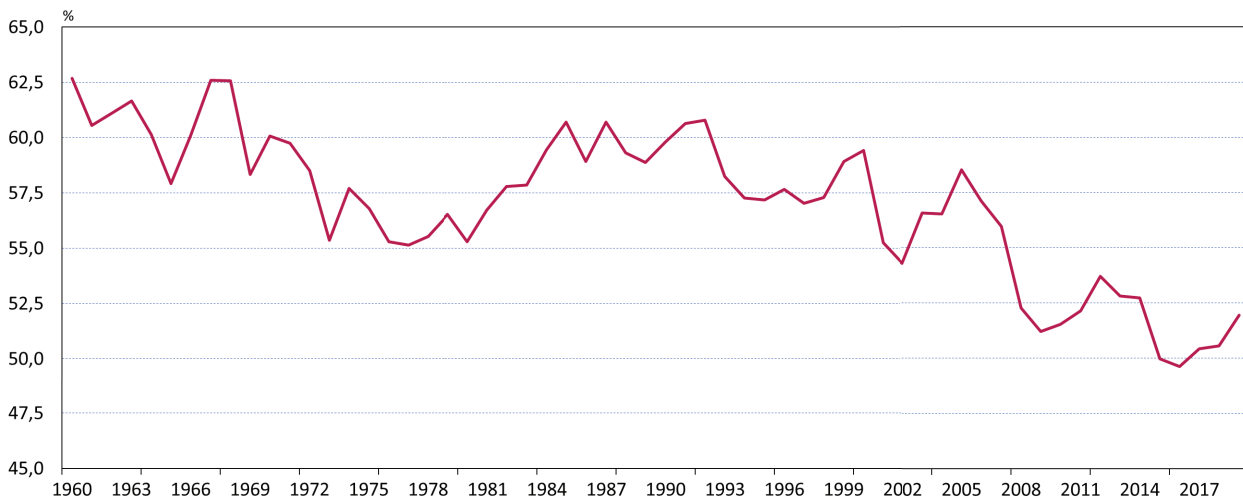
Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af útflutningi 1864 - 2019<sup>1</sup>



1. Þriggja ára hlaupandi meðaltal, vöruskiptajöfnuður frá 1864 - 1945.  
 Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

# vegna aukins sparnaðar...

Hlutfall einkaneyslu af vergri landsframleiðslu 1960 - 2019



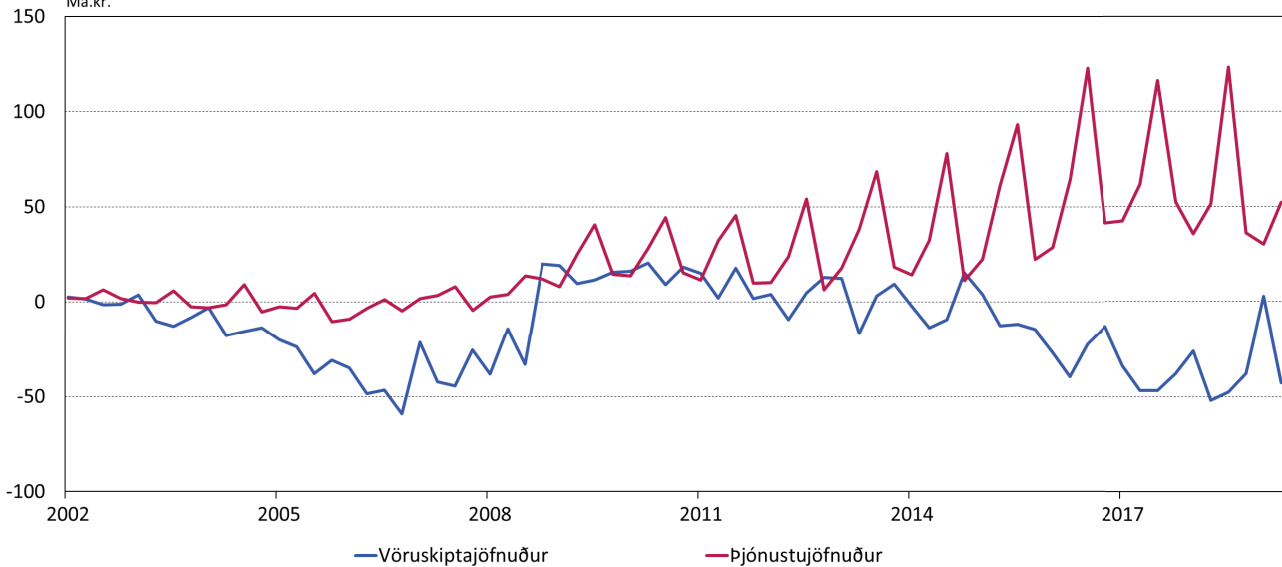
Heimild: Hagstofa Íslands.

## ...og vaxtar í þjónustuviðskiptum

### Vöruskipta- og þjónustujöfnuður

1. ársfj. 2002 - 2. ársfj. 2019

Ma.kr.



Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Ísland sem fjármagnsútflytjandi?

- Viðskiptaafangur er vitnisburður um sparnað - sem héraendis er m.a. knúinn fram með skylduframlögum í lífeyrissjóði.
- Hér áður greiddi fólk með annarri hendi til lífeyrissjóðanna en sló lán með hinni. En heimilin eru hætt að safna skuldum.
- Ísland hefur í kjölfarið breyst frá því að vera fjármagnsinnflytjandi með krónískan viðskiptahalla (líkt og var á árunum 1945-2008) og til þess að vera fjármagnsútflytjandi með viðskiptaafgang.
- Það mun leiða til lækkunar á langtímaraunvöxtum þegar litið er til framtíðar.

# Sjávarútvegurinn og gengið

## Sjávarútvegurinn og peningastefnan 1972-1989



- Sjávarútvegurinn var lengi vel viðmið peningastefnunnar – oft sett fram með hinni sk. 0 reglu.
- Ef sjávarútvegur var rekinn með tapi var gengið fellt til þess að færa stöðuna aftur að núlli.
- Ef sjávarútvegur var rekinn með hagnaði hækkaði raungengið með verðbólgu og launahækkunum þar til aftur stóð á núlli.
- Landsmenn voru farnir að geta spáð fyrir um gengisfellingar (t.d. með því að horfa á fréttir af ársfundi LÍU).
- Þessi stefna fól í sér:
  - Stöðugar gengisfellingar og verðbólgu.
  - Lítinn hvata til hagræðingar eða áhættudreifingar.
  - Falið auðlindagjald þar sem hátt gengi færði fjármagn frá sjávarútveginum.

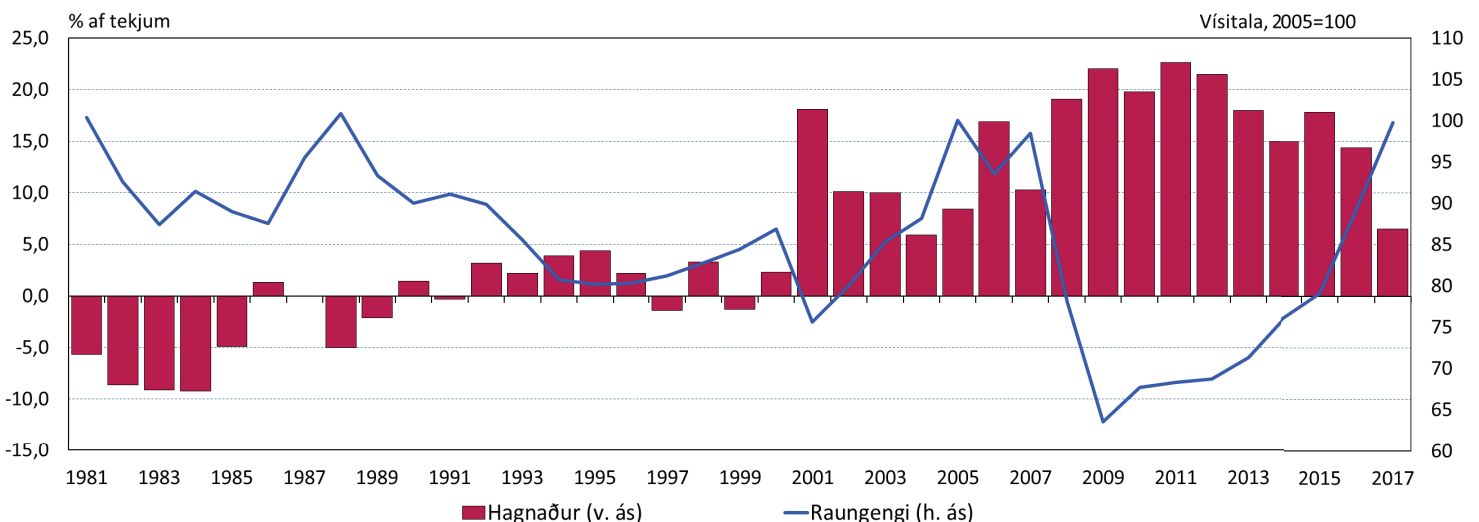


## Sjávarútvegurinn og peningastefnan frá 1993

- Síðasta gengisfellingin vegna sjávarútvegsins var árið 1993.
- Kvótakerfið hefur komið á stöðugleika í greininni – útgerðarmenn bíða ekki lengur eftir gengisfellingum til þess að rétta af rekstrarreikninginn.
- Sjávarútvegur vel í stakk búinn til þess að takast á við gengissveiflur vegna hlutaskiptakerfisins og öflugs alþjóðlegs markaðsstarfs.
- Hagræðingin getur hins vegar verið sársaukafull.

## Hagnaður í sjávarútvegi er nátengdur gengi krónunnar

Hagnaður í sjávarútvegi og raungengi 1980-2017



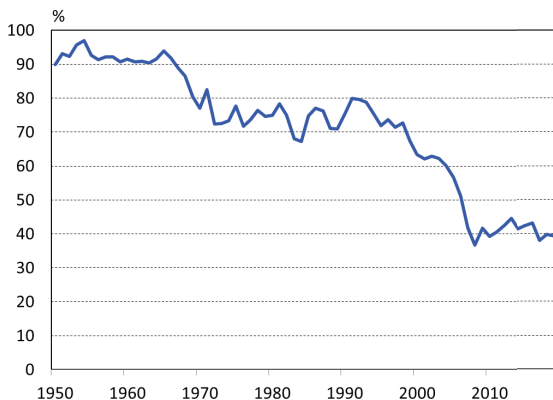
Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Lögmálið um sértæka áhættu – breytt staða sjávarútvegs í hagkerfinu

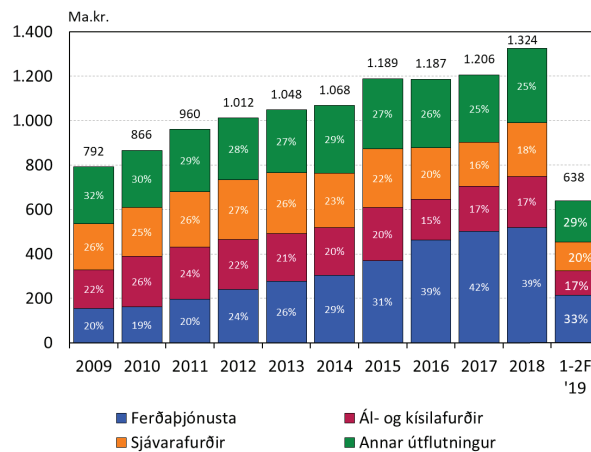
- Ef ein atvinnugrein hefur mikla sértæka áhættu (e. ideosyncratic risk) sem hefur ekki fylgni við áhættu í öðrum greinum...
- ...mun hátt efnahagslegt vægi valda þjóðhagslegum óstöðugleika – þar sem hún hefur mátt til þess að hreyfa hagkerfið af eigin afli...
- ...en um leið og vægi hennar minnkar fer hin sértæka, ófylgna áhætta að skila áhættudreifni...
- Sjávarútvegur er því farin að verka sveiflujafnandi fyrir hagkerfið.

## Vægi sjávarútvegs í útflutningi vöru og þjónustu hefur tekið miklum breytingum

Hlutdeild sjávarafurða í heildarvöruútflutningi 1950-2019



Útflutningur vöru og þjónustu 2009 - 2019



Ferðabjónusta er samtala á þjónustuflokknum „ferðalög“ þ.e. tekjur af erlendum ferðamönnum á Íslandi, og „farþegaflutningum með flugi“, þ.e. tekjur íslenskra flugélaga af því að flytja erlenda farþega. Árlegar og uppsafnaðar ársfjórðungslegar tölur.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

## Hlutverk sjávarútvegsins á nýrri öld

### Stöðugleiki

Sértæk áhætta og minni sveiflur í greininni skila áhættudreifni fyrir þjóðarbúið

### Nýsköpun

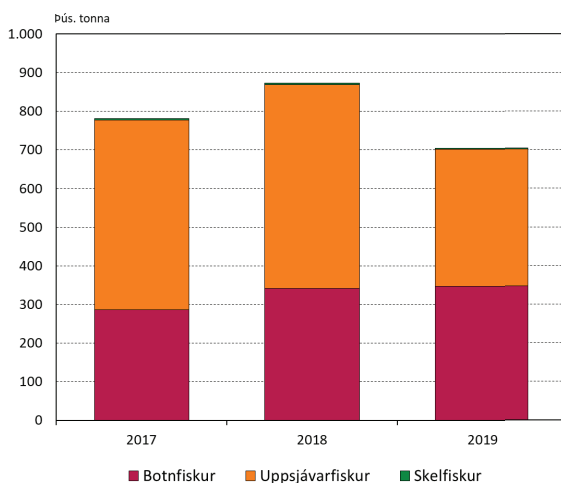
Hliðarstörfum fjölgað, tækni-breytingar, breytt mannaflapörf, markaðsstarf, virðiskeðjur

### Framleiðni

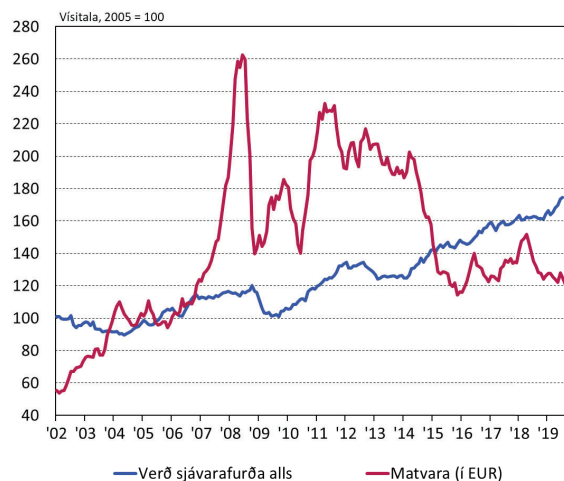
Aðlögun rekstrar, samþjöppun, tækni-nýjungar

## Verð sjávarafurða í erlendri mynt hefur hækkað og vegið upp á móti loðnubresti og minni veiða en í fyrra

Uppsafnað aflamagn frá ársbyrjun



Matvöruverð á heimsmarkaði og útflutningsverð sjávarafurða 2002 - 2019



Heimildir: Fiskistofa, World Bank, Hagstofa Íslands.

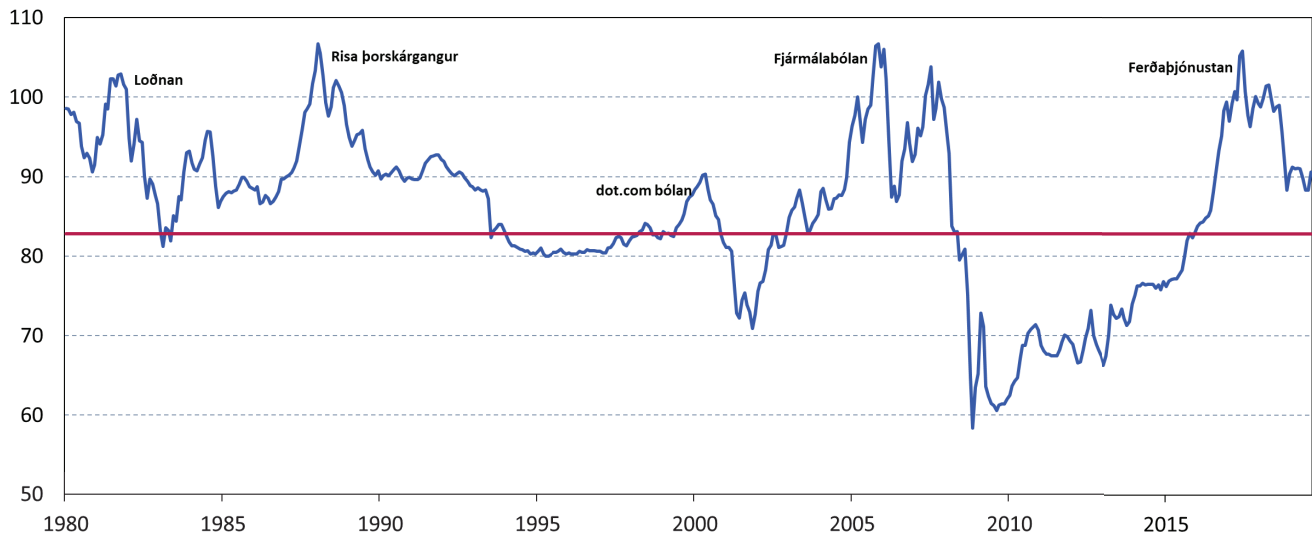
# Seðlabankinn og sjávarútvegurinn

## Tæki Seðlabankans sem hafa áhrif á gengi krónunnar:

- Vextir
- Gjaldeyrisinngrip
- Fjárstreymistæki

# Sögulegar gengissveiflur krónunnar

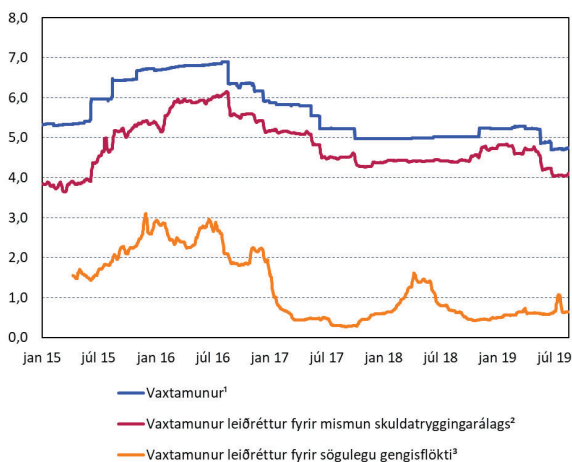
## Raungengi 1980-2019



Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

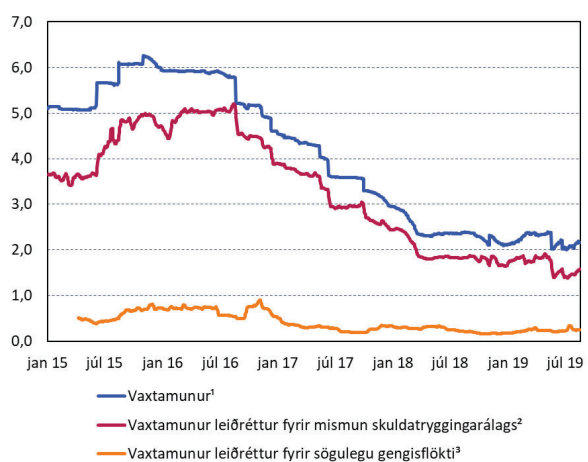
# Skammtímavaxtamunur við útlönd

Skammtímavaxtamunur gagnvart evrusvæðinu  
2. janúar 2015 - 21. ágúst 2019



1. Vaxtamunur miðað við þriggja mánaða millibankavexti. 2. Munur á fimm ára skuldatryggingarálagi á ríkissjóð. 3. Hlutfall vaxtamunar og þriggja mánaða staðal fráviks daglegra gengisbreytinga.  
Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

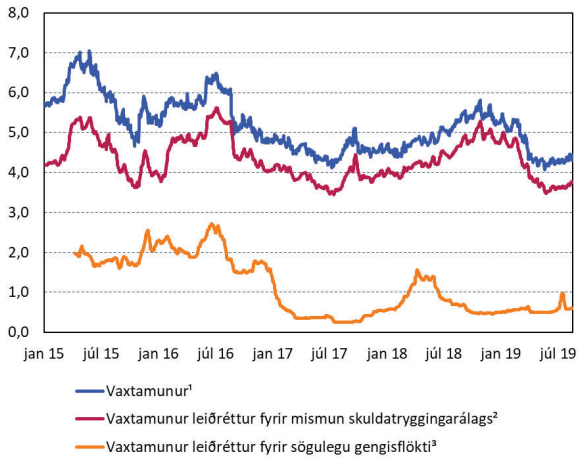
Skammtímavaxtamunur gagnvart Bandaríkjunum  
2. janúar 2015 - 21. ágúst 2019



1. Vaxtamunur miðað við þriggja mánaða millibankavexti. 2. Munur á fimm ára skuldatryggingarálagi á ríkissjóð. 3. Hlutfall vaxtamunar og þriggja mánaða staðal fráviks daglegra gengisbreytinga.  
Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

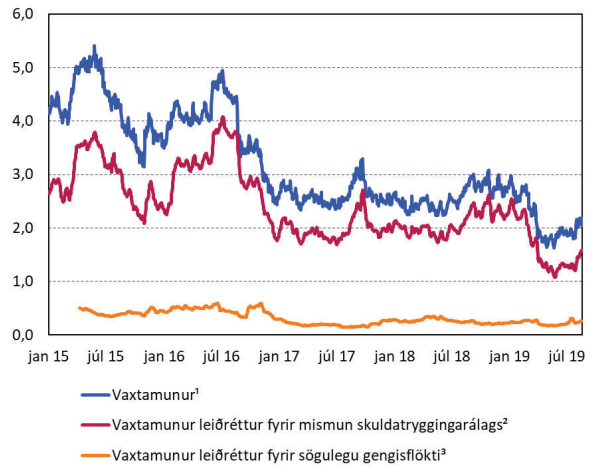
# Langtímavaxtamunur við útlönd

Langtímavaxtamunur gagnvart evrusvæðinu  
2. janúar 2015 - 21. ágúst 2019



1. Vaxtamunur miðað við 10 ára ríkisskuldabréf. 2. Munur á fimm ára skuldatryggingarálagi á ríkissjóð.  
3. Hlutfall vaxtamunar og þriggja mánaða staðal fráviks daglegra gengisbreytinga.  
Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

Langtímavaxtamunur gagnvart Bandaríkjunum  
2. janúar 2015 - 21. ágúst 2019



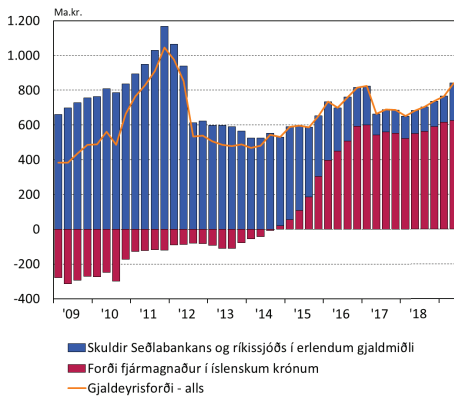
1. Vaxtamunur miðað við 10 ára ríkisskuldabréf. 2. Munur á fimm ára skuldatryggingarálagi á ríkissjóð.  
3. Hlutfall vaxtamunar og þriggja mánaða staðal fráviks daglegra gengisbreytinga.  
Heimildir: Thomson Reuters, Seðlabanki Íslands.

## Um vaxtamun við útlönd

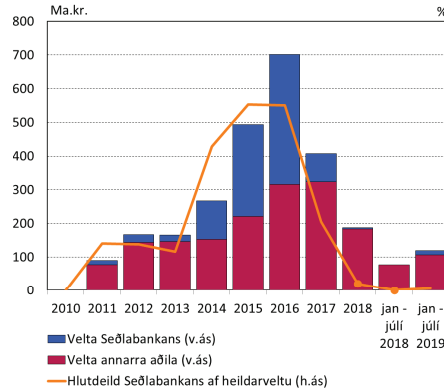
- Háir nafnvextir á Íslandi bera vitni um:
  - Mikla verðbólgu og miklu hærri takt í launahækkunum – sem valda háum verðbólguvæntingum.
  - Mikinn hagvöxt og fólksfjölgun sem hækkar raunvaxtastig.
- Mikill vaxtamunur við útlönd dregur að erlent fjármagn, hækkar nafngengið og rýrir samkeppnisstöðu útflutningsatvinnuvega.
- Seðlabankinn hefur náð árangri við framfylgd verðbólguþakmiðs sem hefur leitt til lægri verðbólguvæntinga – og mun leiða til lægri vaxtamunar við útlönd.

# Gjaldeyrisinngrip Seðlabankans

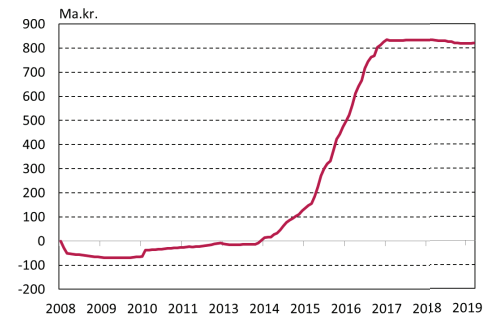
Gjaldeyrisforði Seðlabankans



Velta á millibankamarkaði með gjaldeyri og hlutdeild Seðlabankans



Uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans  
Sept. 2008 til sept. 2019



Forði fjármagnaður í íslenskum krónum er gjaldeyrisforðinn að frádrögnum skuldum Seðlabankans og ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðli.  
 Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Hlutverk forðans

- Seðlabankinn býr yfir 800 milljarða gjaldeyrisforða til þess að geta tryggt stöðugleika.
- Forðinn hefur skapað nýja tiltrú á krónunni og peningastefnunni.
- Forðanum er nú beitt til þess að draga úr óhóflegum skammtímasveiflum í gengi krónunnar – eða sk. skrufumyndun.
- Ekki hlutverk Seðlabankans að hindra breytingar á gengi krónunnar sem drifnar eru áfram af undirliggjandi efnahagsþáttum.

SEÐLABANKI ÍSLANDS

# Sjávarútvegurinn og peningastefnan





## Breytingar á gengisskráningu

Samkvæmt lögum um Seðlabanka Íslands skal bankinn skrá gengi krónunnar gagnvart helstu gjaldmiðlum sem nota skal til viðmiðunar í opinberum samningum, dómsmálum og öðrum samningum milli aðila þegar önnur gengisviðmiðun er ekki sérstaklega tiltekin. Gengisskráning Seðlabankans gefur ekki fyrirmæli um það gengi sem einstaklingar og fyrirtæki geta almennt átt viðskipti með hjá fjármálafyrirtækjum, eða framsetning á því hvernig gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum þróast innan dagsins. Gengisskráning Seðlabankans er einungis viðmið um stöðu á gjaldeyrismarkaði á tilteknum tímamarki dagsins.

Dagleg gengisskráning Seðlabankans byggir á meðaltali miðgengis þeirra tilboða sem viðskiptavakar á millibankamarkaði bjóða í eina evru fyrir krónur á tímabilinu 10:45 og 11:00. Gengi evru gagnvart krónu og gengi allra annarra gjaldmiðla gagnvart evru er síðan notað til að reikna gengi þeirra gagnvart krónu.

Gengisskráning Seðlabankans hefur verið tvískipt frá árinu 2006. Annars vegar hefur verið um að ræða gengi íslensku krónunnar gagnvart helstu gjaldmiðlum og gengi sérstakra dráttarréttinda Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Þetta hefur kallast opinbert viðmiðunargengi og hefur Seðlabankinn bæði skráð miðgengi, sölugengi og kaupgengi þar sem miðgengi er miðpunktur milli kaup- og sölugengis. Hins vegar hefur verið skráð miðgengi annarra gjaldmiðla án þess að þeir hafi fallið í flokk opinbers viðmiðunargengis í skilningi laga nr. 36/2001 um Seðlabanka Íslands. Farið var að skrá miðgengi þessara gjaldmiðla þegar aðferðum við útreikning gengisvísitalna var breytt í desember 2006 .

Frá og með 1. apríl 2020 verður sú breyting gerð að Seðlabankinn mun eingöngu birta skráð miðgengi allra gjaldmiðla sem bankinn skráir og verður það þá opinbert viðmiðunargengi. Birting á kaup- og sölugengi gjaldmiðla mun hins vegar leggjast af. Þetta verklag er til samræmis við verklag seðlabanka í samanburðarlöndum.

Nánari upplýsingar veitir Gerður Ísberg, aðstoðarframkvæmdastjóra á sviði markaðsviðskipta og fjárstýringar í Seðlabanka Íslands í síma 569-9600.

Frétt nr. 21/2019  
9. október 2019

## Afmörkun viðskipta við Seðlabanka Íslands

Seðlabankinn hefur ákveðið að frá og með 1. apríl 2020 mun bankinn fækka þeim aðilum sem átt geta viðskiptareikning í Seðlabankanum. Í þeim hópi eru nú bankar, sparisjóðir, [lánaþyrirtæki](#)\*, ríkisstofnanir og ýmsir sjóðir í eigu ríkisins. Frá og með 1. apríl nk. munu eingöngu innlánsstofnanir, þ.e. viðskiptabankar, og sparisjóðir og A-hluta stofnanir í eigu ríkisins eiga þess kost.

Viðskiptareikningum lánaþyrirtækja auk sjóða sem ekki teljast til A-hluta stofnana verður lokað 31. mars 2020. Lokunin tekur ekki til uppgjörssreikninga. Þá munu sömu aðilar ekki eiga kost á viðskiptum við Seðlabankann frá og með 28. febrúar 2020.

Til samræmis við ofangreint mun Seðlabanki Íslands breyta reglum nr. 585/2018 um bindiskyldu og reglum nr. 553/2009 um viðskipti fjármálaþyrirtækja við Seðlabanka Íslands á þann hátt að lánaþyrirtæki sem hafa starfsleyfi skv. 3. t.l. 1. mgr. 4. gr. laga nr. 161/2002 um fjármálaþyrirtæki verði ekki bindiskyld frá og með 21. mars 2020 og hafi ekki aðgang að viðskiptum við Seðlabankann frá og með 28. febrúar 2020.

Markmið Seðlabankans með viðskiptum og lausafjárstýringu er að styðja við miðlun peningastefnunnar út vaxtarófið. Í ljósi þess telur Seðlabankinn betur samræmast hlutverki bankans að haga vaxtamiðlun í gegnum þau fjármálaþyrirtæki sem geta með skilvirkum og gagnsæjum hætti miðlað henni áfram til einstaklinga og þyrirtækja í formi innlána eða útlána. Þá er Seðlabankinn ennfremur þeirrar skoðunar að betur samræmist inntaki 2. mgr. 17. gr. laga nr. 36/2001 að bankinn eigi ekki í samkeppni við fjármálaþyrirtæki um innstæður. Innlánsreikningar við bankann eigi því ekki að vera kostur í fjárfestingum eða áhættudreifingu, umfram það sem nauðsynlegt er fyrir viðskiptabanka, sparisjóði og fjármálaumsýslu hins opinbera.

Nánari upplýsingar veitir Gerður Ísberg, aðstoðarframkvæmdastjóri á sviði markaðsviðskipta og fjárstýringar í Seðlabanka Íslands í síma 569-9600.

Frétt nr. 22/2019  
14. október 2019

\*<https://www.fme.is/eftirlit/eftirlitsskyld-starfsemi/eftirlitsskyldur-adilar/>

# Markaðshorfur að hausti



Erindi á hádegisfundi Kviku banka  
29. október 2019

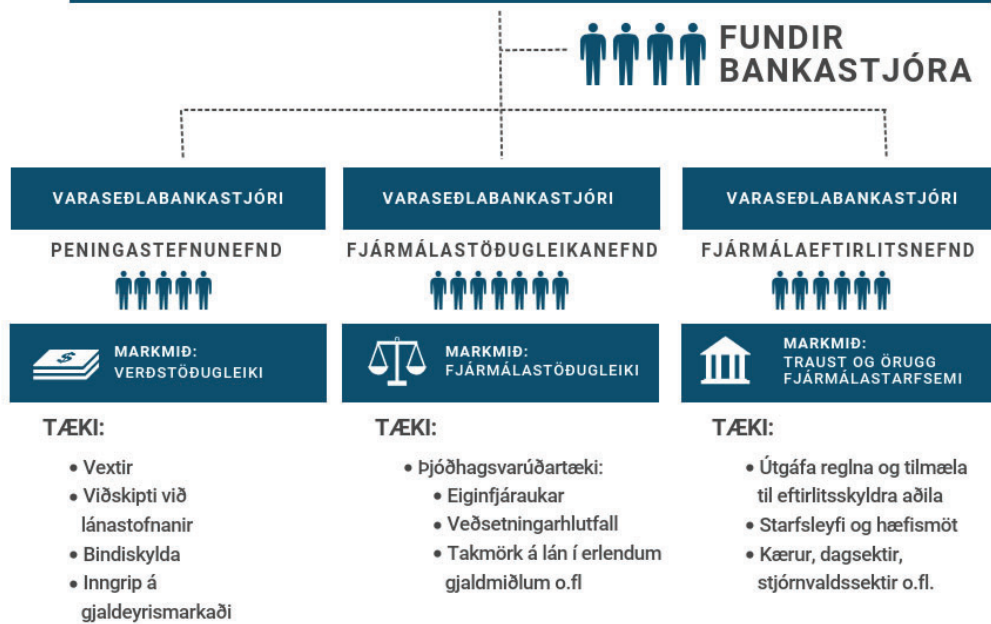
Ásgeir Jónsson  
seðlabankastjóri



**Nýr Seðlabanki:**  
Sameining Seðlabanka Íslands og  
Fjármálaeftirlitsins og horfurnar fram á við



# SEÐLABANKASTJÓRI



## Markmið nýs Seðlabanka



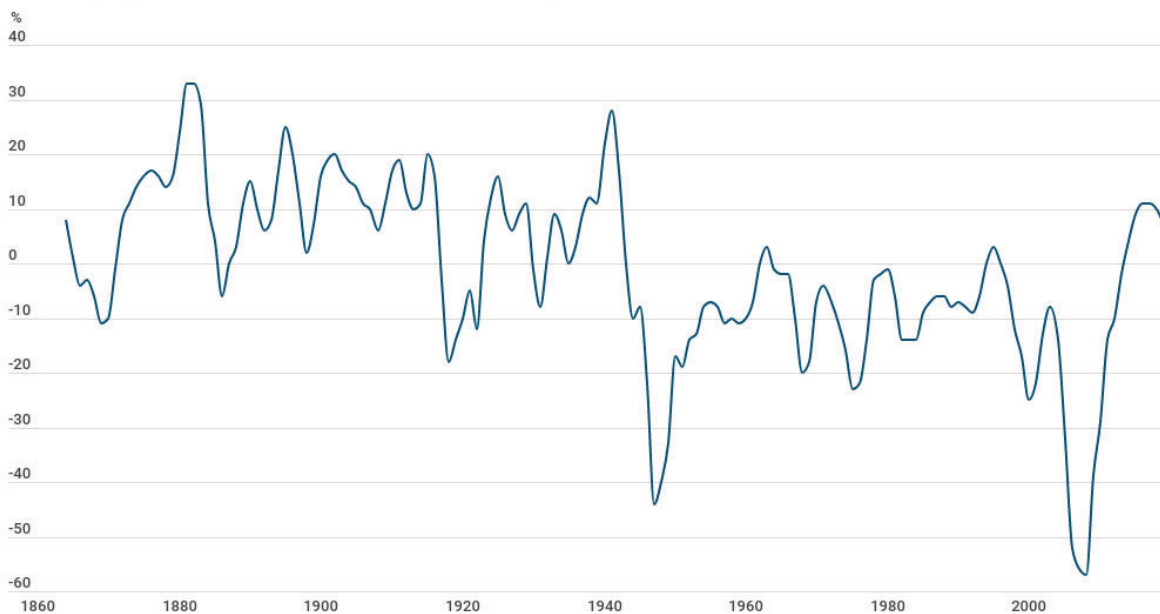
| Stöðugt verðlag   | Fjármálastöðugleiki                                   | Traust og örugg fjármálastarfsemi   |
|---|---|---|
| Seðlabanki Íslands skal stuðla að stöðugu verðlagi og er heimilt að lýsa yfir markmiði um verðbólgu | Seðlabanki Íslands skal stuðla að fjármálastöðugleika | Seðlabankinn skal fylgjast með að starfsemi eftirlitsskyldra aðila sé í samræmi við lög |

# Samkeppnishæfni nýja Íslands



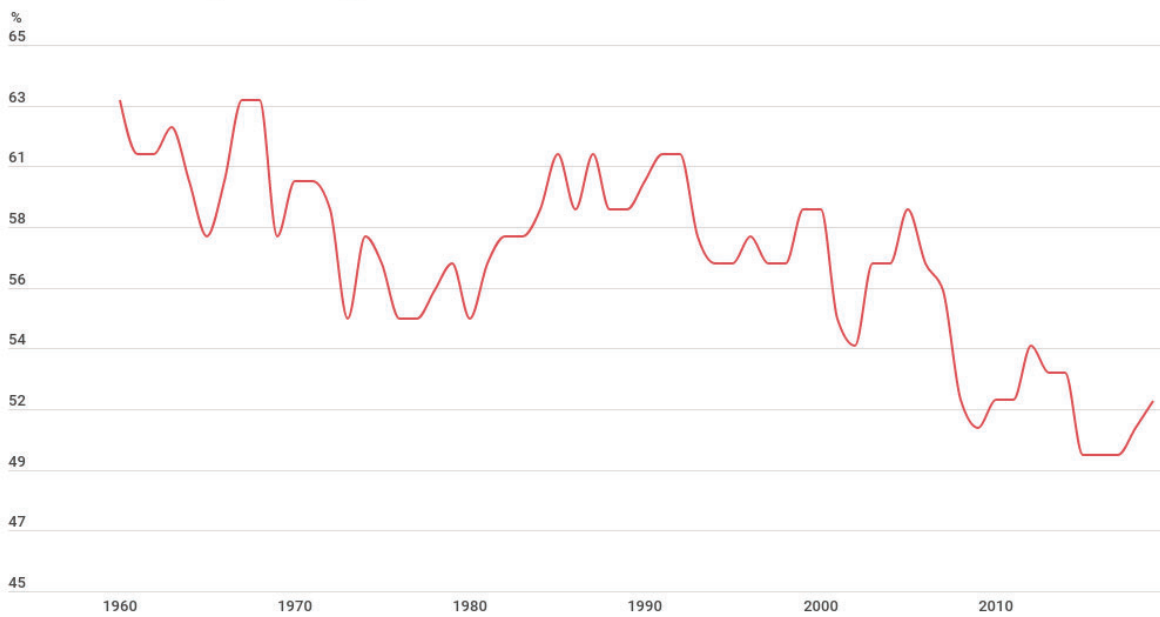
## Nýja Ísland er með varanlegan viðskiptaafgang ...

Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af útflutningi 1864 - 2019



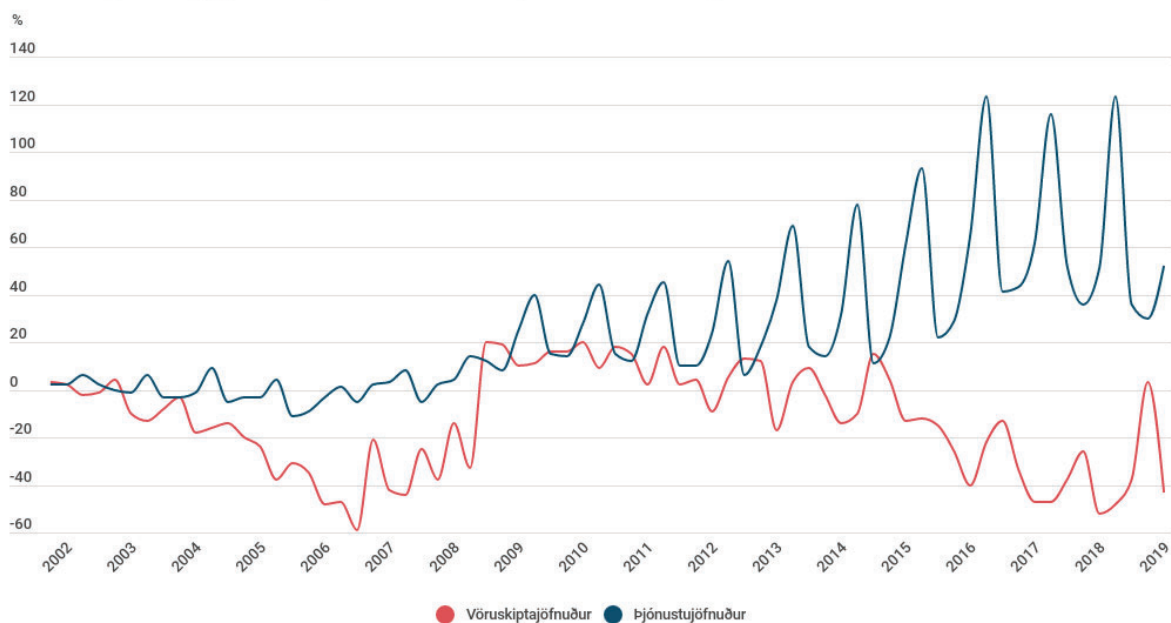
## ... vegna aukins sparnaðar ...

Hlutfall einkaneyslu af vergri landsframleiðslu 1960 - 2019



## ... og vaxtar í þjónustuviðskiptum ...

Vöruskipta- og þjónustujöfnuður 1. ársfj. 2002 - 2. ársfj. 2019

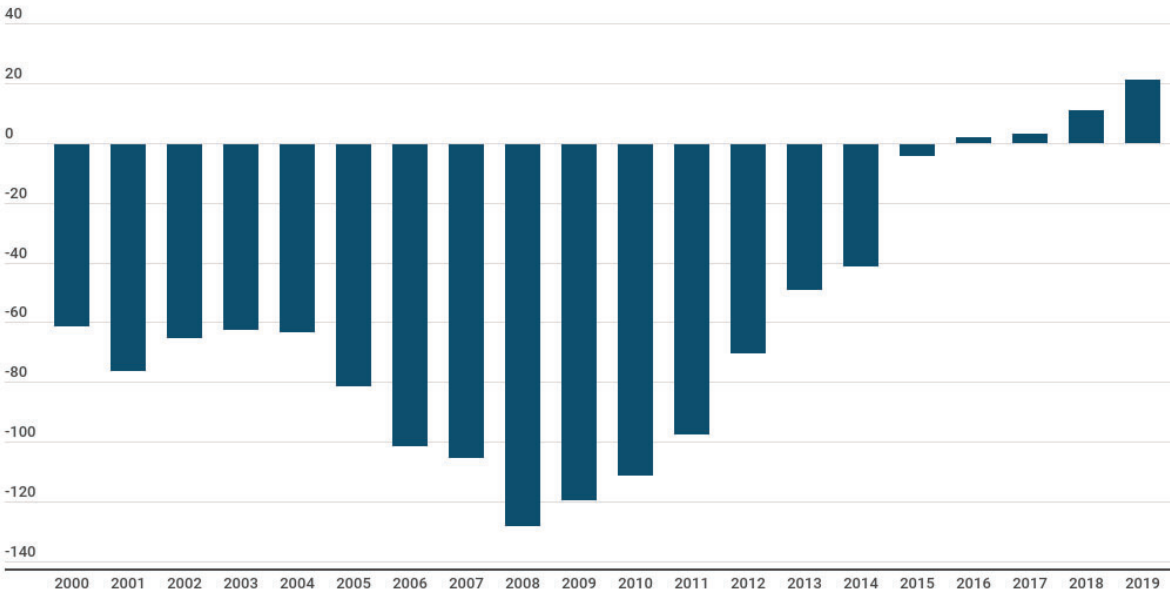




## ... sem endurspeglast í umskiptum á erlendri stöðu þjóðarbúsins

Erlend staða þjóðarbúsins 2000 - 2. ársfj. 2019

% af VLF



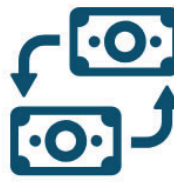
## Ísland sem fjármagnsútflytjandi?



Viðskiptaafgangur er vitnisburður um sparnað - sem hérlendis er m.a. knúinn fram með skylduframlögum í lífeyrissjóði.



Hér áður greiddi fólk með annarri hendi til lífeyrissjóðanna en sló lán með hinn. Nú eru heimilin hætt að safna skuldum og eru skuldir þeirra litlar í sögulegu samhengi.



Ísland hefur í kjölfarið breyst frá því að vera fjármagnsinnflytjandi með viðskiptahalla (líkt og á árunum 1945-2008) yfir í að vera fjármagnsútflytjandi með viðskiptaafgang.



Það mun leiða til lækkunar á langtímaraunvöxtum þegar litið er til framtíðar.

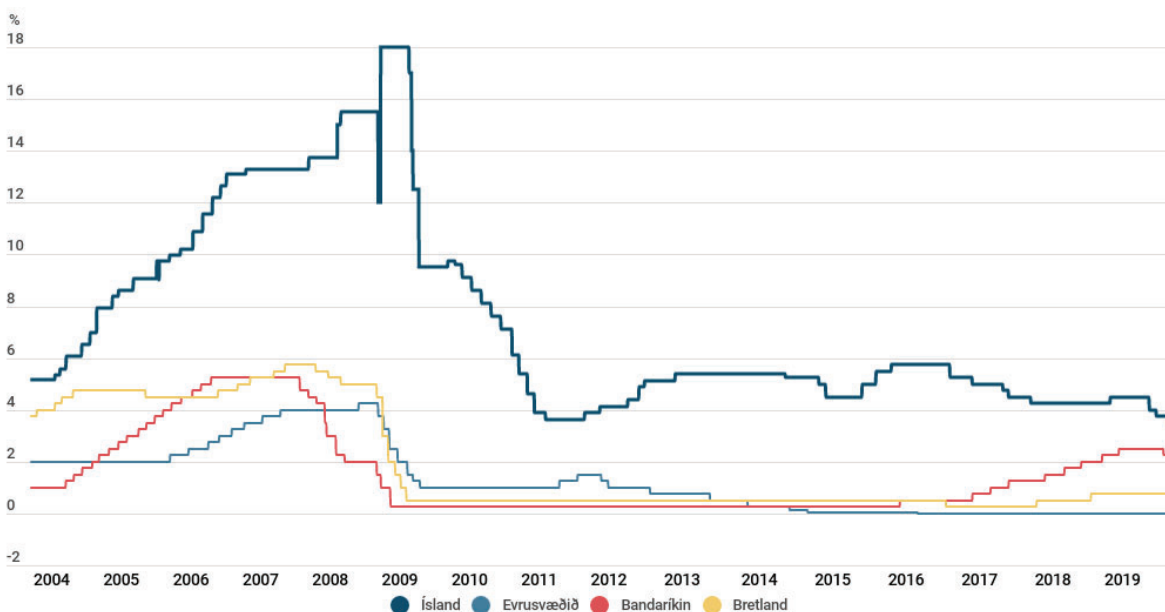
# Lágvaxtaumhverfið alþjóðlega

## Af hverju er Ísland öðruvísi?



## Háir nafnvextir á Íslandi ...

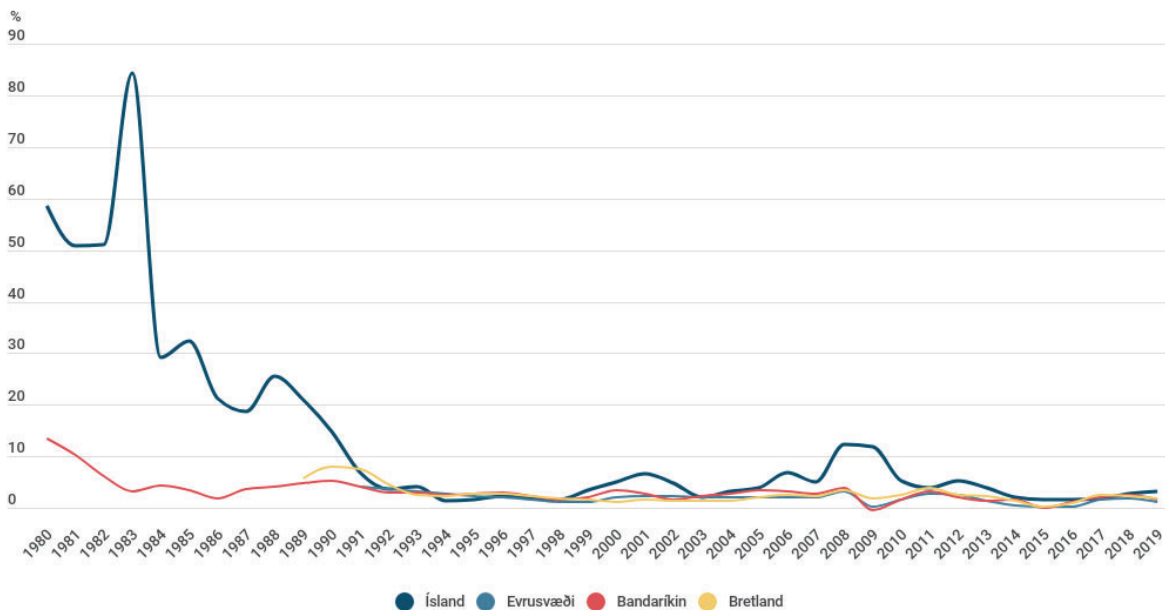
Seðlabankavextir 2004 - 2019





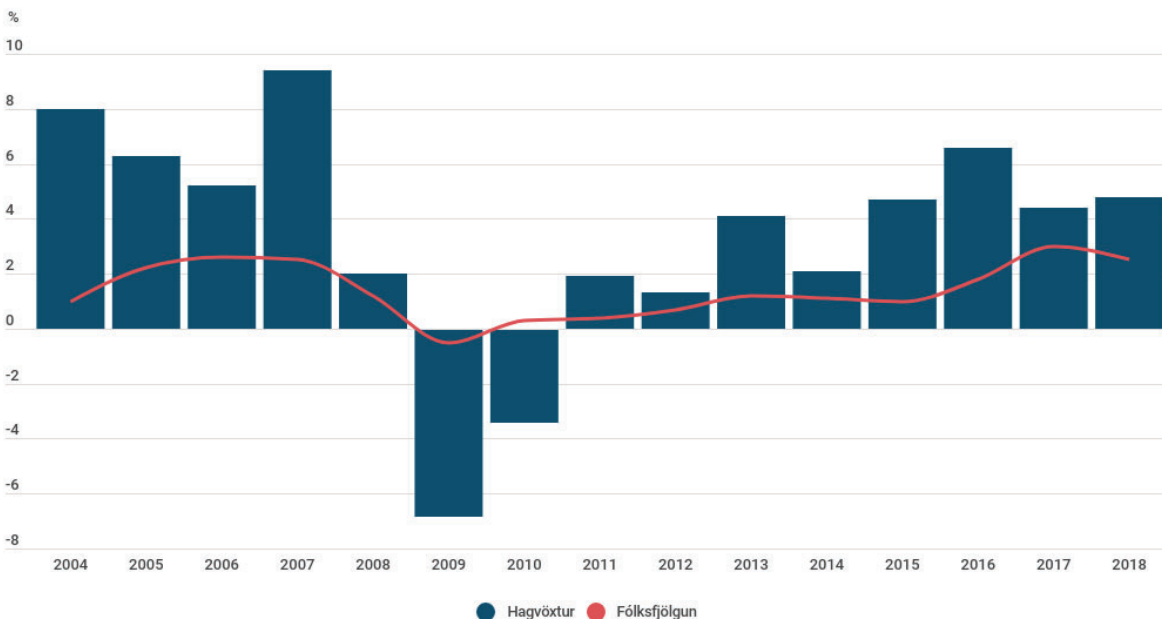
# ... bera vitni um mikla verðbólgu sögulega sem veldur háum verðbólguvæntingum

Verðbólga 1980 - 2019



# Mikill hagvöxtur og fólksfjölgun hækkar einnig raunvaxtastig

Hagvöxtur og fólksfjölgun 2004 - 2018



## Mikill vaxtamunur við útlönd dregur að erlent fjármagn, hækkar nafngengið og rýrir samkeppnisstöðu útflutningsatvinnuvega



Hærri vextir en erlendis



Innflæði fjármagns



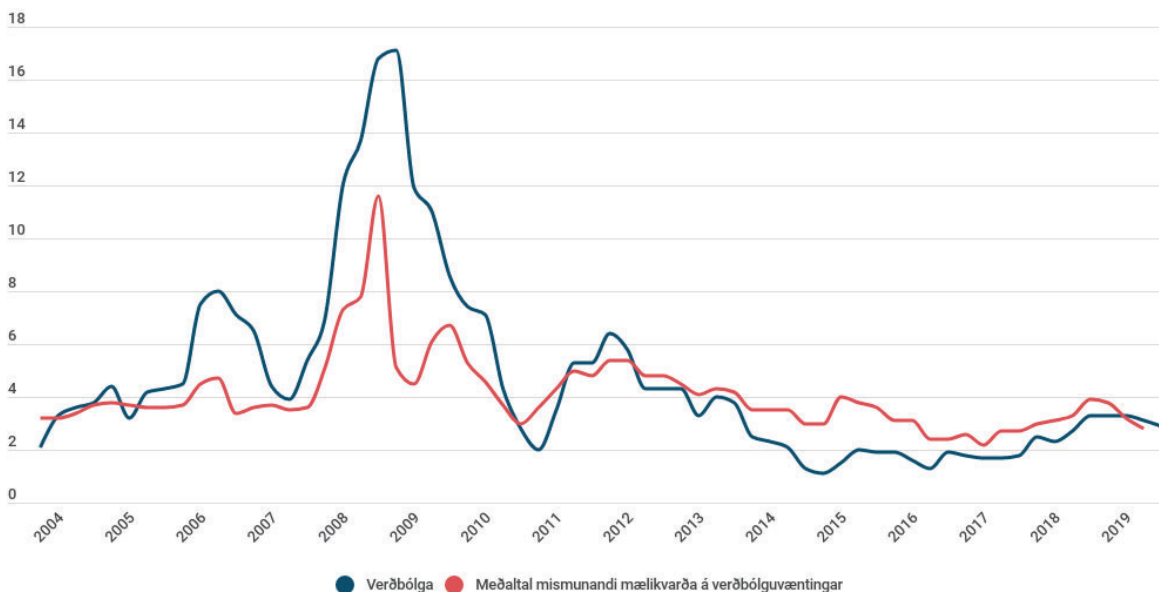
Hækkun nafngengis



Versnandi samkeppnisstaða

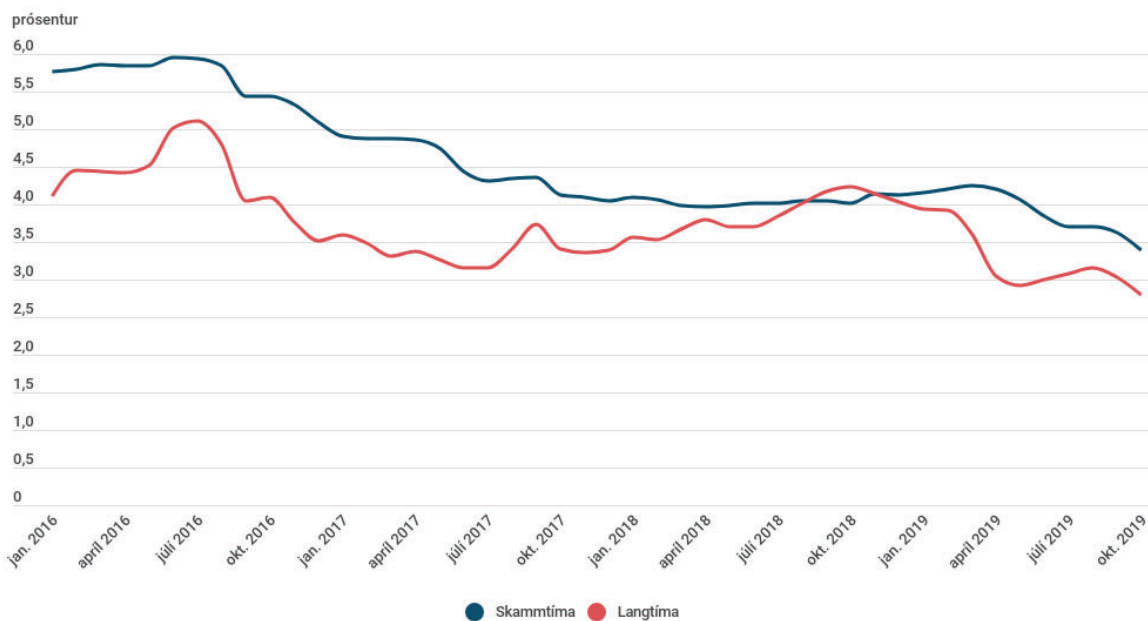
## Seðlabankinn hefur náð árangri við framfylgd verðbólguþjálfunarmarkmiðs undanfarin ár sem hefur leitt til lægri verðbólguvæntinga ...

Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs 2004 - 2019



## ... og mun leiða til minni vaxtamunar við útlönd ...

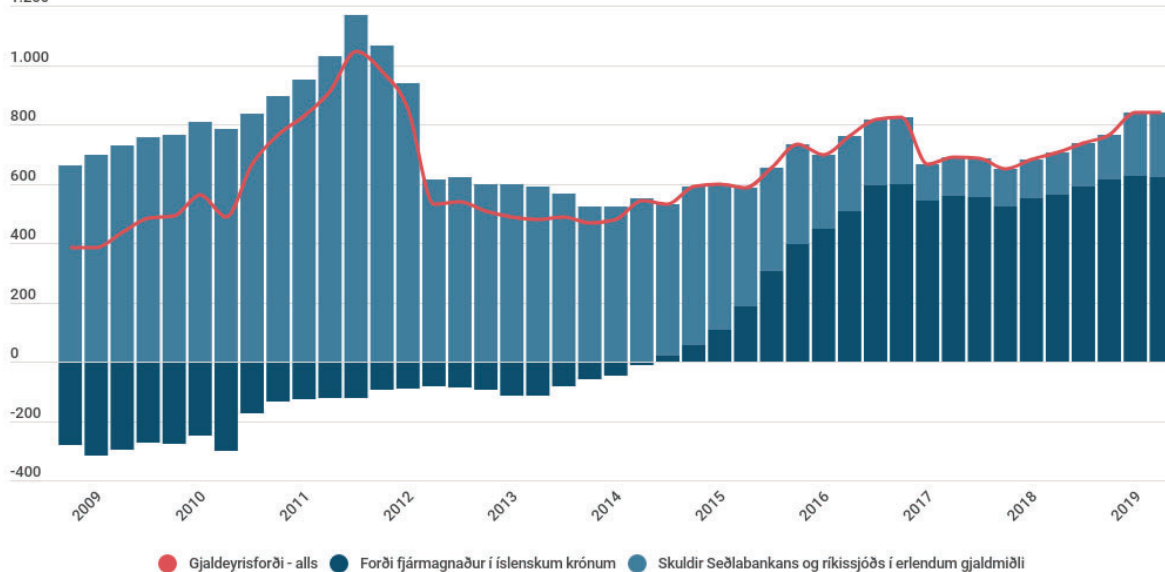
Viðskiptavegin vaxtamunur við útlönd jan. 2016 - okt. 2019



## Seðlabankinn býr yfir 800 milljarða gjaldeyrisforða til þess að geta tryggt stöðugleika

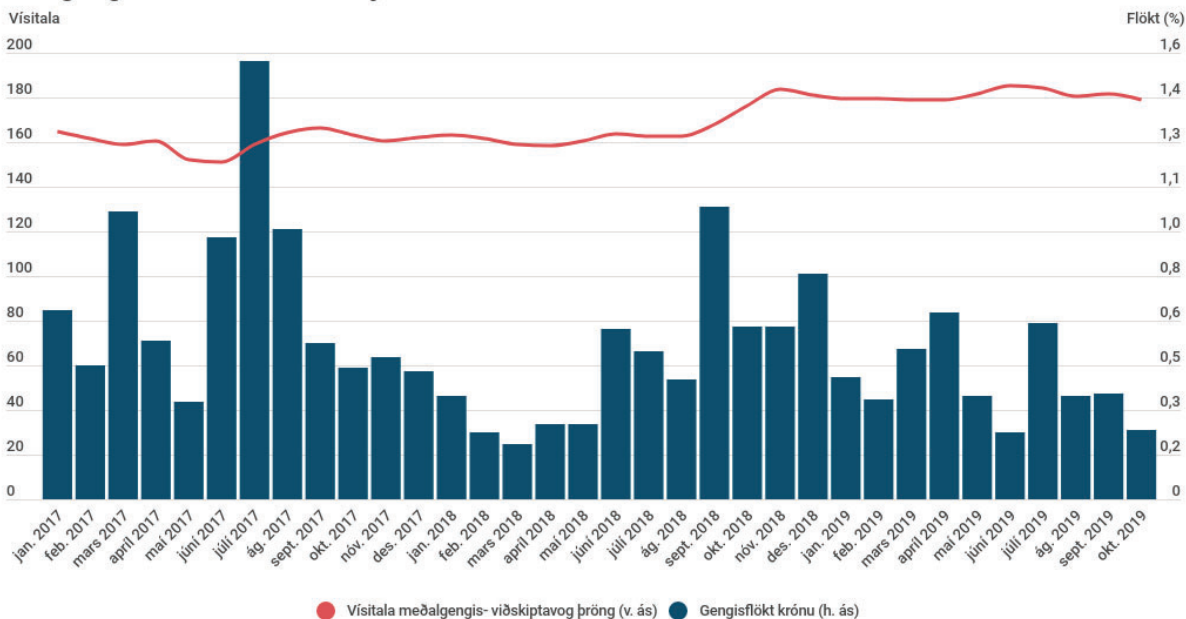
Gjaldeyrisforði Seðlabankans 1. ársfj - 3. ársfj. 2019

Ma. kr.  
1.200



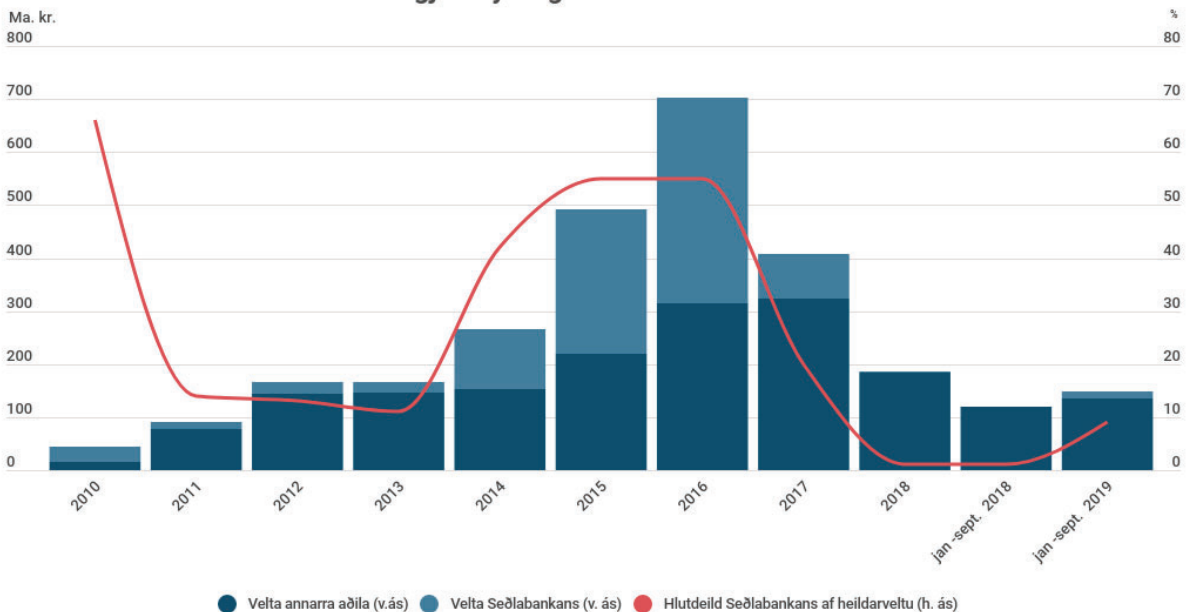
# Forðanum er nú beitt til þess að draga úr óhóflegum skammtímasveiflum í gengi krónunnar ...

Gengi og sveiflur krónunnar jan. 2017 - okt. 2019



# ... en það er ekki hlutverk Seðlabankans að hindra breytingar á gengi krónunnar af völdum undirliggjandi efnahagsþátta

Velta á millibankamarkaði með gjaldeyri og hlutdeild Seðlabankans



## Horfurnar framundan ...



Aukin óvissa og svartsýni í alþjóðlegum efnahagsmálum



Áhrif áfalla í ferðaþjónustu líklega ekki að fullu komin fram og óvissa um framboð á flugi



Hliðrun eftirspurnar í átt að innlendri framleiðslu



Þróun verðs og veltu á húsnæðismarkaði óviss og áhrif ferðaþjónustu þar á



Horfur á fyrsta samdrætti frá árinu 2010



Horfur á að verðbólga verði komin í markmið fyrr en gert var ráð fyrir

04.11.2019

## Reglur um verðtryggingu

Reglur nr. 877/2018 um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár tóku gildi sl. föstudag, 1. nóvember 2019. Gildistöku reglnanna var frestað í tvígang að undanskildu ákvæði þeirra um að ríkissjóði sé heimilt að gefa út verðtryggð ríkisverðbréf til skemmri tíma en 5 ára.

Þær breytingarnar sem reglur nr. 877/2018 kveða á um felast fyrst og fremst í einföldun á útreikningi verðbóta innan mánaðar.

Frá gildistöku reglnanna miðast verðbætur innan mánaðar við breytingu á vísitölu neysluverðs á milli gildis vísitölunnar þegar útreikningur er gerður og gildis hennar á fyrsta degi næsta mánaðar þar á eftir, í hlutfalli við fjölda daga sem liðinn er af mánuðinum. Binditími verðtryggðra innlánsreikninga verður eftir sem áður að lágmarki 36 mánuðir og gera reglurnar ráð fyrir því að semja megi um reglulegan mánaðarlegan sparnað í minnst 36 mánuði.

Til að auðvelda fjármálafyrirtækjum, lífeyrissjóðum og öðrum sem sýsla með verðtryggð lán og innlán, það millibilsástand sem kann að skapast vegna tæknilegrar yfirfærslu frá eldri reikniaðferð til nýrrar hefur Seðlabankinn gefið út reglur nr. 941/2019 sem fela í sér bráðabirgðaákvæði við reglur nr. 877/2018.

Bráðabirgðaákvæðið felur í sér heimild til að beita eldri reikniaðferðum samanber eldri reglur nr. 492/2001 um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár fram til 1. janúar 2021. Í bráðabirgðaákvæðinu er jafnframt ákvæði þess efnis að sé verðtryggingu hagað samkvæmt eldri aðferð á neytandi rétt á endurgreiðslu á þeim mismun sem kann að verða á verðbótum miðað við reikniaðferð nýju reglnanna sé niðurstaðan honum í óhag.

Reglur 941/2019 má finna hér: [Vefur Stjórnartíðinda. Reglur um breytingu á reglum nr. 877/2018 um verðtryggingu sparifjár og lánsfjár.](#)



SEÐLABANKI ÍSLANDS

# Peningamálafundur 2019

## Ótroðnar lágvaxtaslóðir



Peningamálafundur Viðskiptaráðs  
7. nóvember 2019

Ásgeir Jónsson  
seðlabankastjóri



## Hagvaxtarhorfur



## Horfurnar framundan



Alþjóðleg viðskiptadeila eykur á svartsýni og dregur úr hagvexti



Samdráttur í fluggeiranum á stóran þátt í útflutnings-samdrætti



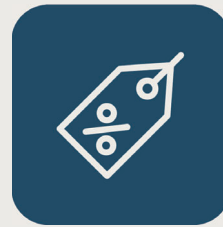
Hliðrun eftirspurnar í átt að innlendri framleiðslu



Störfum tekið að fækka og atvinnuleysi hefur aukist frá ársbyrjun



Vægur samdráttur í ár en hægfara bati frá næsta ári

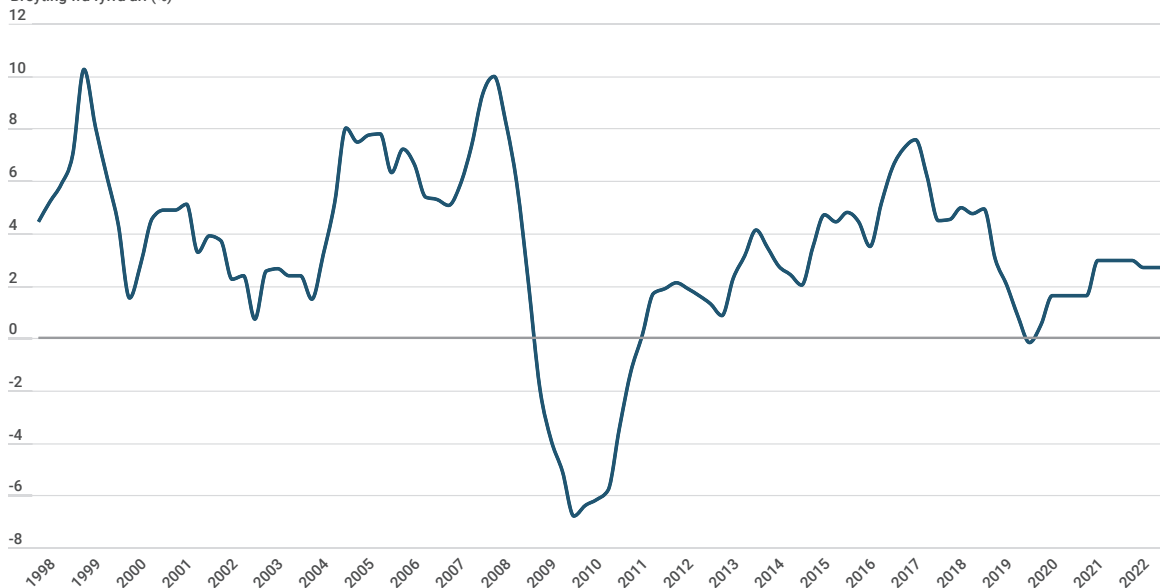


Verðbólga í markmið í lok árs en þrálátari undirliggjandi verðbólga

## Hagkerfið tekið að hægja á sér en bati á næsta ári

### Hagvöxtur 1998-2022

Breyting frá fyrra ári (%)

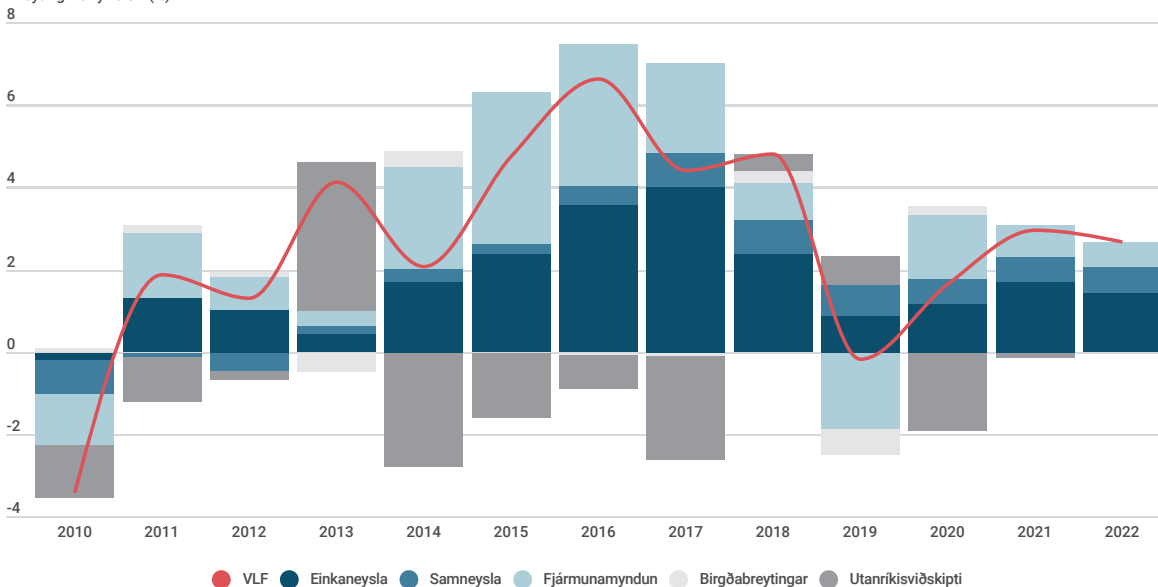




# Hvaðan kemur vöxturinn?

## Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2022

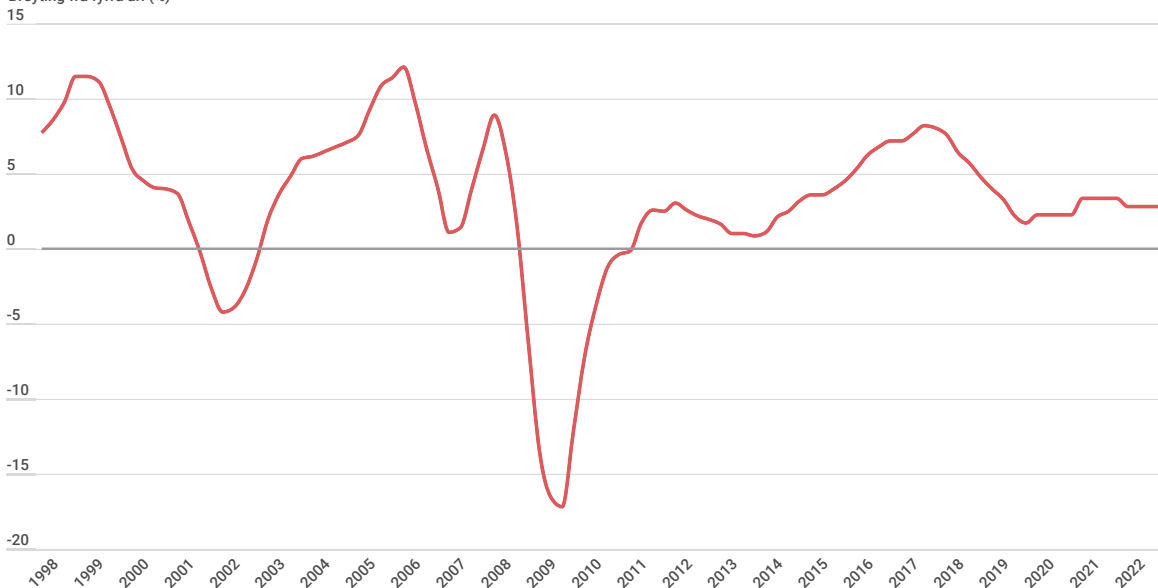
Breyting frá fyrra ári (%)



# Hægir á vexti einkaneyslu

## Einkaneysla 1998-2022

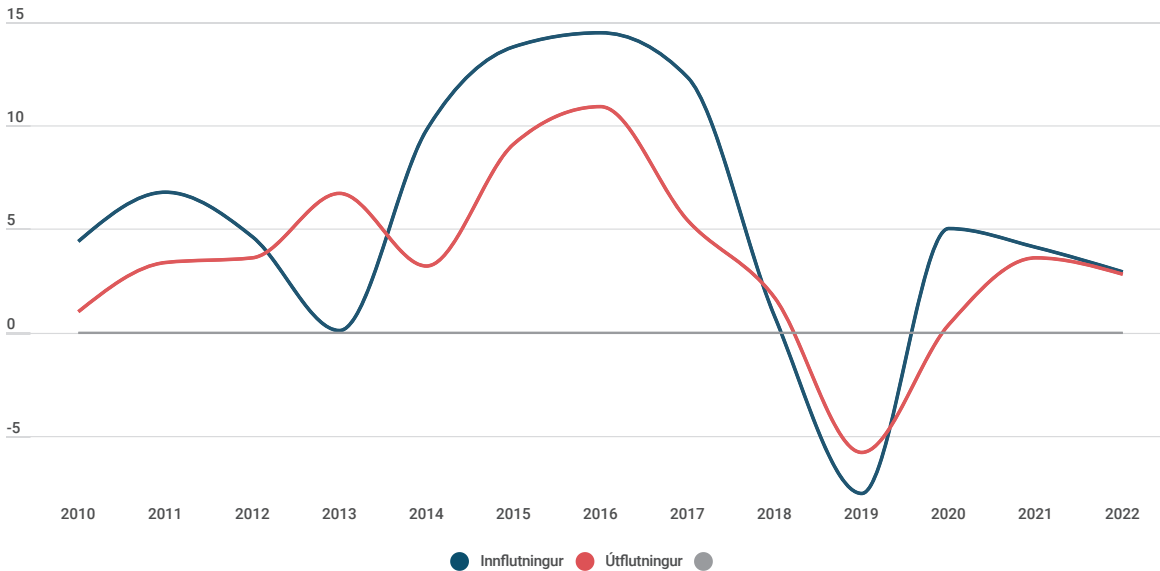
Breyting frá fyrra ári (%)



## Samdráttur í flestum útflutningsgreinum í ár en meiri samdráttur í innflutningi ...

### Inn- og útflutningur 2010-2022

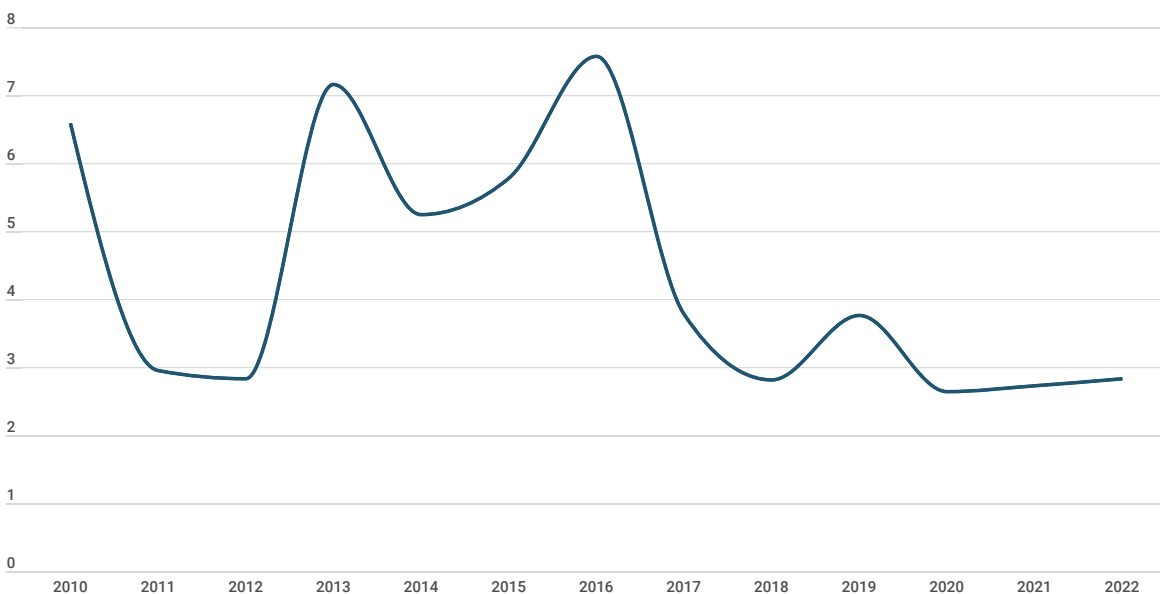
Breyting frá fyrra ári (%)



## ... og gert ráð fyrir áframhaldandi viðskiptaafgangi út spátímann

### Viðskiptajöfnuður 2010-2022

% af VLF



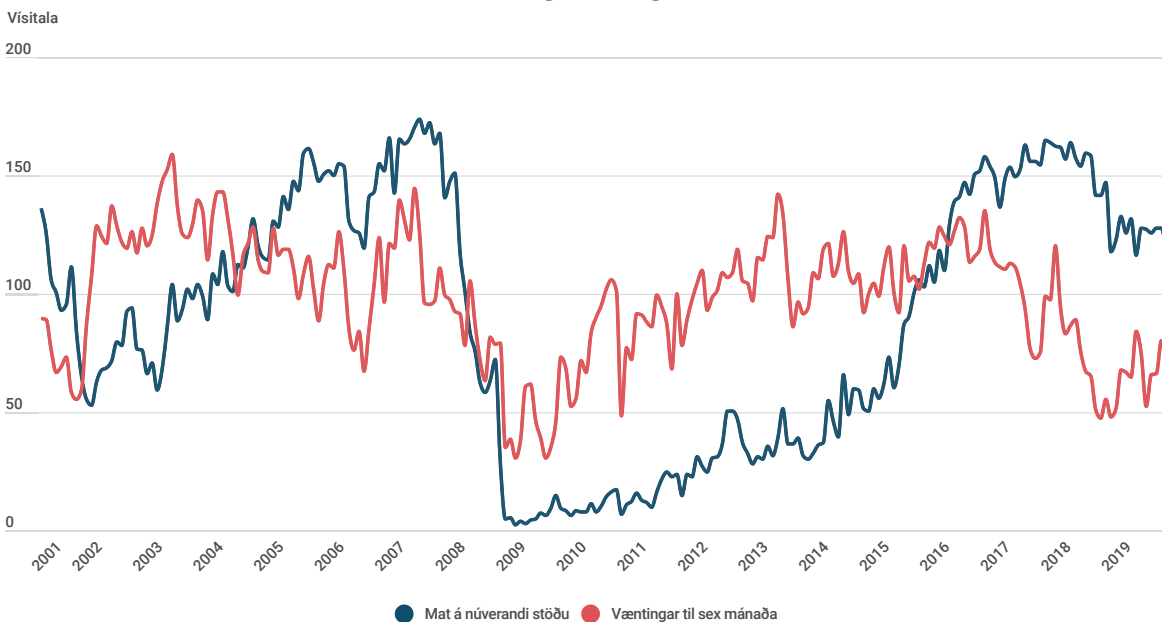
# Horfur eru á að verðbólga hjaðni hraðar en gert var ráð fyrir og að hún verði komin í markmið undir lok þessa árs

Verðbólga 2011-2019



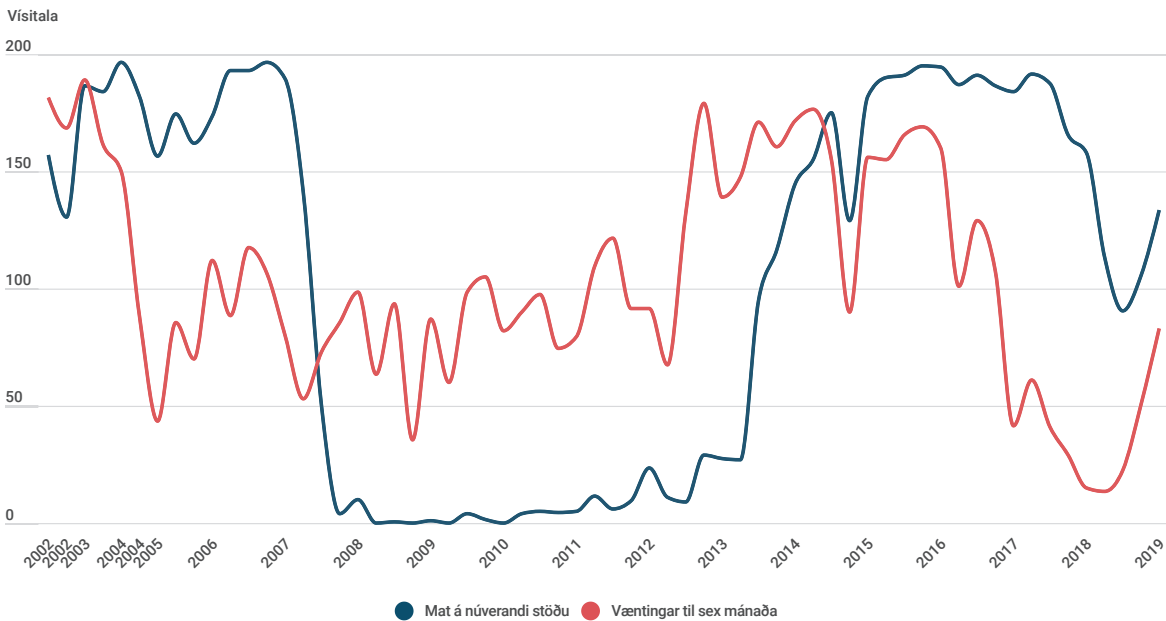
# Heimilin enn með áhyggjur ...

Mat íslenskra heimila á núverandi ástandi og væntingar til næstu sex mánaða 2001-2019



## ... en aukin bjartsýni hjá fyrirtækjum

### Mat íslenskra fyrirtækja á núverandi ástandi og væntingar til næstu sex mánaða 2003-2019



## Samkeppnishæfni nýja Íslands

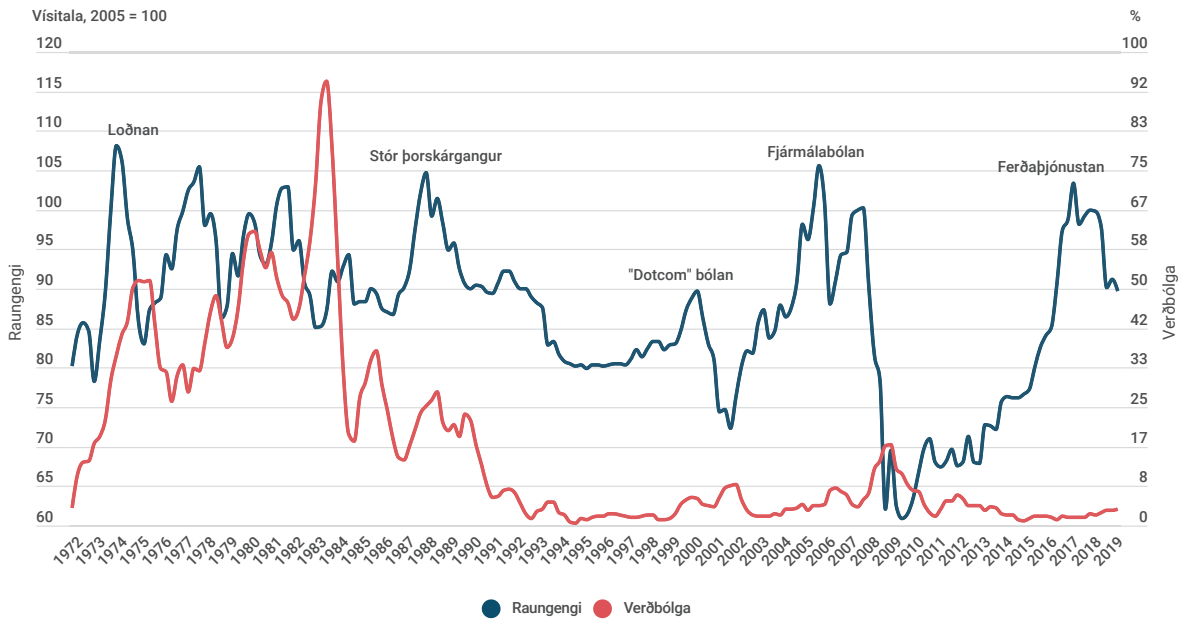


# Sögulega hefur gengisfall og verðbólga fylgt niðursveiflum



## Raugengi og verðbólga 1972-2019

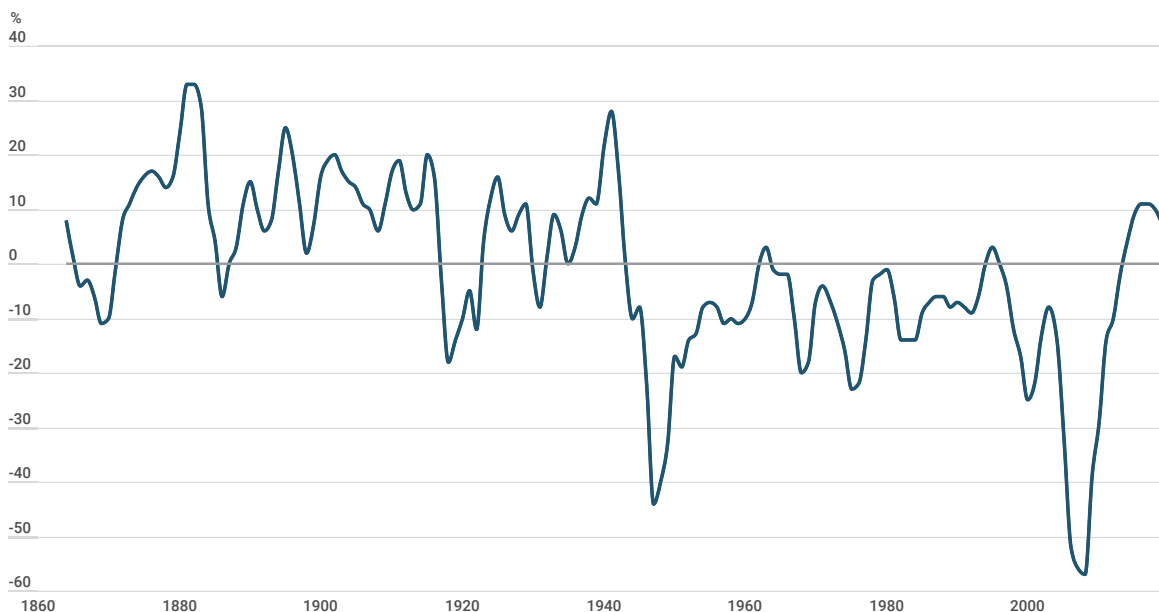
Vísitala, 2005 = 100



# Nýja Ísland er með varanlegan viðskiptaafgang ...

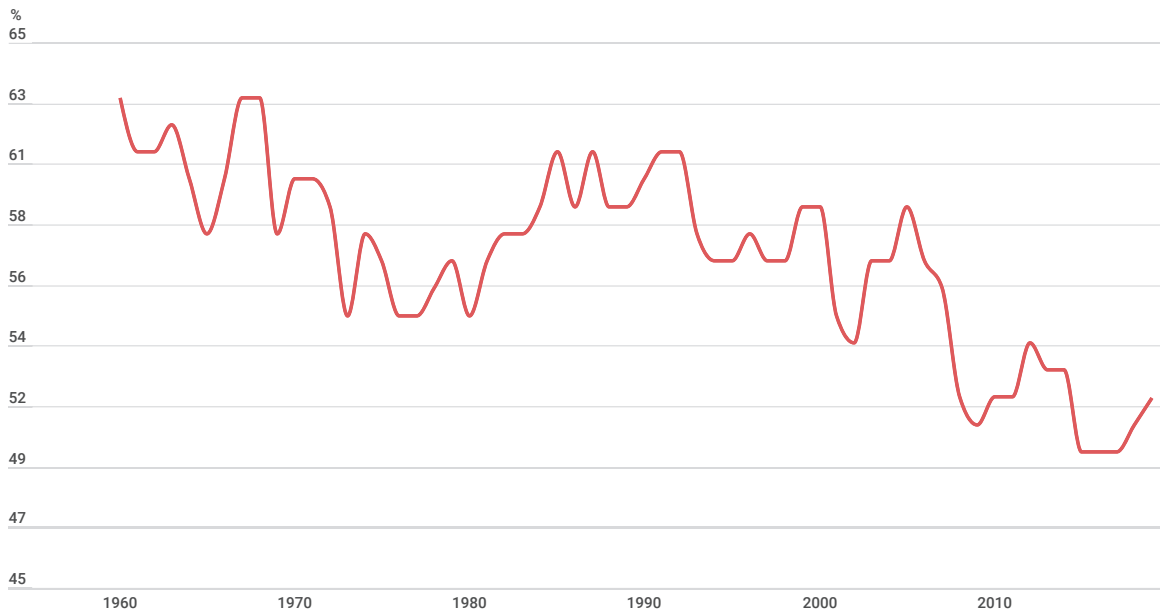


## Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af útflutningi 1864-2019



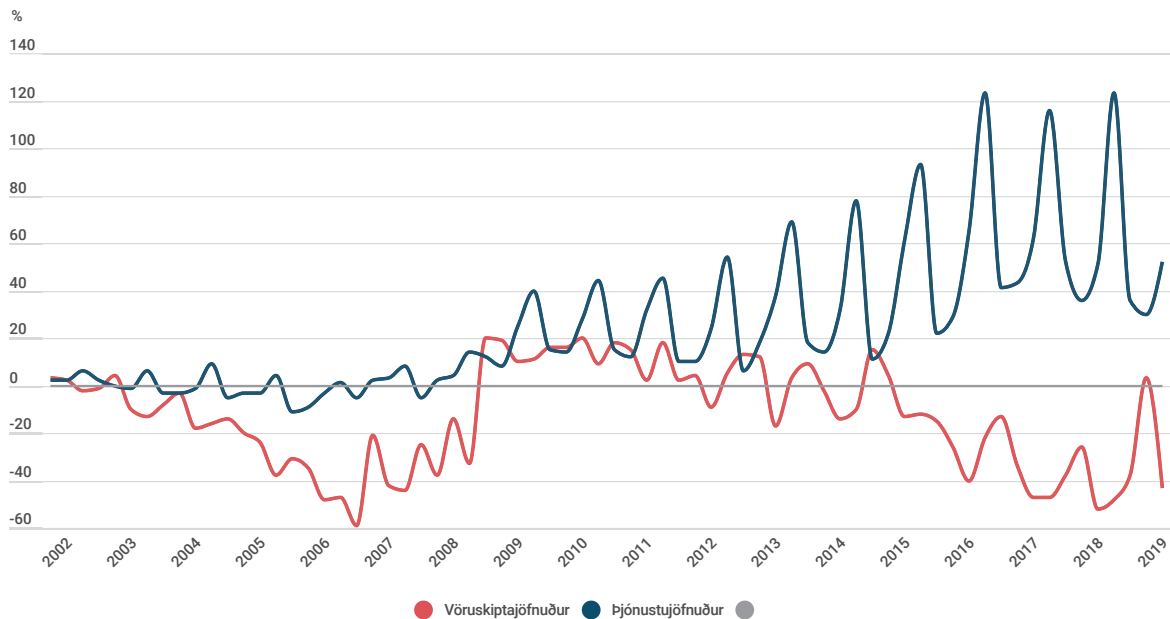
## ... vegna aukins sparnaðar ...

Hlutfall einkaneyslu af vergri landsframleiðslu 1960-2019



## ... og vaxtar í þjónustuviðskiptum ...

Vöruskipta- og þjónustujöfnuður 1. ársfj. 2002-2. ársfj. 2019

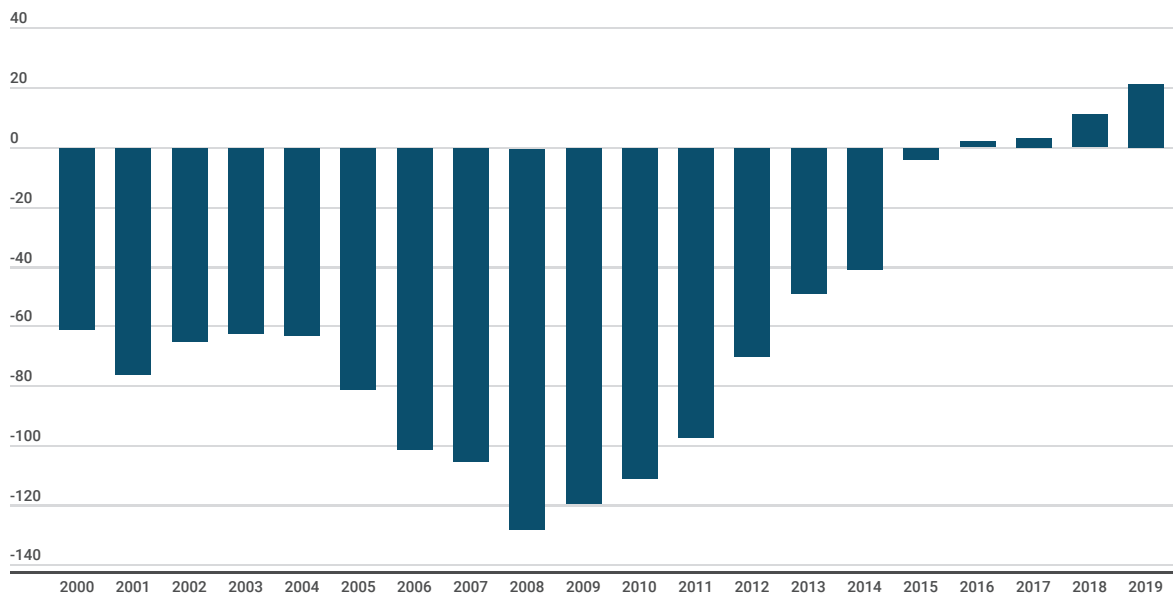


# ... sem endurspeglast í umskiptum á erlendri stöðu þjóðarbúsins



Erlend staða þjóðarbúsins 2000-2. ársfj. 2019

% af VLF



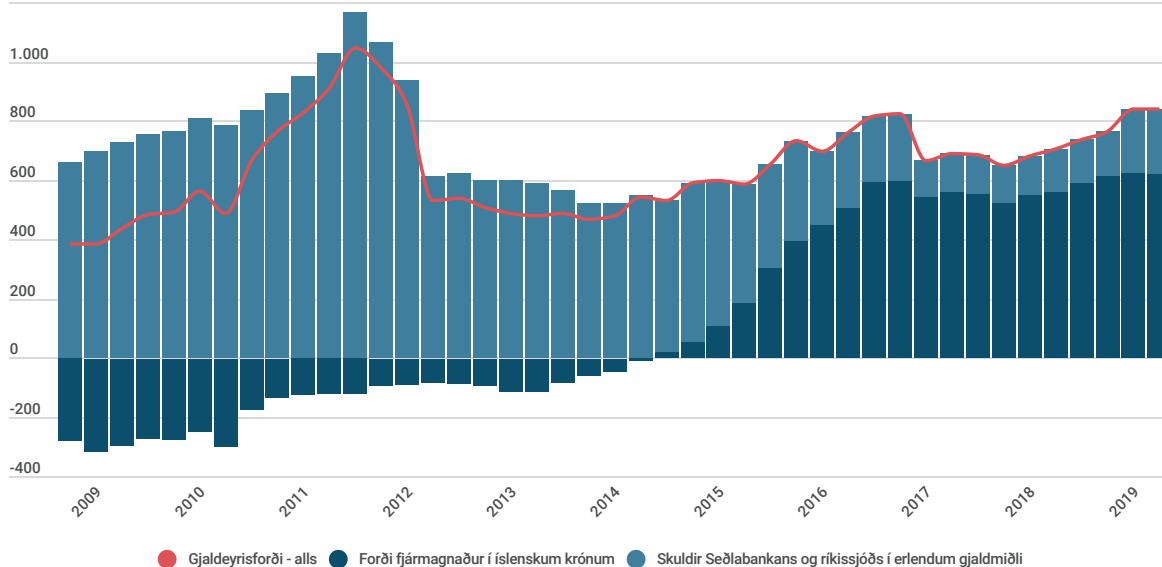
## Trúverðugleiki Seðlabankans



# Seðlabankinn býr yfir 800 milljarða gjaldeyrisforða sem eykur trúverðugleika

## Gjaldeyrisforði Seðlabankans 1. ársfj. 2009-3. ársfj. 2019

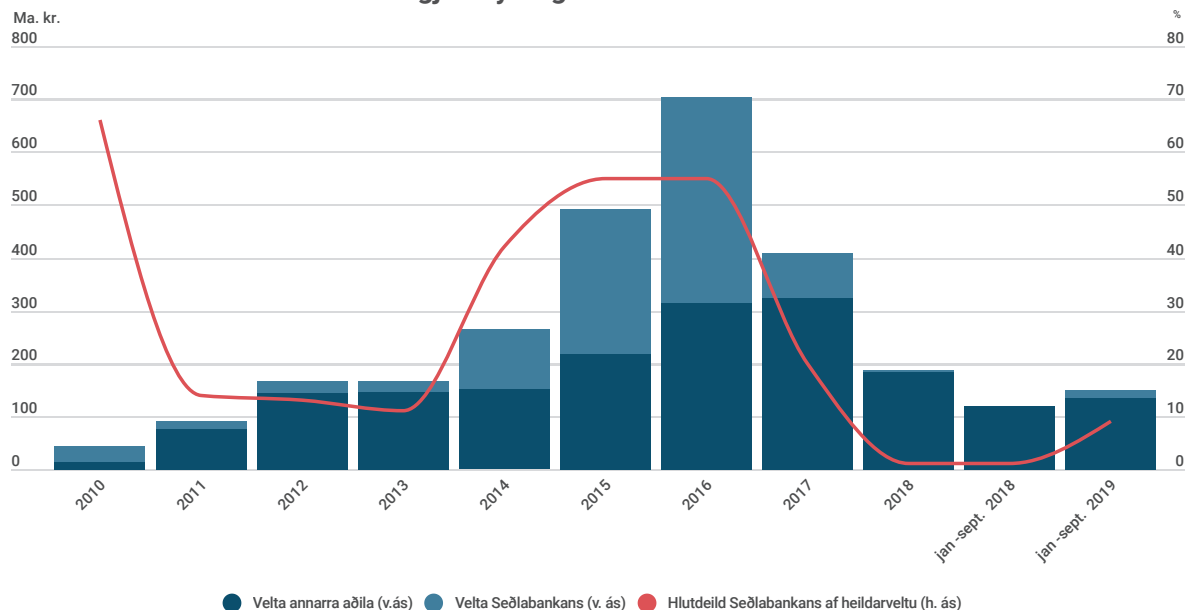
Ma. kr.  
1.200



# Forðanum er beitt til að draga úr skammtímasveiflum en ekki til að hindra breytingar á gengi krónunnar af völdum undirliggjandi efnahagsþátta

## Velta á millibankamarkaði með gjaldeyri og hlutdeild Seðlabankans 2010-2019

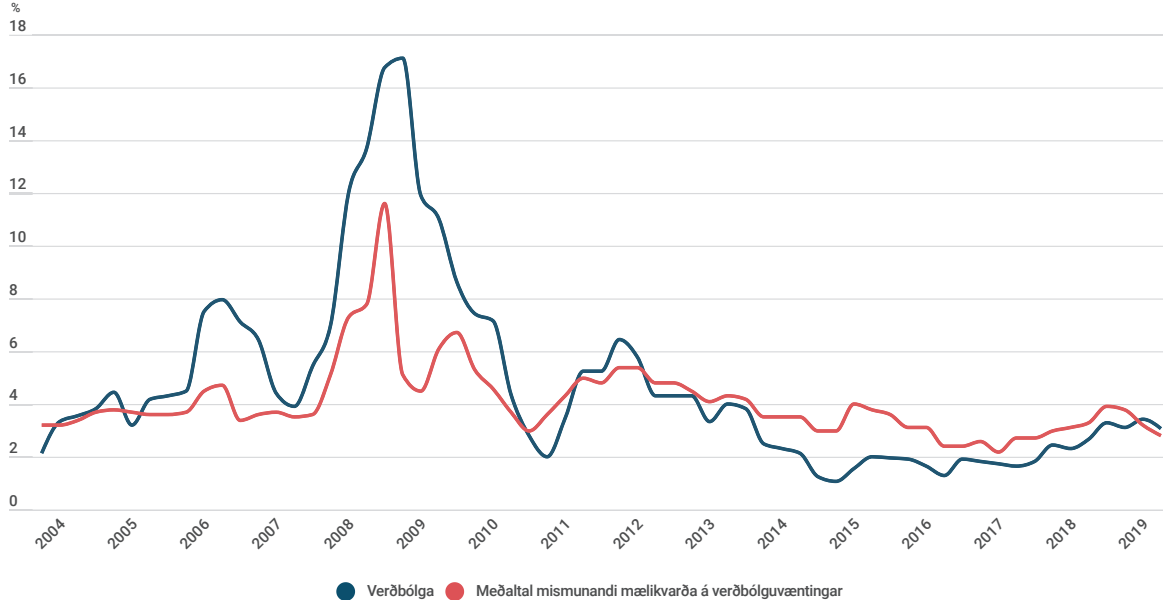
Ma. kr.  
800





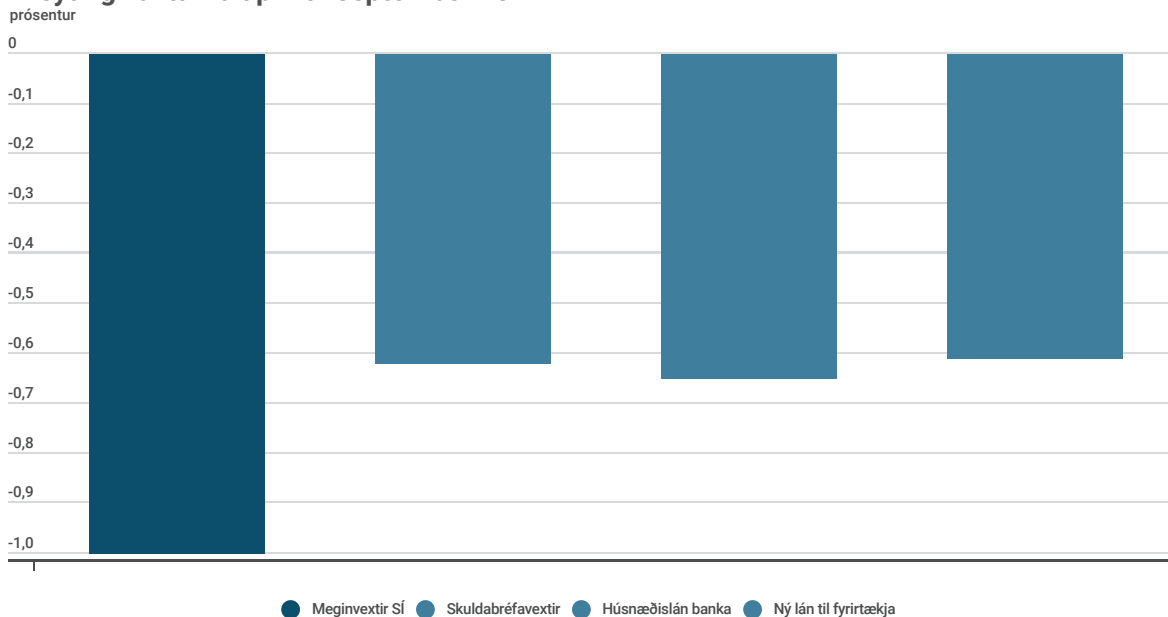
# Seðlabankinn hefur náð árangri við framfylgd verðbólguþróunar undanfarin ár sem hefur leitt til lægri verðbólguvæntinga

Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs 2004 - 2019



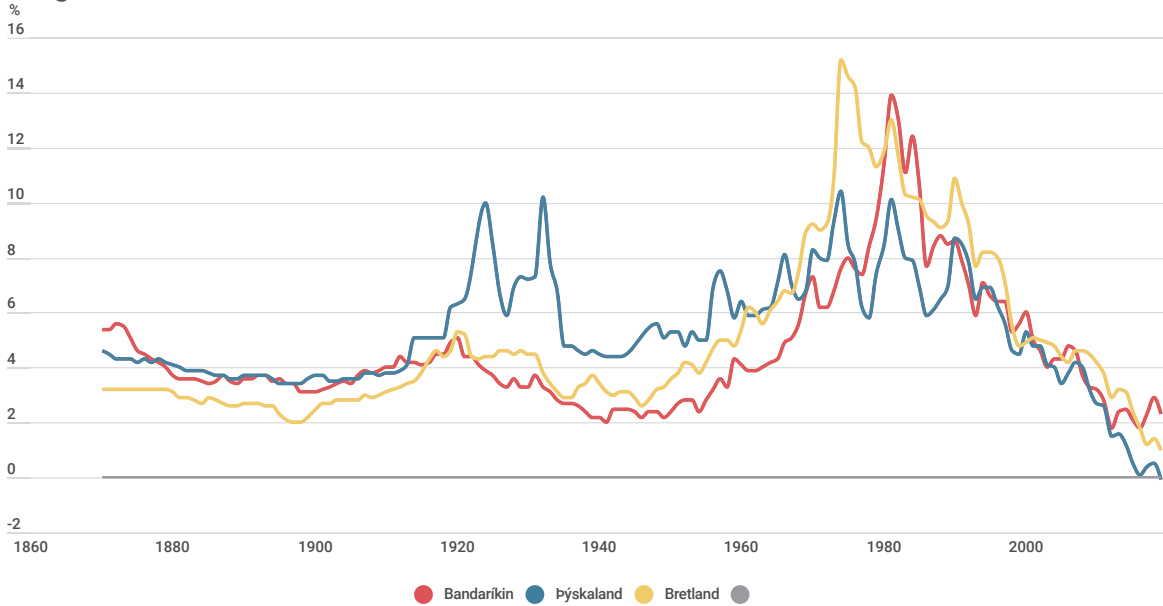
# Vextir hafa verið lækkaðir og styðja við eftirspurn

Breyting vaxta frá apríl til september 2019



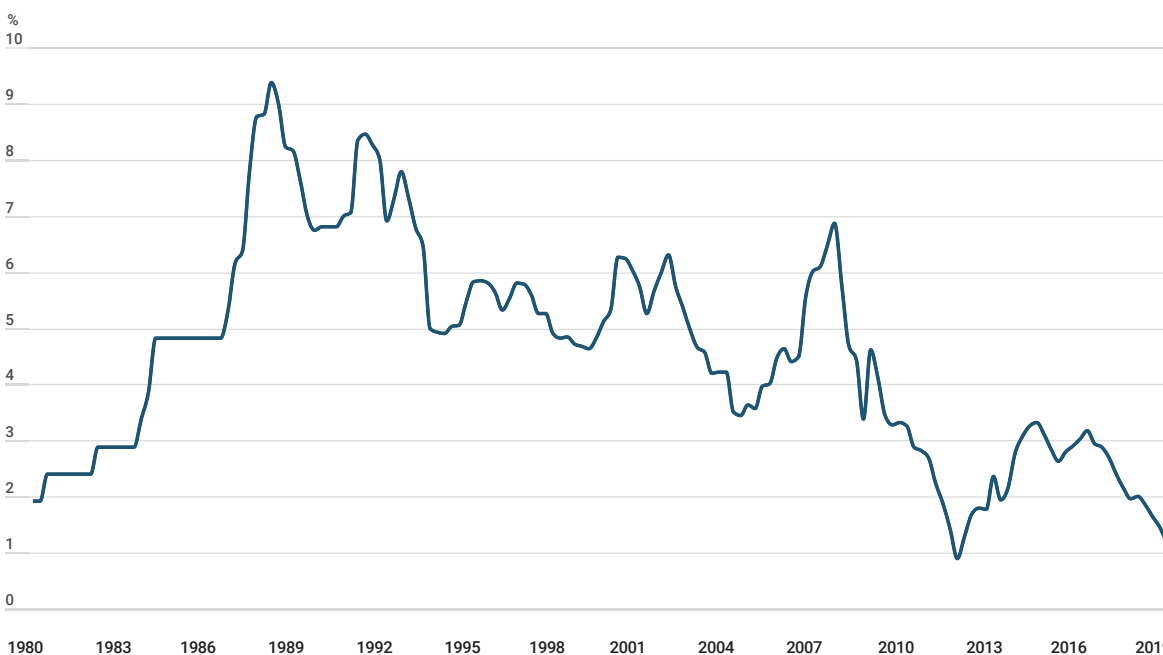
# Alþjóðlegir vextir eru í sögulegu lágmarki ...

Langtímavextir 1870-2019



# ... og sambærileg þróun á vöxtum hérlendis

Raunvextir ríkisskuldabréfa 1980-2019





#### Fyrsta niðursveiflan í sögunni sem er án gengisfalls og kreppuverðbólgu

- Mögulegt að beita peningastefnunni til þess að skapa atvinnu án þess að ógna verðstöðugleika
- Mögulegt að takast á við niðursveiflu án þess að skerða kjör almennings með verðbólgu



#### Langtímabreytingar hafa lækkað vaxtastig hér á landi

- Tækifæri til þess að bæta lífskjör almennings með lægri vöxtum
- Tækifæri til þess að fjármagna innviðafjárfestingu með hagstæðum kjörum



#### Peningastefnan hefur sín takmörk – verðstöðugleiki setur okkur skorður

- Samkeppnishæfnin verður ekki endurnýjuð með gengislækkun líkt og áður
- Samkeppnishæfnin verður aðeins bætt með aukinni framleiðni



#### Gríðarlegar breytingar í farvatninu í fjármálakerfinu

- Mikilvægt að tryggja að peningastefnan virki – ný lán verði veitt til nýrra fjárfestinga
- Mikilvægt að huga vel að afleiðingum þessara kerfisbreytinga til langs tíma

## Hagstjórn og fátækt



Háskólinn og heimsmarkmiðin  
19. nóvember 2019

Ásgeir Jónsson  
seðlabankastjóri



## 975 - Upphaf hreppa á Íslandi

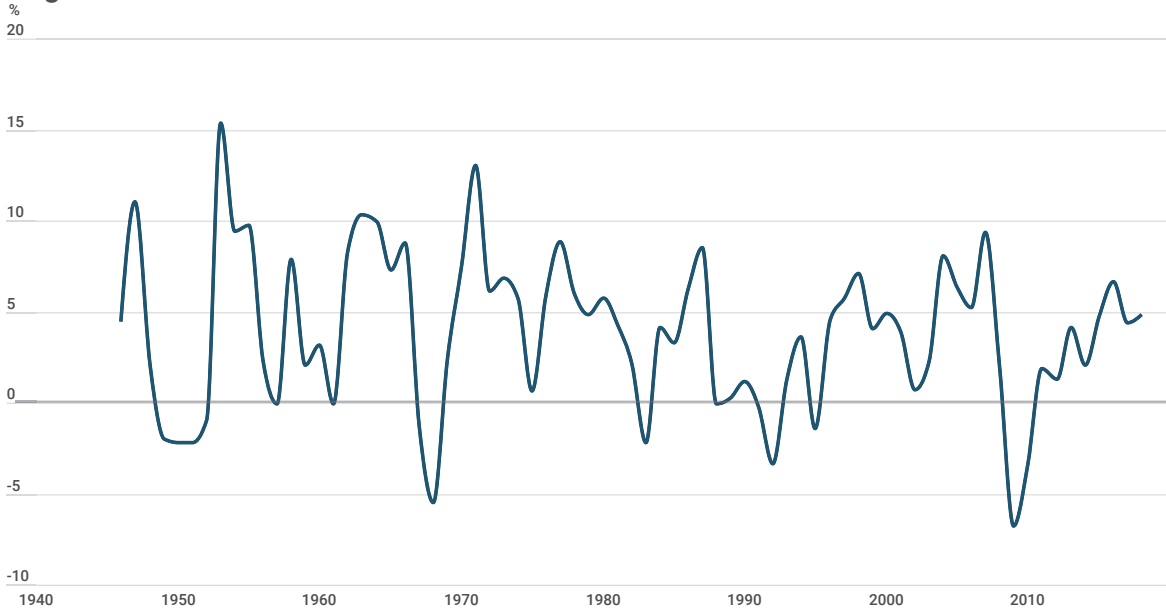
*"Óaldar vetur varð mikill á Íslandi í heiðni í þann tíma er Haraldur konungur Gráfeldur féll, en Hákon jarl tók ríki í Noregi. Sá hefur mestur verið á Íslandi. Þá átu menn hrafna og melrakka og mörg óátan ill var eginn, en sumir létu drepa gamalmenni og ómaga og hrinda fyrir harma. Þá sultu margir menn til bana, en sumir lögðust útað stela, og urðu fyrir það sekir og drepnir."*

Landnáma



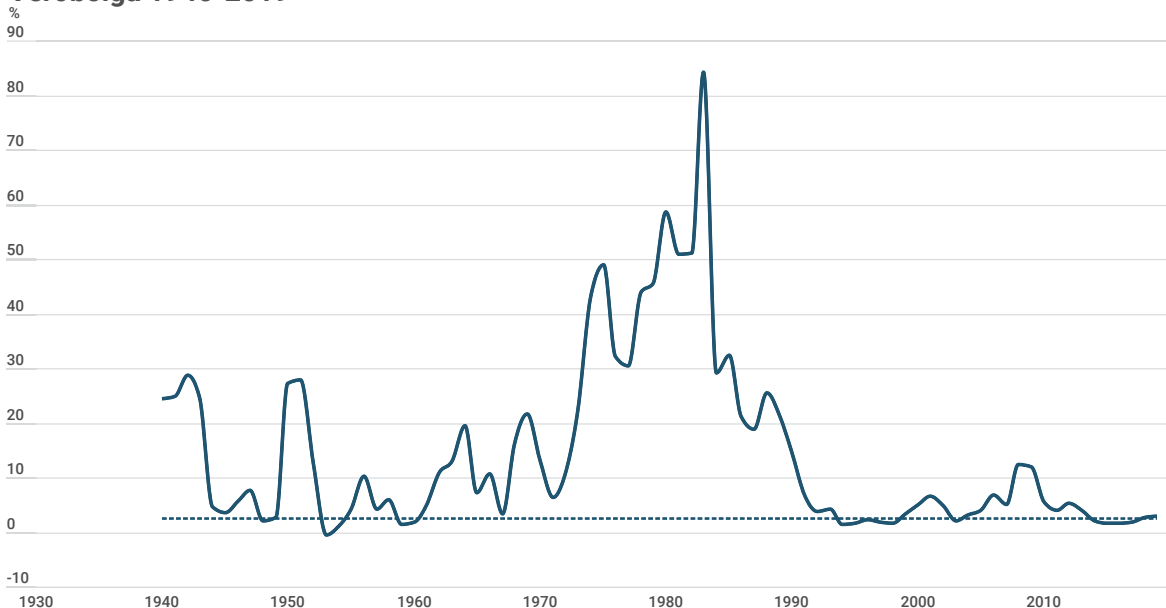
## Hagvöxtur er forsenda aukinnar velmegunar en hagsveiflur leiða til óvæntra breytinga á högum fólks sérstaklega tekjulágra

Hagvöxtur 1945-2019



## Kostnaður vegna verðbólgu fellur einnig þyngra á tekjulága ...

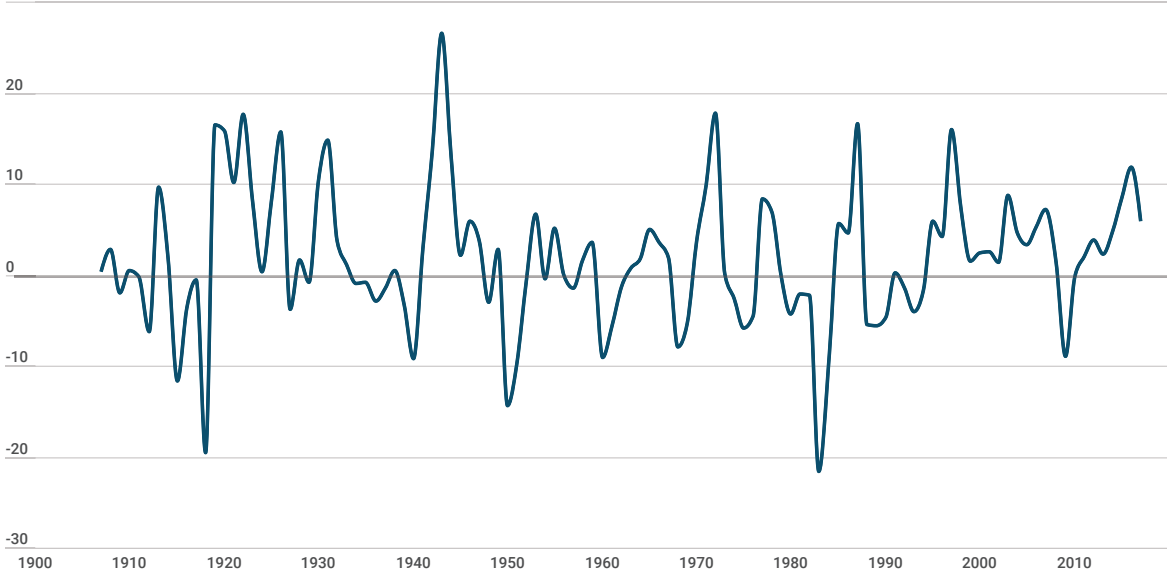
Verðbólga 1940-2019



## ... og hefur valdið miklum sveiflum í kaupmætti ...

### Kaupmáttur lágmarkstaxta 1907-2017

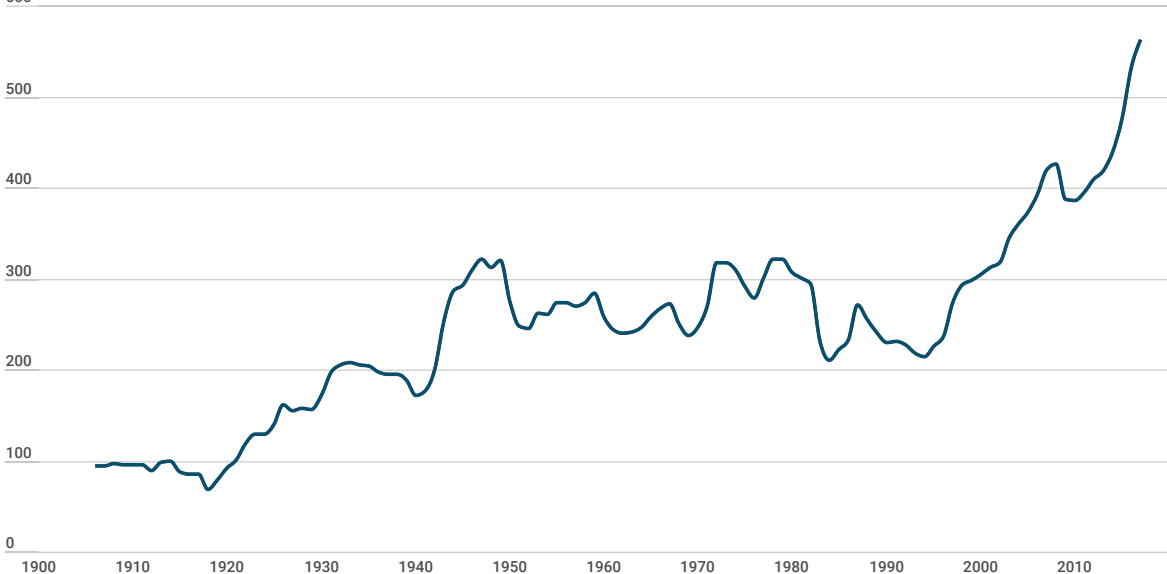
Breyting milli ára (%)



## ... en aukinn verðstöðugleiki hefur leitt til þess að launahækkunarir skila sér í auknum kaupmætti

### Kaupmáttur lágmarkstaxta 1907-2017

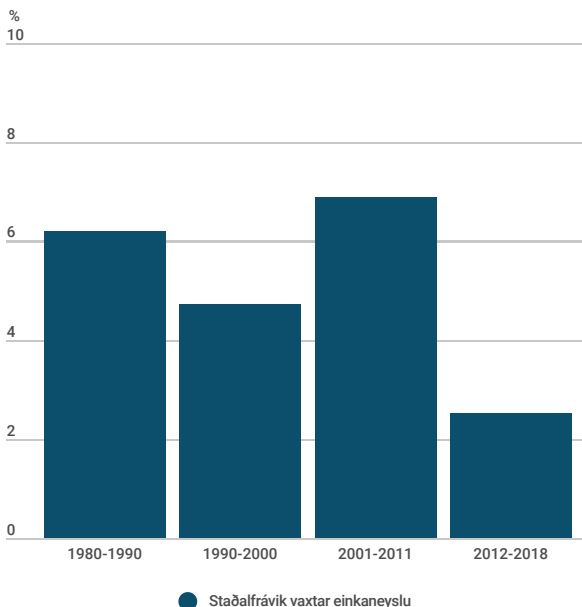
Visitala, (júlí 1914 = 100)



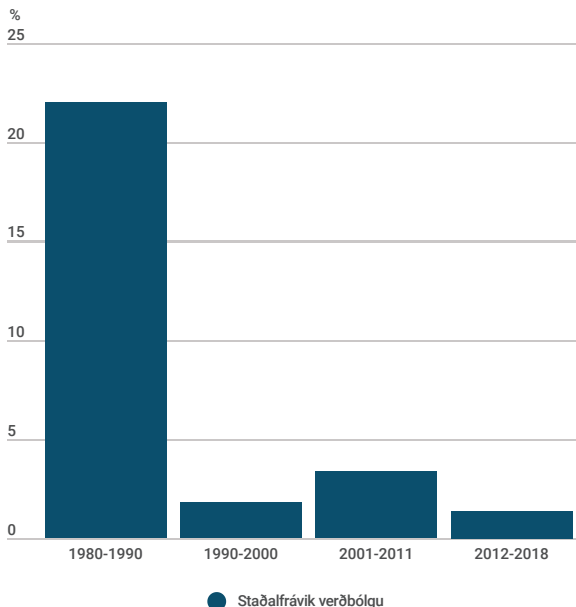
# Árangursrík hagstjórn getur því minnkað óvæntar breytingar í lífi fólks ...



Breytileiki einkaneyslu 1980-2018



Verðbólga 1980-2018



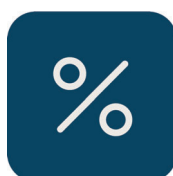
## ... og skapað umhverfi þar sem minni líkur eru á fátækt



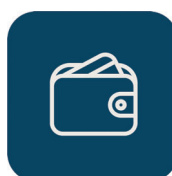
Verðstöðugleiki viðheldur stöðugum kaupmætti og minnkar líkur á tekjumissi í niðursveiflu



Efnahagslegur stöðugleiki tryggir stöðuga atvinnu og minnkar líkur á atvinnuleysi



Trúverðugleiki peningastefnunnar leiðir til lægri vaxta og bætir hag þeirra sem skulda



Fjármálastöðugleiki minnkar líkur á fjárhagslegum erfiðleikum og skuldavandræðum



Góð hagstjórn skapar öryggi sérstaklega fyrir þá sem eru í lægstu tekjuþrepunum



Árangursrík peningastefna skiptir því miklu fyrir almenna velferð og minnkar líkurnar á fátækt



Mistök í hagstjórn eru dýrkeypt fyrir hina tekjulægstu

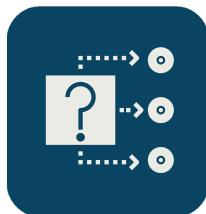
## Viðhorf til ójöfnuðar

- **Nytjahyggja** (e. utilitarianism): Tekjutilfærsla á að miða að því að jafna tekjur allra samfélagsþegna til þess að hámarka heildarvelferð
- **Frjálslýndi** (e. liberalism): Tekjutilfærsla á aðeins að beinast til þeirra sem eru verst staddir í samfélaginu og hámarka velferð þeirra
- **Frjálshyggja** (e. libertarianism): Jöfnun tækifæra er mikilvægari en jöfnun tekna

## Greining á orsakapáttum og sértækar aðgerðir



Viðmið um  
fátækt



Staðfesta  
orsakasamhengi



Skilgreina  
markmið út frá  
áhrifaþáttum



Sértækar  
aðgerðir sem  
miða að hverjum  
áhrifaþætti



## Vægur samdráttur og verðbólga við markmið Hvað hefur breyst?



Erindi hjá Samiðn  
19. nóvember 2019

Rannveig Sigurðardóttir  
Aðstoðarseðlabankastjóri Seðlabanka Íslands

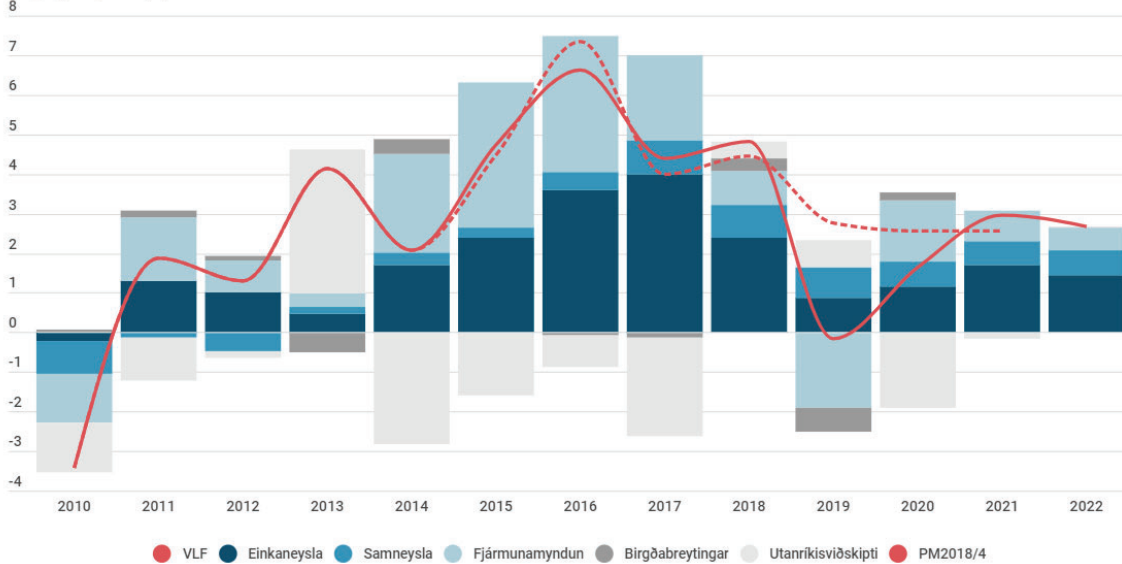


## Staða og horfur í efnahagsmálum

## Hratt dregur úr hagvexti eftir mikinn vöxt síðustu ára en gert ráð fyrir að hagkerfið taki við sér á ný á næsta ári

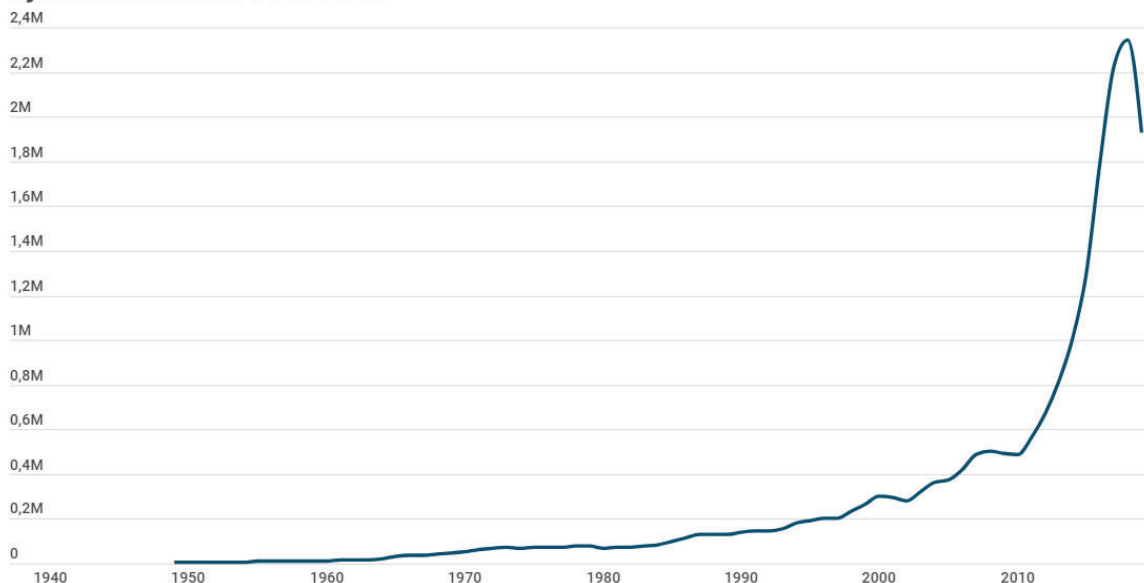
### Hagvöxtur og framlag undirliða 2010-2022

Breyting frá fyrra ári (%)



## Gert ráð fyrir 18% fækkun ferðamanna í ár í kjölfar áfalla í fluggeiranum

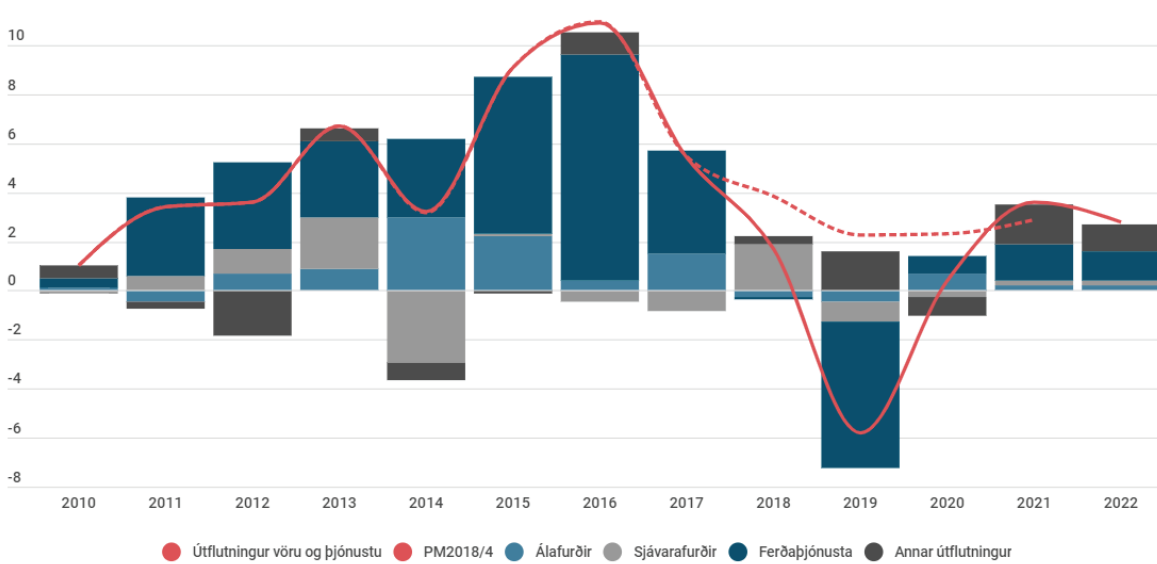
### Fjöldi ferðamanna 1949-2019



# Samdráttur í flestum útflutningsgreinum

## Útflutningur og framlag undirliða 2010-2022

Breyting frá fyrra ári (%)

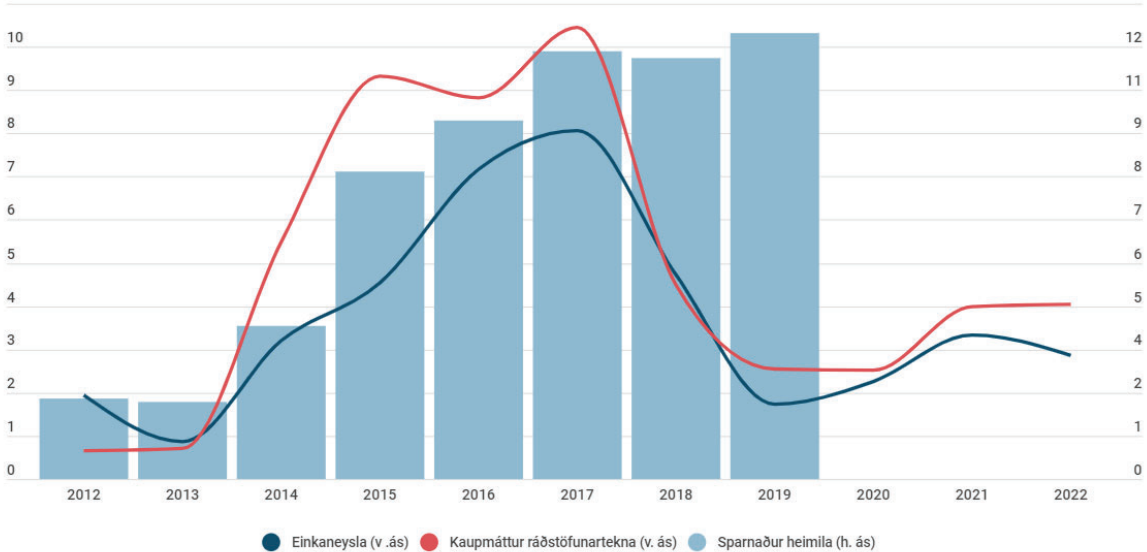


# Dregið hefur úr vexti einkaneyslu líkt og búist var við

## Einkaneysla og ráðstöfunartekjur 2012-2022

Breyting frá fyrra ári (%)

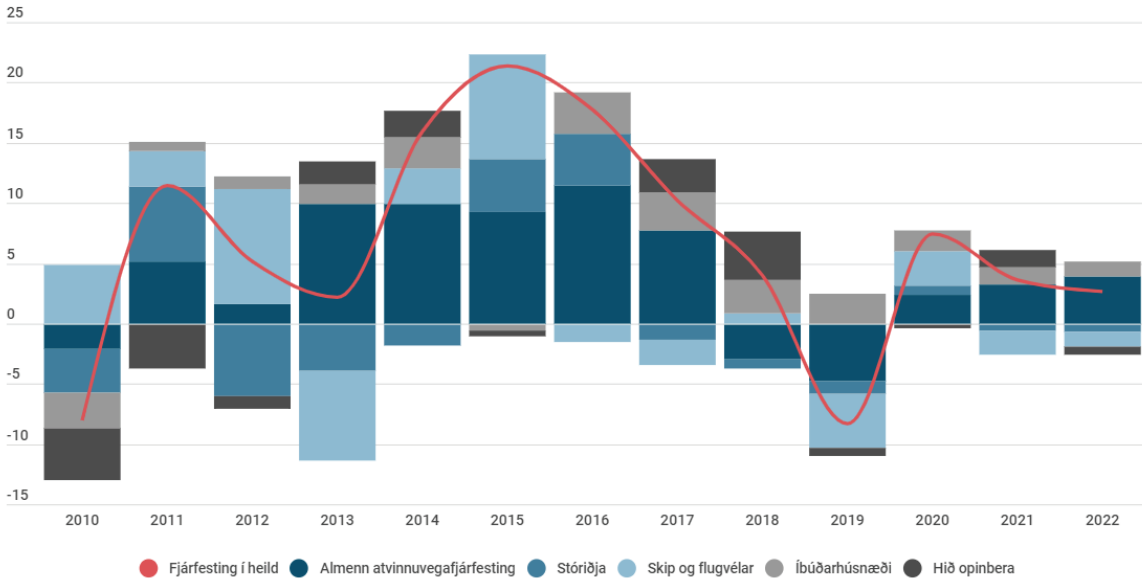
% af ráðstöfunartekjum



# Allir undirþættir atvinnuvegafjárfestingar dragast saman milli ára

## Fjármunamyndun og framlag undirliða 2010-2022

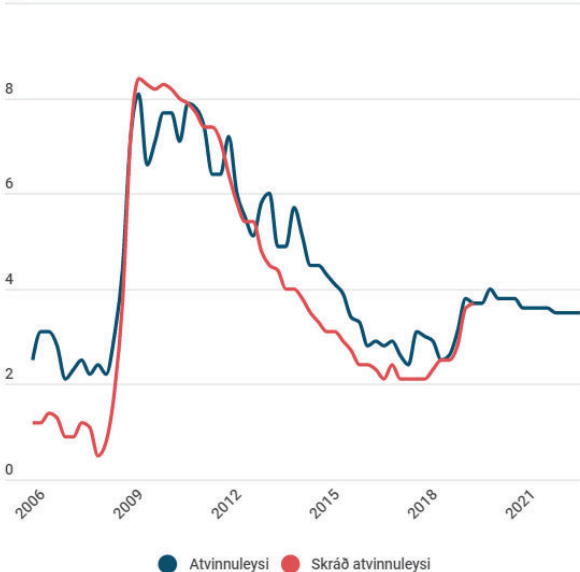
Breyting frá fyrra ári (%)



# Störfum hefur fækkað og atvinnuleysi aukist

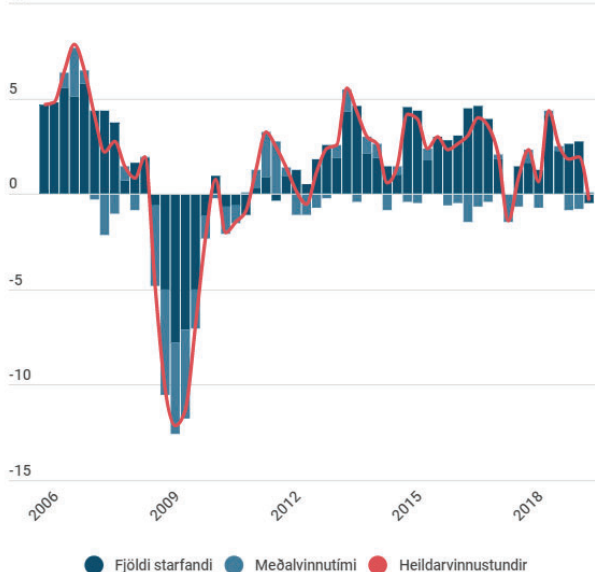
## Atvinnuleysi 2006-2022

% af vinnuafli



## Atvinna og vinnutími 2006-2019

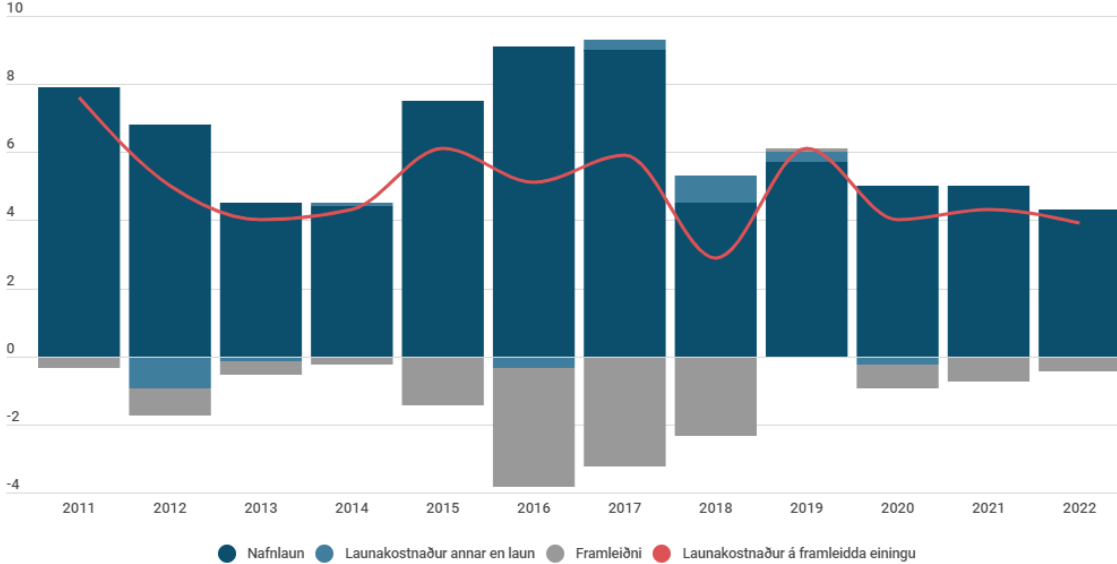
Breyting frá ári (%)



# Spáð er um 4% hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á ári næstu þrjú ár

## Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða 2011-2022

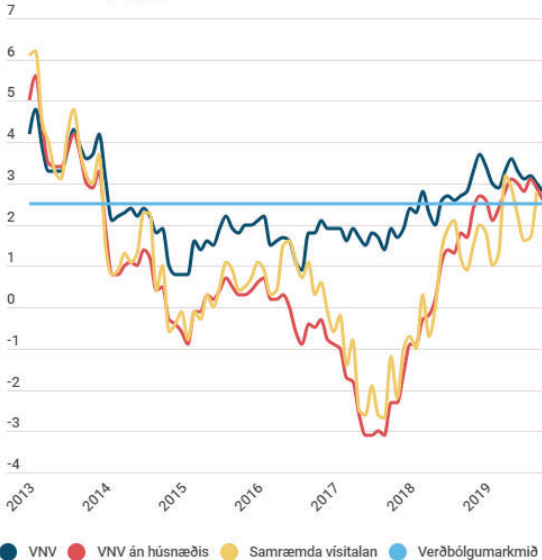
Breyting frá fyrra ári (%)



# Mæld verðbólga í markmið á fjórðungnum og innflutt verðbólga hefur hjaðnað á ný

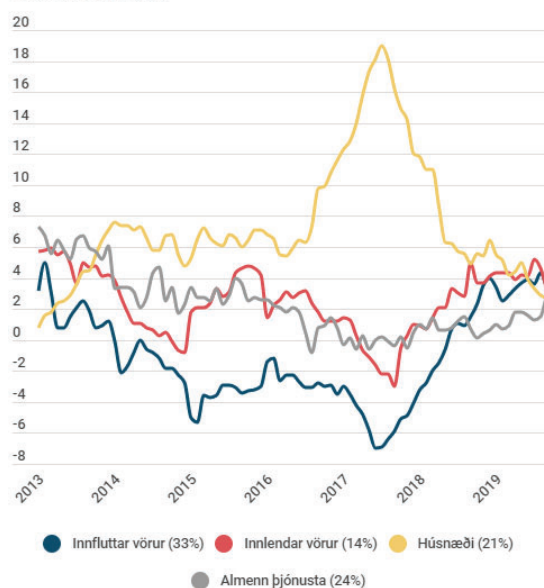
## Verðbólga á ýmsa mælikvarða

12 mánaða breyting (%)



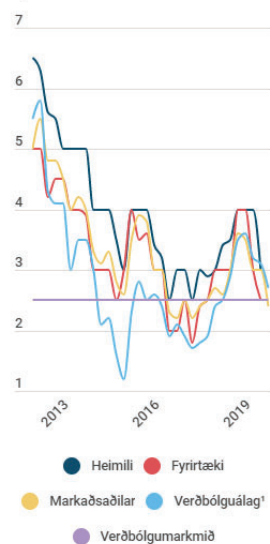
## Innflutt og innlend verðbólga

12 mánaða breyting (%)

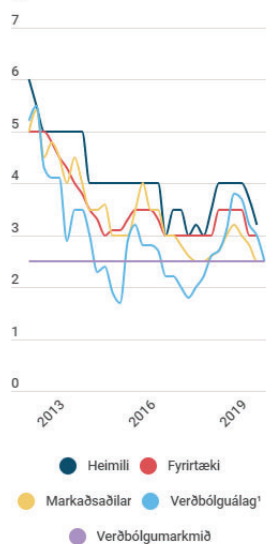


# Verðbólguvæntingar í markmið á flesta mælikvarða

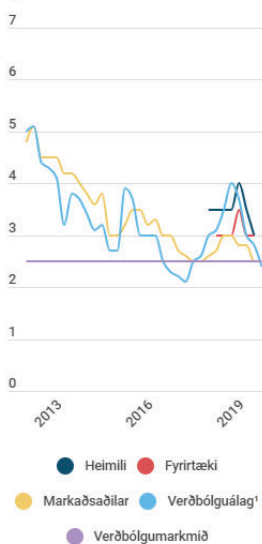
Verðbólguvæntingar til 1 árs



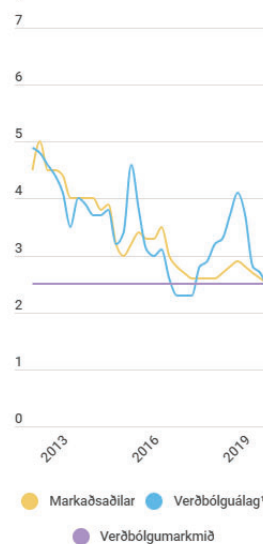
Verðbólguvæntingar til 2 ára



Verðbólguvæntingar til 5 ára



Verðbólguvæntingar til 10 ára

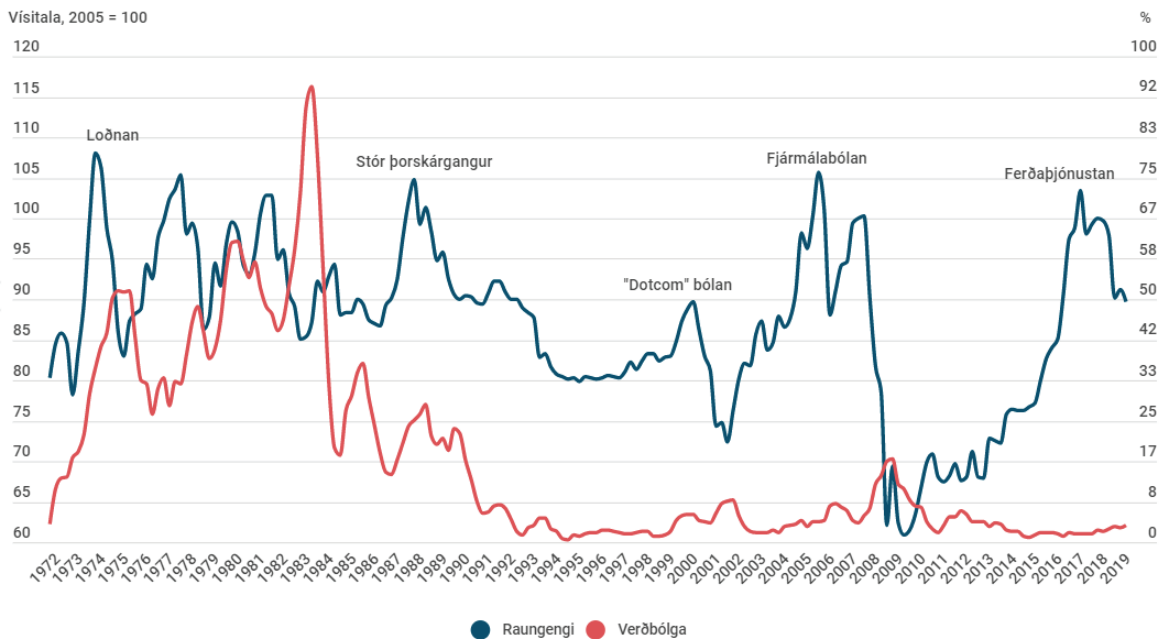


## Hvað hefur breyst?

# Niðursveifla án gengisfalls og verðbólgu?

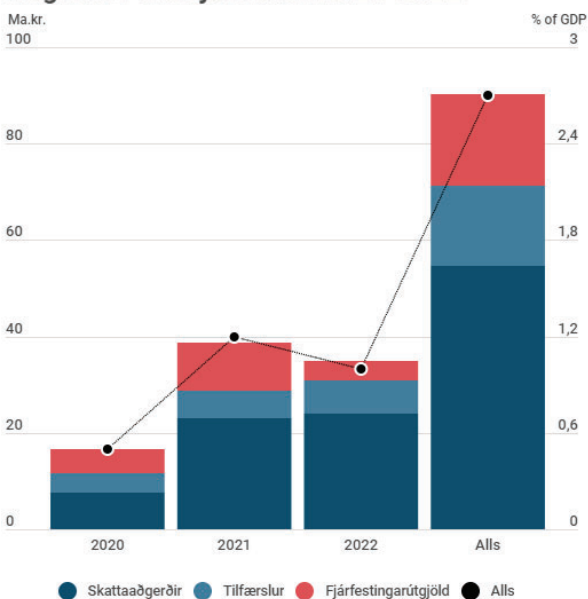
## Raugengi og verðbólga 1972-2019

Vísitala, 2005 = 100

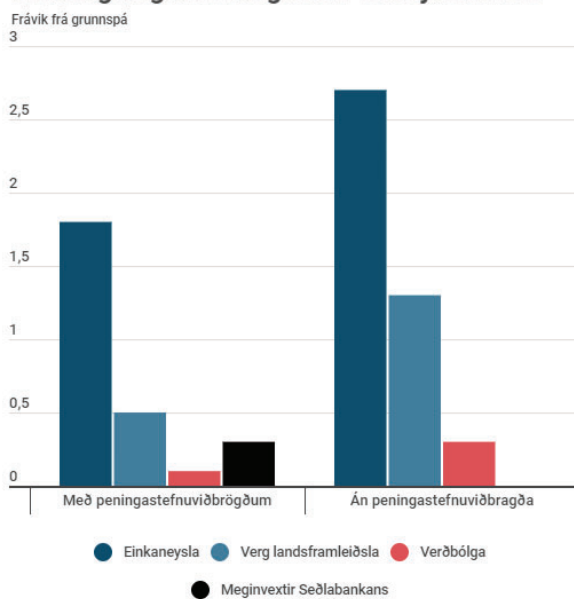


# Ríkisfjármálastefnan vegur á móti áföllum

## Aðgerðir í ríkisfjármálum 2020-2022

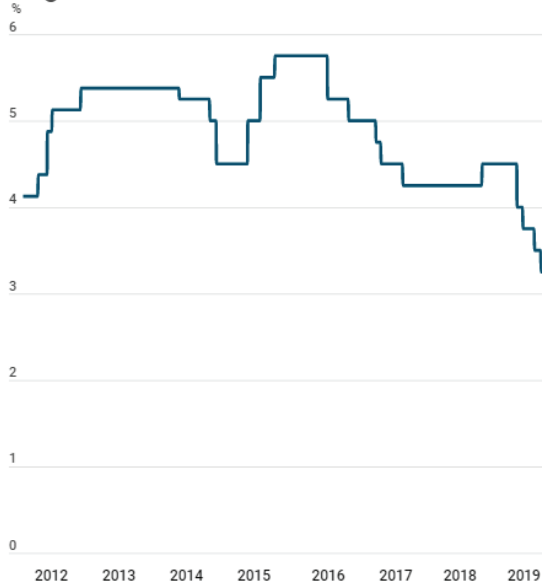


## Efnahagsleg áhrif aðgerða í ríkisfjármálum

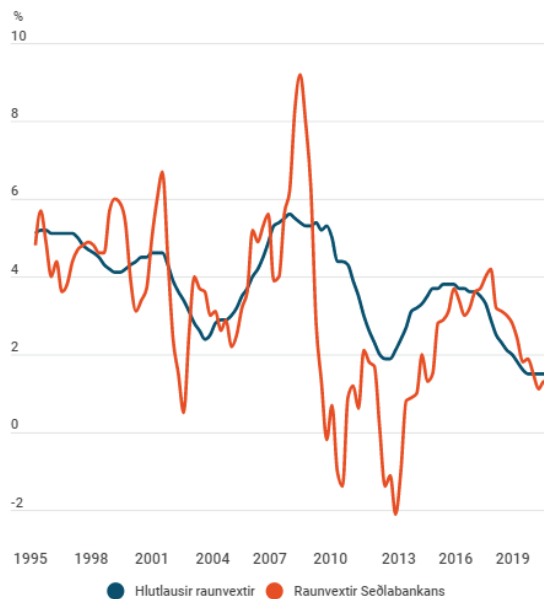


# Vextir bankans aldrei hafa aldrei verið lægri

Meginvextir Seðlabankans

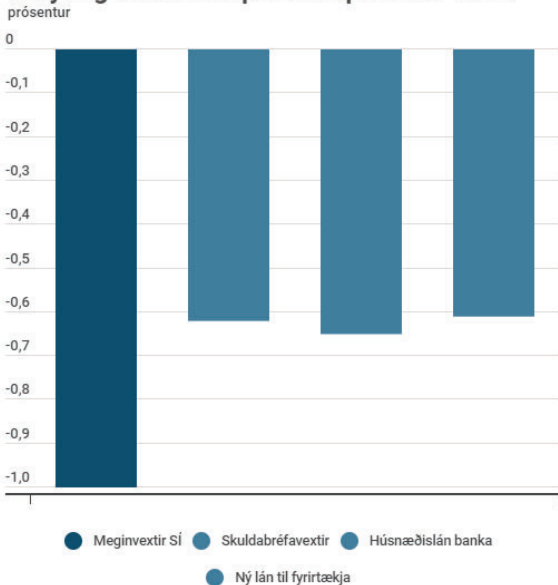


Hlutlausir raunvextir Seðlabanka Íslands

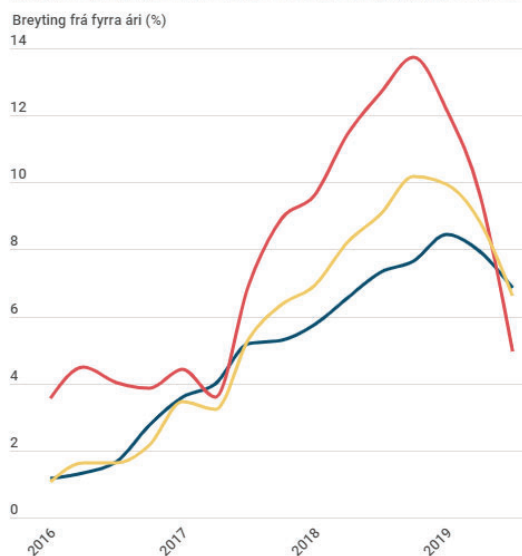


# Vaxtalækkarnir hafa stutt við eftirspurn en lánsaðgengi þrengist á sama tíma

Breyting vaxta frá apríl til september 2019



Útlán lánakerfisins til innlendra aðila 2016-2019

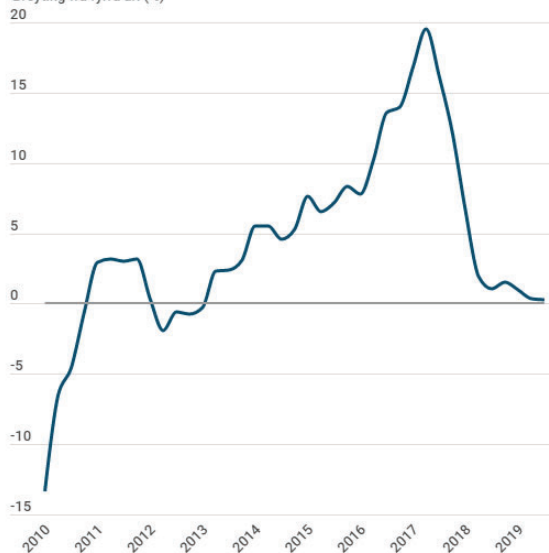




# Raunverð húsnæðis stendur nánast í stað milli ára en þróunin á næstunni er háð óvissu

## Raunhækkun íbúðaverðs

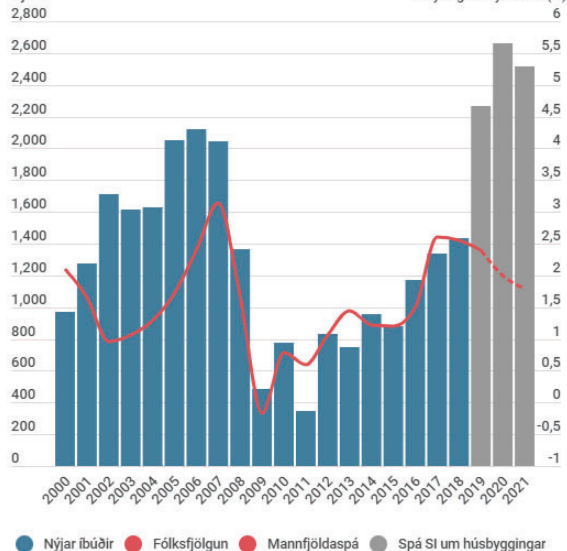
Breyting frá fyrra ári (%)



## Fjöldi nýbygginga og fólksfjölgun á höfuðborgarsvæðinu

Fjöldi

Breyting frá fyrra ári (%)

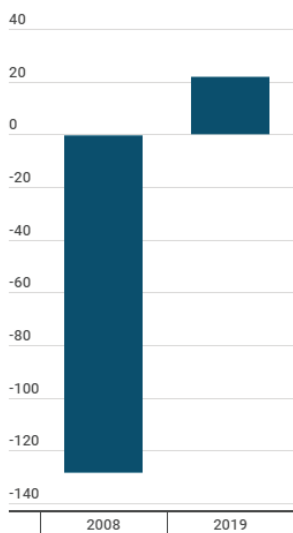


● Nýjar íbúðir ● Fólksfjölgun ● Mannfjöldaspá ● Spá SI um húsbyggingar

# Viðnámspróttur þjóðarbúsins allt annar en í aðdraganda síðustu niðursveiflu

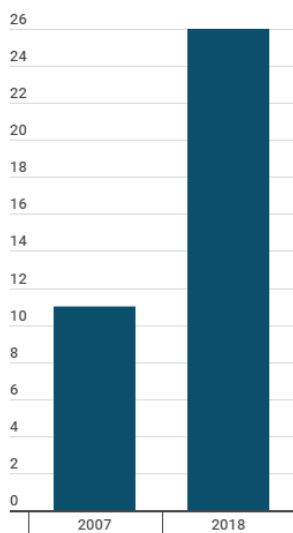
## Hrein erlend staða

% af VLF



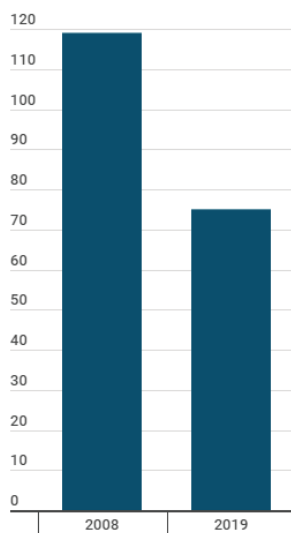
## Gjaldeyrisforði

% af VLF



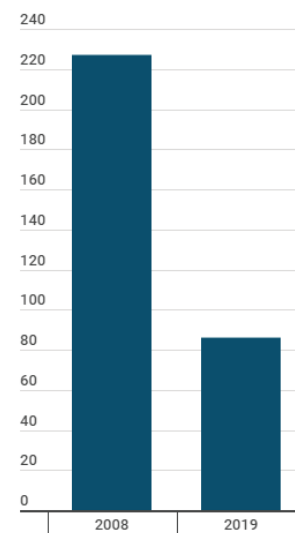
## Skuldir heimila

% af VLF



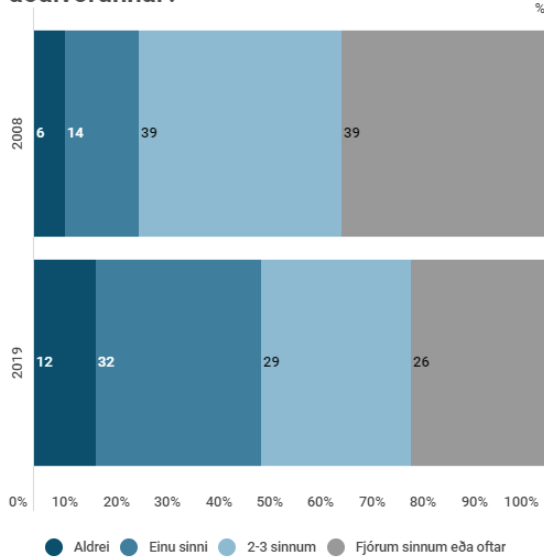
## Skuldir fyrirtækja

% af VLF

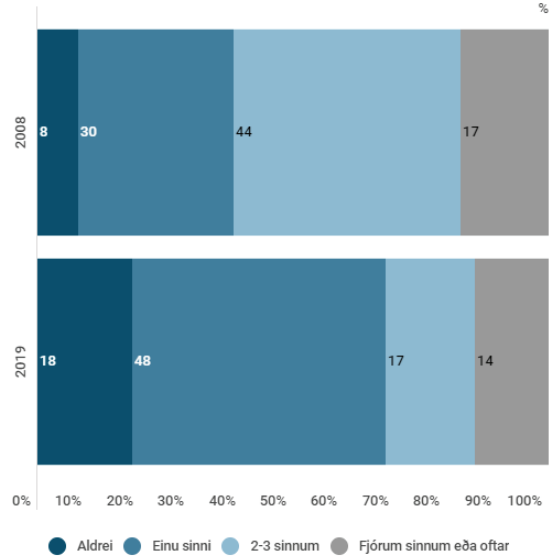


## Dregið hefur úr tíðni verðbreytinga fyrirtækja ...

Hversu oft á sl. 12 mánuðum athugaði fyrirtæki þitt hvort ástæða væri til þess að breyta verði aðalvörunnar?

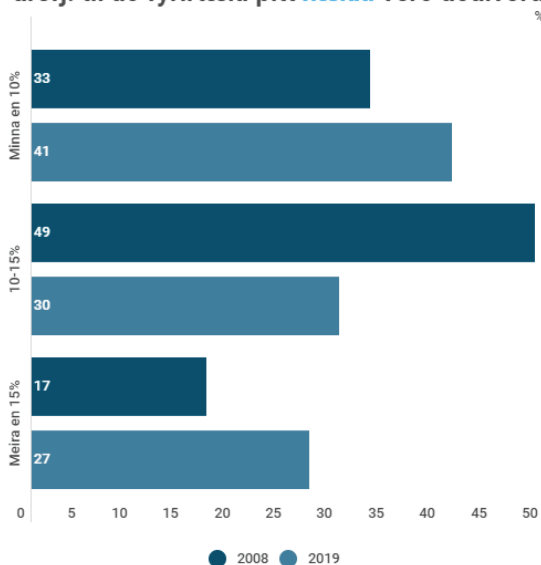


Hversu oft á sl. 12 mánuðum breytti fyrirtæki þitt verði aðalvörunnar?

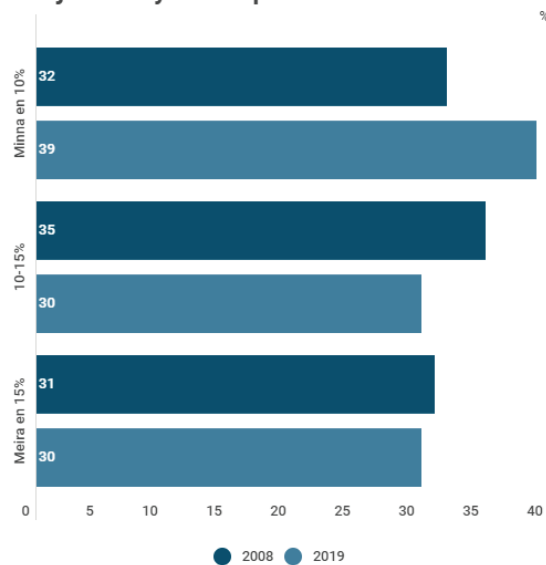


## ... og áhrif gengisbreytinga á verð virðast samhverfari

Hvað þarf gengi krónunnar að lækka mikið á einum ársfj. til að fyrirtæki þitt **hækki** verð aðalvörunnar?



Hvað þarf gengi krónunnar að hækka mikið á einum ársfj. til að fyrirtæki þitt **lækki** verð aðalvörunnar?



## Peningamál í hnotskurn



Alþjóðleg viðskiptadeila eykur á svart-sýni og dregur úr hagvexti



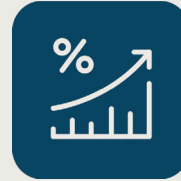
Samdráttur í fluggeiranum á stóran þátt í útflutnings-samdrætti



Hliðrun eftirspurnar í átt að innlendri framleiðslu



Störfum tekið að fækka og atvinnuleysi hefur aukist frá ársbyrjun



Vægur samdráttur í ár en hægfara bati frá næsta ári



Verðbólga í markmið í lok árs en þrálátari undirliggjandi verðbólga



Ritið í heild



Kynning aðalhogfræðings



Power Point myndir



Myndagögn



Tíst



Skýringarmyndband bankastjóra

# Hundrað ára hagstjórn

Hvað höfum við lært og hvernig munum við standa okkur betur?



Málþing um hagstjórn  
21. nóvember 2019  
Hagfræðistofnun Háskóla Íslands  
Seðlabanki Íslands

Ásgeir Jónsson  
seðlabankastjóri



## Tíu lærdómar úr íslenskri peningasögu Hundrað ára einsemd



## Lærdómur 1:

### Að fylgja leikreglum skiptir meira máli en hvaða leikur er valinn

- Röng peningastefna er ekki ástæða þess að Íslendingar hafa meira og minna búið við óstöðugleika og verðbólgu frá fullveldi
- Ástæðan er sú að leikreglum hefur ekki verið fylgt varðandi beitingu viðeigandi hagstjórnartækja og viðhalds almenns efnahagslegs stöðugleika
- Það hefur orðið til þess að hver peningastefna sem hefur verið í gildi hefur molnað í sundur og þjóðin búið við þrálátan óstöðugleika
- Ísland er ekki einsdæmi, sbr. gullfóturinn, Bretton Woods, evrusamstarfið
- Frávik frá leikreglum er þó meira á Íslandi en annarsstaðar. Þjóðin hefur ekki reynt að fylgja þeim reglum sem peningastefnan krefst af henni



## Lærdómur 2:

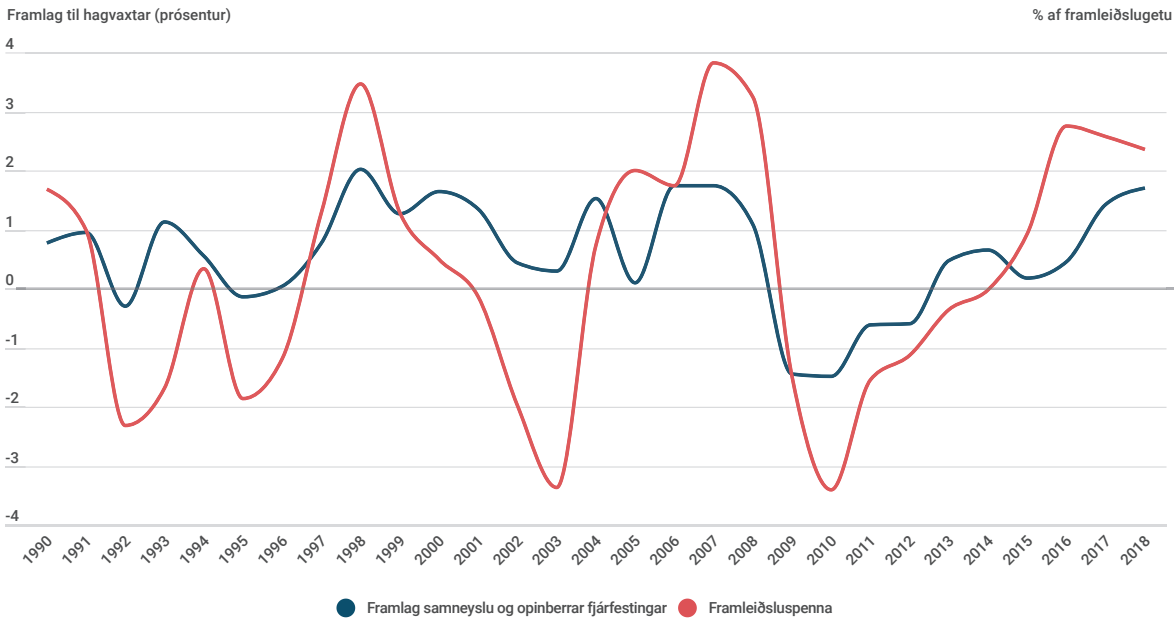
### Hagstjórnin þarf pólitískan stuðning

- Íslenskt flokkakerfi byggðist á stéttabaráttu - þar sem önnur pólitísk markmið hafa haft forgang yfir það verkefni að viðhalda efnahagslegum stöðugleika
- Seðlabanki landsins hafði ekki pólitískt umboð til beitingar stýrivaxta – fyrr en við byrjun 21. aldar
- Ríkisfjármálum hefur ekki verið beitt til þess að viðhalda stöðugleika
- Gengur gegn hagsmunum þjóðarinnar – hinn þjóðfélagslegi kostnaður birtist í:
  - Víðtækri haftasetningu á árunum 1931-1960
  - Óðaverðbólga á árunum 1971-1989
  - Kollsteypum árin 2001 og 2008
- Seðlabankinn hefur yfirleitt staðið nánast einn og óstuddur í baráttu sinni gegn verðbólgu. Ný lög um opinber fjármál hafa þó bætt úr skák



## Lærdómur 2: Hagstjórnin þarf pólitískan stuðning

### Hagsveifluaukandi áhrif samneyslu og opinberrar fjárfestingar til hagvaxtar 1990-2018



## Lærdómur 3: Stöðugleiki á vinnumarkaði er undirstaða verðstöðugleika

- Hér á landi hafa nafnlaun jafnan hækkað á mun meiri hraða en getur samrýmst eðlilegum vexti kaupmáttar
- Kaupmáttur stafar af framleiðni – hver vinnustund skilar auknu verðmæti - að baki framleiðninni eru t.a.m. tæknibreytingar, bætt menntun og góðar félagslegar undirstöður
- Þegar litið er til lengri tíma er hægt að búast við 1-2% framleiðniaukningu á ári og kaupmáttur hefur almennt vaxið í samræmi við það að meðaltali
- Nafnlaunahækkningar umfram þetta mark skila aðeins verðbólgu
- Í litlu og opnu hagkerfi er stór hluti neysluvara innfluttur. Hægt er að ná fram kaupmáttarstökkum ef þróun viðskiptakjara og útflutnings er mjög hagstæð – en slíkar aðstæður eru jafnan skammvinnar
- Launahækkningar umfram framleiðni hljóta að rýra samkeppnishæfni landsins og draga úr útflutningi en á sama tíma hvetja til innflutnings. Afleiðingin er viðskiptahalli sem verður að fjármagna með erlendum lántökum



## Lærdómur 3:

### Stöðugleiki á vinnumarkaði er undirstaða verðstöðugleika

Árið 1980 flutti Jónas Haralz, þá bankastjóri Landsbankans, erindi hjá Félagi viðskiptafræðinga og hagfræðinga um ástæður þess af hverju Ísland væri svona mikið verðbólgu­land:

- Sveiflur í sjávarútvegi sem reglulega kölluðu á gengisfellingar
- Deilum um skiptingu þjóðarkökunnar þar sem verðbólgan væri „eins konar gerðardómur í félagslegri togstreitu“
- Jónas vísaði þannig til þess að markmið kjarasamninga hefði löngum verið það að viðhalda launabili á milli stétta. Stéttirnar ósammála um hvað launabilið ætti að vera sem veldur „höfrungahlaupi“ þar sem skipst er á að berja fram „launaleiðréttingar“
- Afleiðing þessarar togstreitu birtist síðan með miklum nafnlaunahækkunum sem hagkerfið hlaut að létta sér með verðbólgu og lækkun raunlauna – oft eftir mikla lækkun gengisins
- Ef Jónas Haralz hefur rétt fyrr sér er það stéttaspenna sem er hin upprunalega orsök verðbólgunnar – eða að Íslendingar séu ekki sammála um hvert launabilið eigi að vera á milli hinna ýmsu þjóðfélagshópa

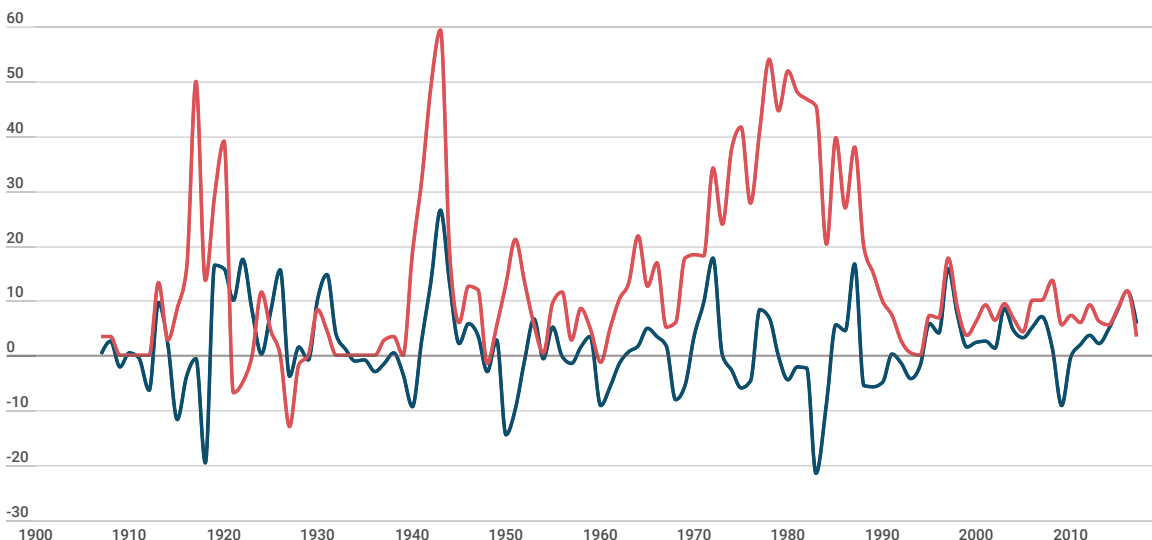


## Lærdómur 3:

### Stöðugleiki á vinnumarkaði er undirstaða verðstöðugleika

#### Þróun lágmarkstaxta og kaupmáttar 1907-2017

Breyting milli ára (%)



● Kaupmáttur lágmarkstaxta ● Lágmarkstaxti (nýkr.)



## Lærdómur 4:

### Íslendingar þrá stöðugt gengi en hafa ekki úthaldið sem þarf

- Landsmenn hafa yfirleitt tekið beinan eða óbeinan þátt í því fastgengissamstarfi sem hefur verið í boði á hverjum tíma í Vestur-Evrópu
- Gengishreyfingar hafa gríðarlega víðtæk áhrif á allt samfélagið en geta þjónað góðum þjóðhagslegum tilgangi ef þær eru í takti við gang hagsveiflunnar
- Sveigjanlegt gengi getur til dæmis mykt áhrif breytinga í útflutningstekjum á efnahagslífið – líkt og sú hækkun sem fylgdi vexti ferðaþjónustunnar og sú lækkun sem átti sér stað í fyrra
- Þjóðin hefur ekki getað staðið við þá efnahagsstefnu sem er nauðsynleg til þess að fastgengi haldi. Genginu hefur því gjarnan verið viðhaldið með höftum
- Allar uppsveiflur frá seinna stríði hafa endað með ofhitnun hagkerfisins og miklum kostnaðarhækkunum með tilheyrandi gengisfalli og verðbólgu
- Fastgengi er aðeins mögulegt með nýjum háttum við hagstjórn

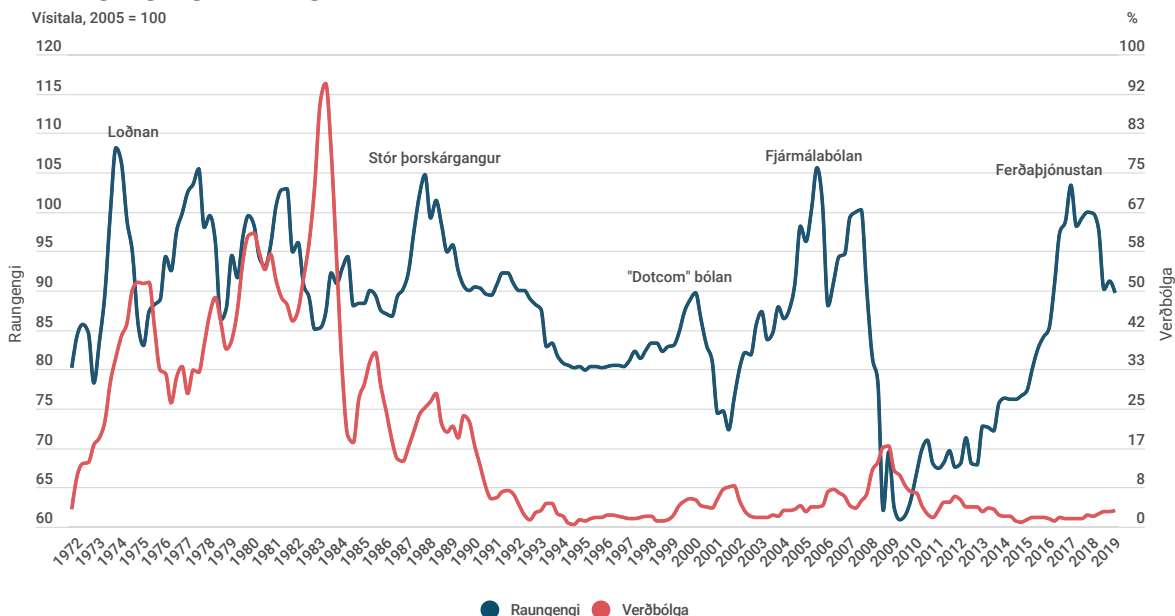


## Lærdómur 4:

### Íslendingar þrá stöðugt gengi en hafa ekki úthaldið sem þarf

#### Raugengi og verðbólga 1972-2019

Vísitala, 2005 = 100







## Lærdómur 5:

### Greiðslujöfnuður er öxull íslenskrar hagstjórnar

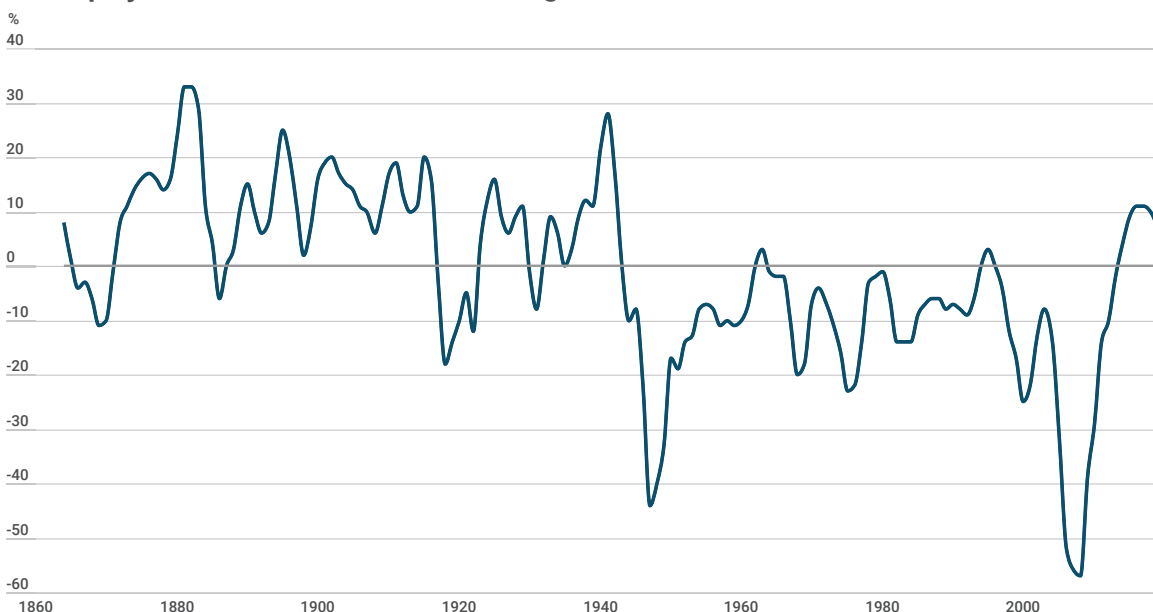
- Greiðslujöfnuður Íslands hefur verið mjög sveiflukenndur af tveimur sökum:
  - Einhæfar útflutningsgreinar
  - Vöxtur innlendrar eftirspurnar kemur fram í miklum innflutningi
- Niðurstaðan verður viðskiptahalli sem þarf að fjármagna með:
  - Erlendum lántökum
  - Eða sölu úr gjaldeyrisforðanum
  - Annars hlýtur gengi krónunnar að lækka
- Fjármagnsinnflutningur leiðir oft til þenslu, eignabólu og mikils viðskiptahalla Skapar töluverð vandamál fyrir íslenska peningastjórnun
- Seðlabankinn verður að hafa áhrif á þróun greiðslujafnaðar til þess að geta tryggt stöðugleika í verðlagi og efnahagslífi og framfylgd peningastefnu sinnar. Hann getur gert það með því að:
  - Beita innflæðishöftum
  - Beita gjaldeyrisforðanum
  - Beita þjóðhagsvarúðartækjum til þess að hafa hemil á skuldsetningu og útlánamyndun



## Lærdómur 5:

### Greiðslujöfnuður er öxull íslenskrar hagstjórnar

Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af útflutningi 1864-2019





## Lærdómur 6:

### Fjármálastöðugleiki hlýtur að vera annað markmið Seðlabankans

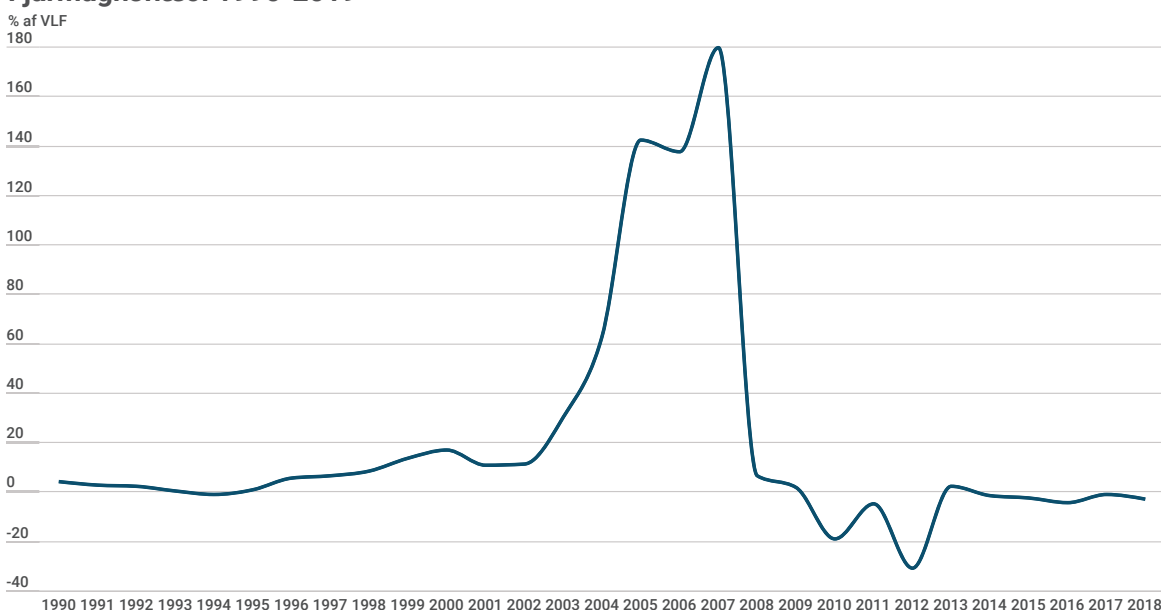
- Í aðdraganda fjármálakreppunnar stóð peningastefnan frammi fyrir óviðráðanlegu verkefni:
  - Mikill vaxtamunur við útlönd,
  - 20-30% viðskiptahalli sem var fjármagnaður með erlendum lántökum
  - Vaxtamunarviðskipti erlendra aðila
- Tilraunir til að ná fram lögboðnu markmiði um verðstöðugleika með stýrivextina eina að vopni urðu til þess að grafa undan fjármálastöðugleika
- Kostnaðurinn vegna fallsins varð mun meiri en ella vegna þess mikla ójafnvægis sem hafði skapast í greiðslujöfnuði árin á undan
- Gjaldeyrisáhætta reis upp fyrir öll mörk
- Eftirköstin fólust annars vegar í gríðarlegum skuldavandræðum heimila og fyrirtækja vegna gengisbundinna lána og því erfiði að losa „snjóhengjuna“ eða 650 milljarða króna eftirstöðvar vaxtamunarviðskiptanna



## Lærdómur 6:

### Fjármálastöðugleiki hlýtur að vera annað markmið Seðlabankans

#### Fjármagnsflæði 1990-2019





## Lærdómur 7:

### Þjóðhagsvarúð er grundvöllur peningastefnu til framtíðar

- Sagt er að kreppan mikla hafi orðið til þess að þjóðhagfræði varð að sérstakri grein innan hagfræðinnar
- Sömuleiðis varð fjármálakreppan til þess að þjóðhagsvarúð varð sérstök grein innan hagfræðinnar
- Þjóðhagsvarúð miðar að því að viðhalda fjármálastöðugleika sem er erfitt að mæla með meginlegum leiðum ólíkt verðstöðugleika
- Eitt vandamál frjálsra fjármagnsflutninga felst í því þegar mikið innflæði fjármagns veldur útlána- og eignabólu – sem síðan kemur efnahagslífinu í uppnám
- Beiting þjóðhagsvarúðar getur skarast á við hefðbundna peningastefnu eða skerpt bit hennar með því að hafa hemil á þróun útlána fjármálastofnana. Beiting þjóðhagsvarúðar er sá vettvangur sem býður upp á mesta möguleika til þess að bæta íslenska peningamálastjórn



## Lærdómur 7:

### Þjóðhagsvarúð er grundvöllur peningastefnu til framtíðar

#### Útlán lánakerfisins 2002-2019

Breyting frá fyrra ári (%)





## Lærdómur 8: Höft rýra velferð

- Hin þrálátu vandamál í greiðslujöfnuði þrýstu ávallt lengra á háskabraut hafta og ríkisafskipta á árunum 1930-1960 - það var ekki fyrr en árið 1994 – við inngöngu í EES – að undið hafði verið ofan af þessu
- Setning hafta felur þó ekki endilega í sér raunverulega lokun fjármagnsviðskipta – þau halda áfram og samhengið á milli utanríkisviðskipta og fjármagnsjafnaðar er áfram hið sama - en höftin aftur á móti stjórnmalavæða fjármagnsviðskiptin
- Setning fjármagnshafta á nýjan leik árið 2008 var neyðarráðstöfun – og færa má rök fyrir því að hún hafi verið nauðsynleg í endurreisnarstarfinu - en leiði svo til ýmissa galla þegar frá líður
- Virkni peningastefnunnar byggir að einhverju leyti á því að tryggja ákveðna stjórn á fjármagnsjöfnuðinum - hægt að takmarka frjálst fjármagnsflæði með þjóðhagsvarúðarreglum
- Hins vegar felst gríðarlegur ábati í alþjóðlegri samþættingu íslensks fjármagnsmarkaðar - hún skilar lægri langtíma vöxtum og tryggir nauðsynlega áhættudreifingu



## Lærdómur 9: Árangur felst í því að forgangsraða markmiðum

- Skortur á forgangsröðun við þjóðhagslega markmiðasetningu – talið að hægt sé að ná fleiri markmiðum samtímis en mögulegt er
- Beiting hagstjórnartækja að eigin geðþótta leiddi til verðbólgu, atvinnuleysis og óstöðugleika. Röng nálgun eða misbeiting peningastefnunnar getur valdið miklum skaða í efnahagslífinu og peningastefnan getur ekki ein og óstudd tryggt stöðugleika í efnahagslífinu
- Það sem peningastefnan getur gert er að tryggja verðstöðugleika innan ákveðins ramma - framfylgd annarra markmiða veltur á öðrum þáttum í efnahagslífinu
- Fórnarskipti eru á milli markmiða til skemmri tíma – svo sem hvað varðar verðbólgu og atvinnuleysi. Þjóðir geta haft mismunandi viðhorf gagnvart verðbólgu og öðrum þáttum
- Eftir því sem segir í almannavalsfræðum eiga stjórnmalamenn við ákveðinn skuldbindingarvanda að etja þegar kemur að stórum, erfiðum og mögulega óvinsælum ákvörðunum



## Lærdómur 10:

### Verðbólguþolmið ætti að ganga upp á Íslandi

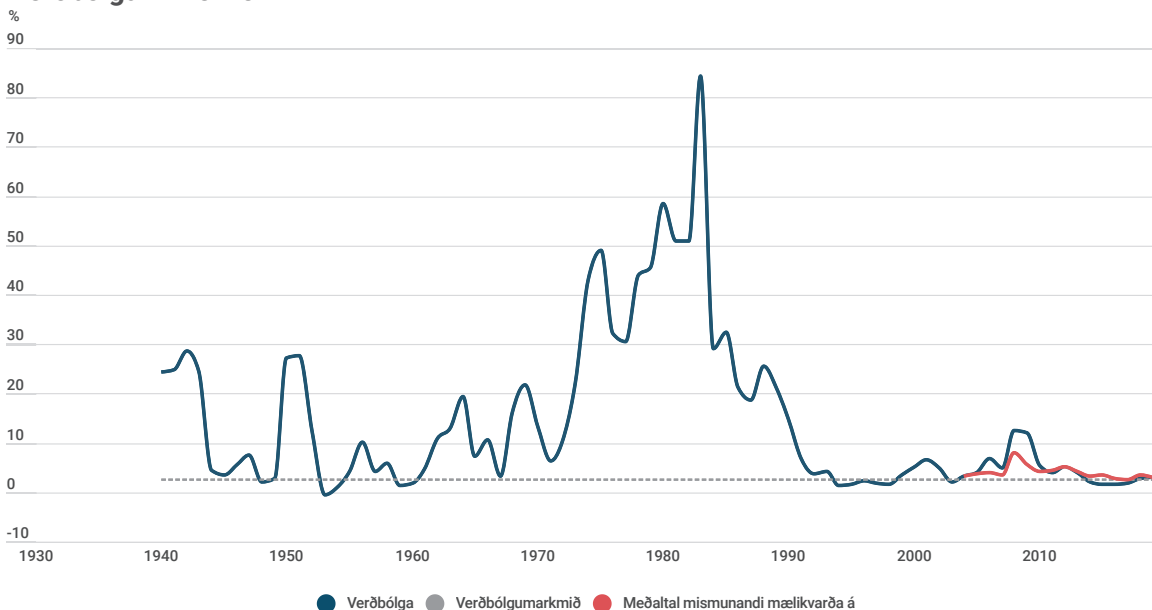
- Ísland býr við mörg sérkenni sem ljóst er að gera peningamálastjórnun erfiða, sögu og landfræðileg sérkenni sem verður ekki breytt en þau eru ekki meginvandamálið
- Vandamálin eru stofnanaleg, pólitísk og jafnvel samfélagsleg: ákvarðanatöku í ríkisfjármálum, framkvæmd kjarasamninga og almenn þjóðfélagsátt - á öðrum Norðurlöndum hefur heppnast að fara eftir leikreglunum
- Leikreglur verðbólguþolmiðs ættu að henta lýðræðisfyrirkomulagi vel – þau gera kröfur um gagnsæi og opinbera ábyrgð og ekki verður séð hvers vegna það ætti ekki að geta gengið upp héraðs – ef það næst sátt
- Stofnanaumbætur á framkvæmd peningastefnunnar fram til þessa hafa sannanlega skilað árangri: ljóst er að sú breyting að fela vaxtaákvarðanir sérstakri peningastefnunefnd hafi aukið trúverðugleika við stjórn peningamála
- Það er einnig efalaust að beiting þjóðhagsvarúðar með markvissum hætti á síðustu árum hefur orðið til þess að styrkja peningastefnuna í sessi. Sama á við um nýja lagaumgjörð í opinberum fjármálum sem að einhverju leyti hafa haldið aftur af aukningu ríkisútgjalda



## Lærdómur 10:

### Verðbólguþolmið ætti að ganga upp á Íslandi

Verðbólga 1940-2019



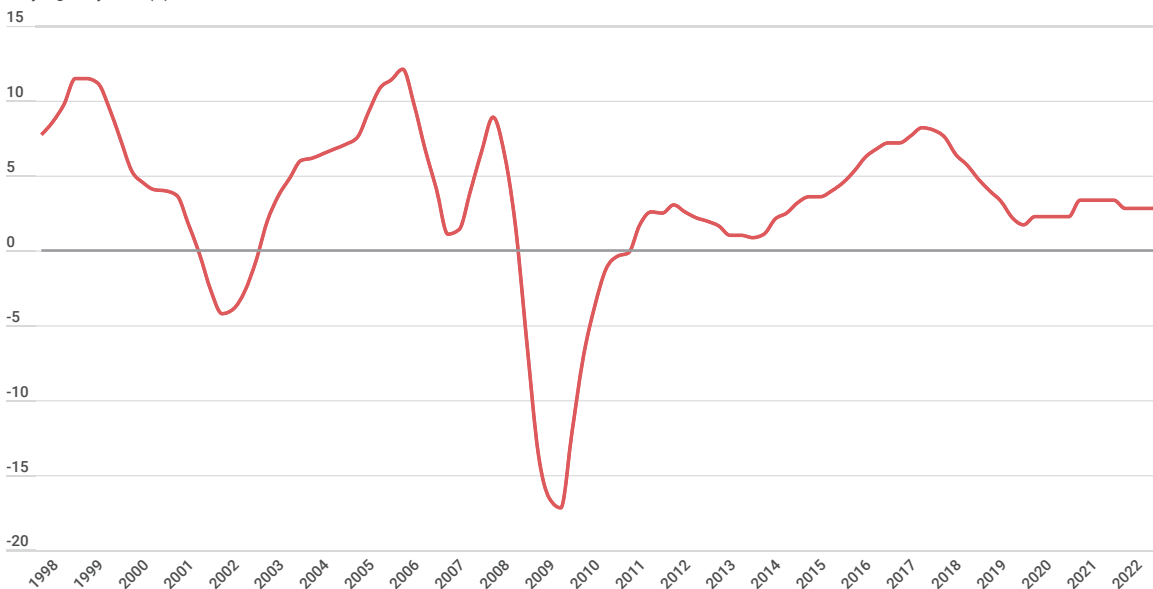
# Samkeppnishæfni nýja Íslands



## Fyrsta niðursveiflan þar sem ekki er búist við samdrætti í einkaneyslu

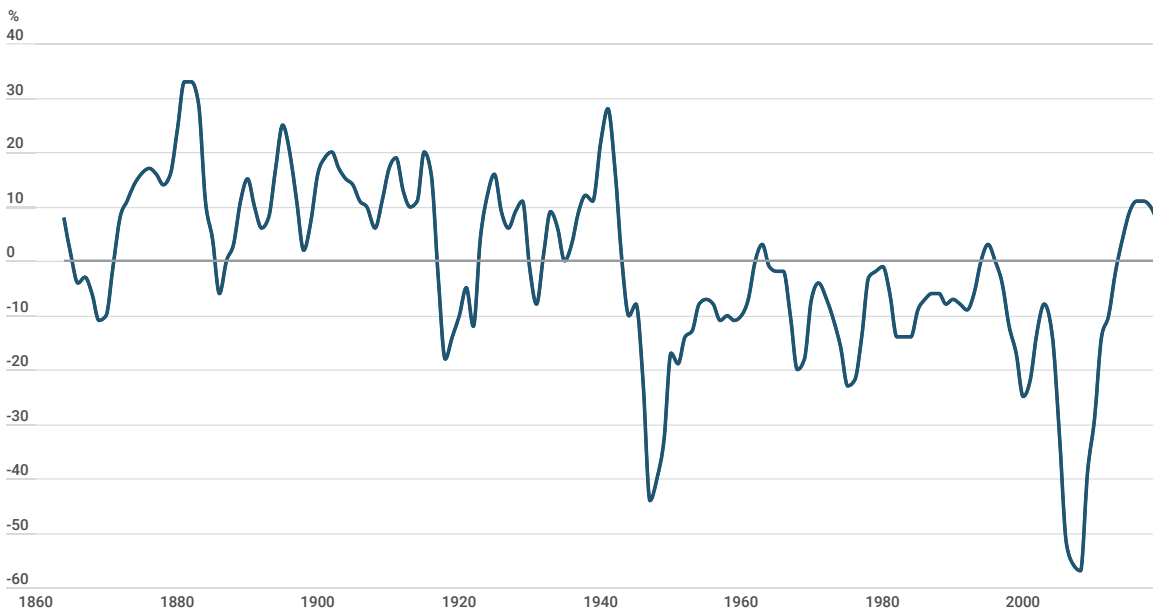
### Einkaneysla 1998-2022

Breyting frá fyrra ári (%)



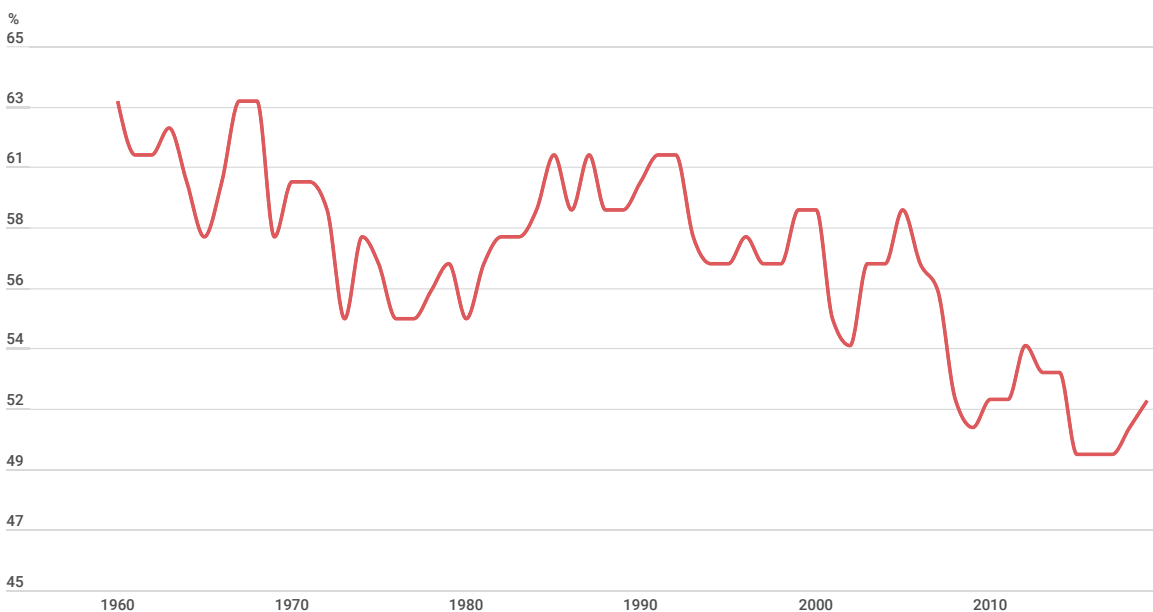
# Nýja Ísland er með varanlegan viðskiptaafgang ...

Viðskiptajöfnuður sem hlutfall af útflutningi 1864-2019



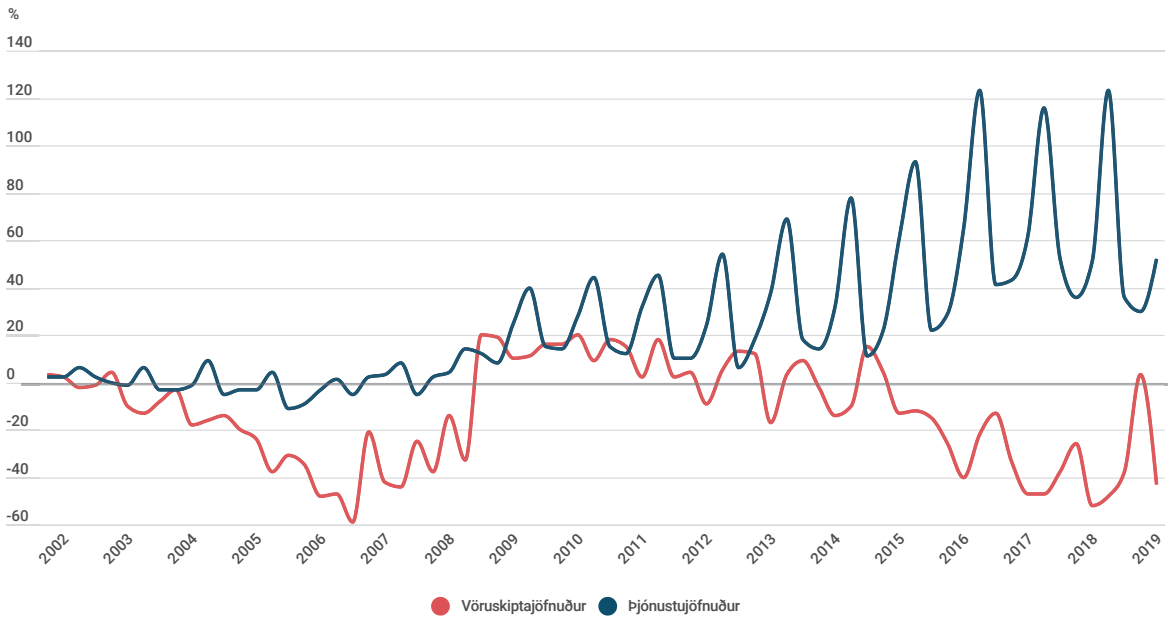
# ... vegna aukins sparnaðar ...

Hlutfall einkaneyslu af vergri landsframleiðslu 1960-2019



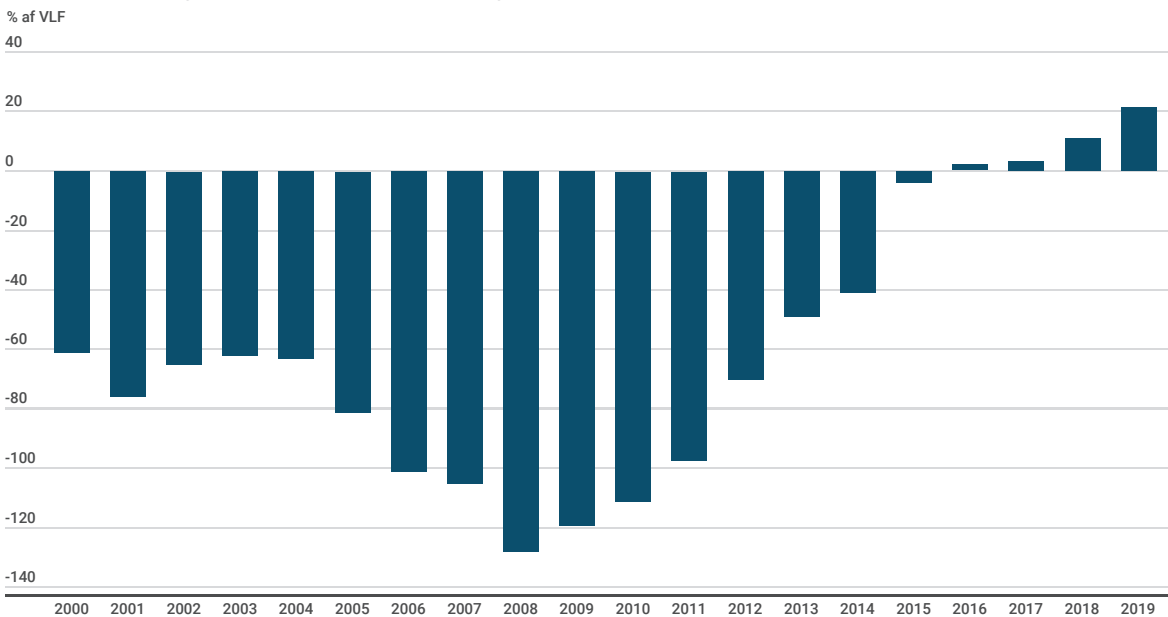
## ... og vaxtar í þjónustuviðskiptum ...

Vöruskipta- og þjónustujöfnuður 1. ársfj. 2002-2. ársfj. 2019



## ... sem endurspeglast í umskiptum á erlendri stöðu þjóðarbúsins

Erlend staða þjóðarbúsins 2000-2. ársfj. 2019





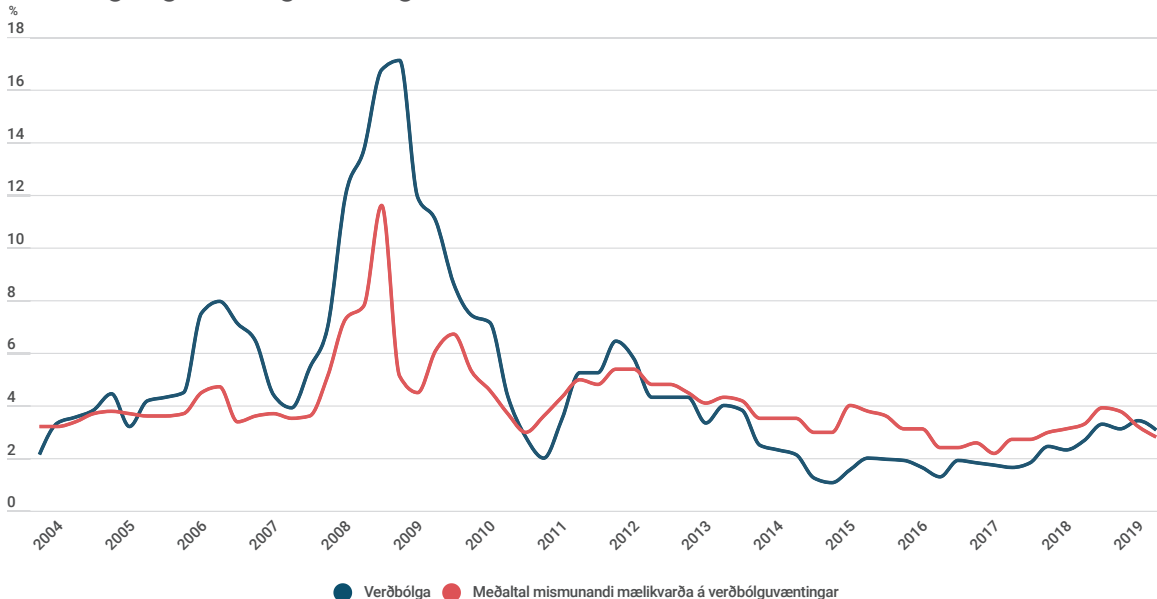
# Trúverðugleiki Seðlabankans



## Seðlabankinn hefur náð árangri við framfylgd verðbólguþröskulmáls undanfarin ár sem hefur leitt til lægri verðbólguvæntinga



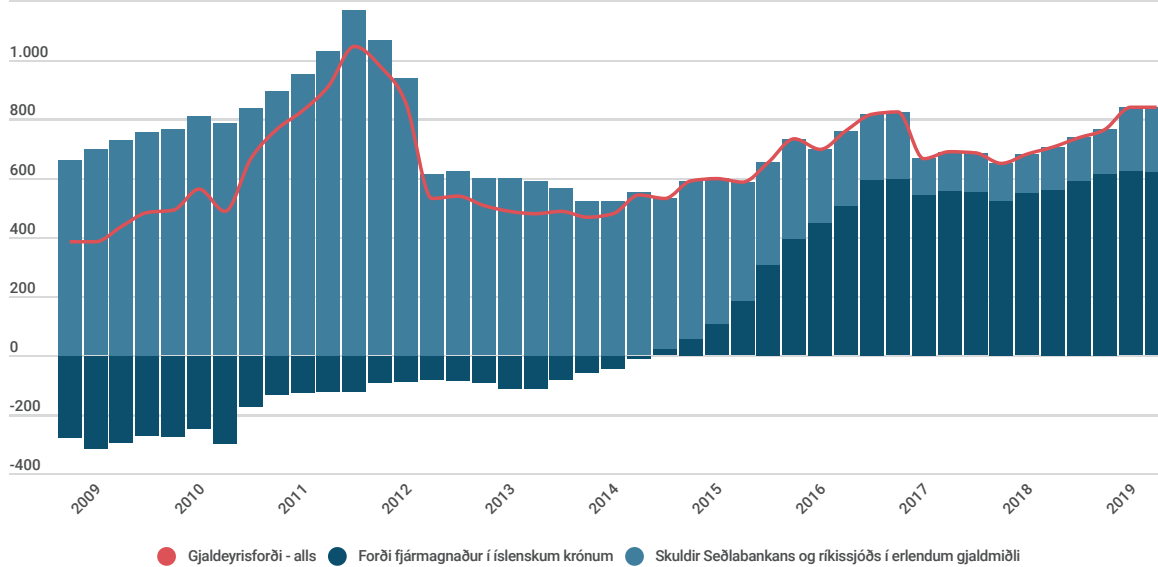
Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs 2004 - 2019



# Seðlabankinn býr yfir 800 milljarða gjaldeyrisforða sem eykur trúverðugleika

## Gjaldeyrisforði Seðlabankans 1. ársfj. 2009-3. ársfj. 2019

Ma. kr.  
1.200

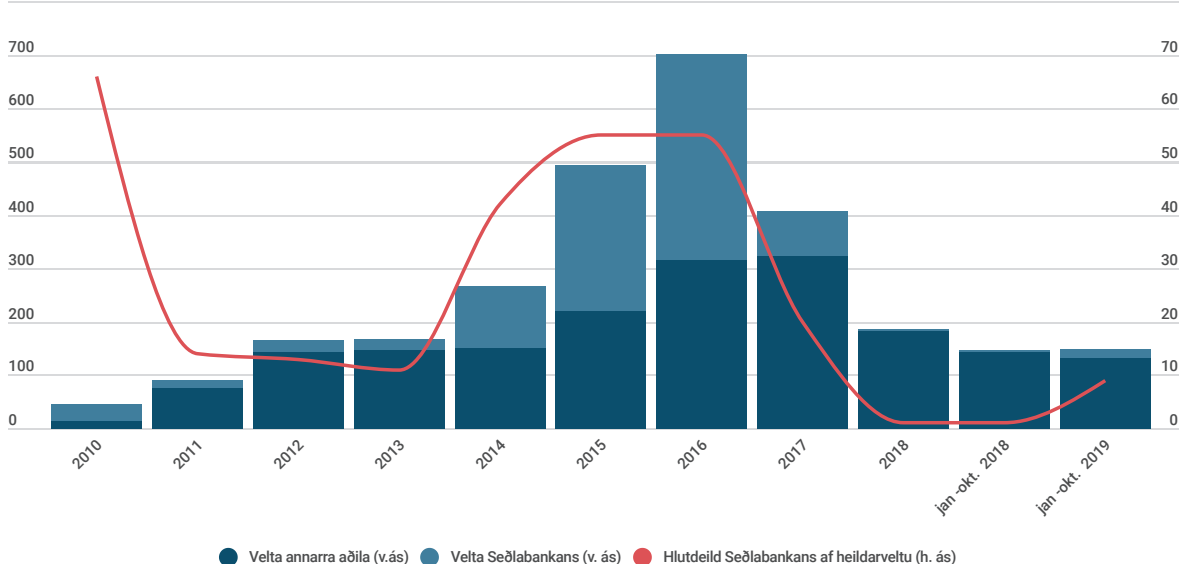


● Gjaldeyrisforði - alls ● Forði fjármagnaður í íslenskum krónum ● Skuldir Seðlabankans og ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðli

# Forðanum er beitt til að draga úr skammtímasveiflum en ekki til að hindra breytingar á gengi krónunnar af völdum undirliggjandi efnahagsþátta

## Velta á millibankamarkaði með gjaldeyri og hlutdeild Seðlabankans 2010-2019

Ma. kr.  
800



● Velta annarra aðila (v.ás) ● Velta Seðlabankans (v.ás) ● Hlutdeild Seðlabankans af heildarveltu (h.ás)

# Nýr Seðlabanki

Nýtt fyrirkomulag liður í bættum árangri til framtíðar?



## SEÐLABANKASTJÓRI



FUNDIR  
BANKASTJÓRA

### VARASEÐLABANKASTJÓRI

PENINGASTEFNUNEFND



MARKMIÐ:  
VERÐSTÖÐUGLEIKI

#### TÆKI:

- Vextir
- Viðskipti við lánastofnanir
- Bindiskylda
- Inngrip á gjaldeyrismarkaði

### VARASEÐLABANKASTJÓRI

FJÁRMÁLASTÖÐUGLEIKANEFND



MARKMIÐ:  
FJÁRMÁLASTÖÐUGLEIKI

#### TÆKI:

- Þjóðhagsvarúðartæki:
  - Eiginfjáraukar
  - Veðsetningarhlutfall
  - Takmörk á lán í erlendum gjaldmiðlum o.fl.

### VARASEÐLABANKASTJÓRI

FJÁRMÁLAEFTIRLITSNEFND



MARKMIÐ:  
TRAUST OG ÖRUGG  
FJÁRMÁLASTARFSEMI

#### TÆKI:

- Útgáfa reglna og tilmæla til eftirlitsskyldra aðila
- Starfsleyfi og hæfismöt
- Kærur, dagsektir, stjórnvaldssektir o.fl.



#### Fyrsta niðursveiflan í sögunni sem er án gengisfalls og kreppuverðbólgu

- Mögulegt að beita peningastefnunni til þess að skapa atvinnu án þess að ógna verðstöðugleika
- Mögulegt að takast á við niðursveiflu án þess að skerða kjör almennings með verðbólgu



#### Langtímabreytingar hafa lækkað vaxtastig hér á landi

- Tækifæri til þess að bæta lífskjör almennings með lægri vöxtum
- Tækifæri til þess að fjármagna innviðafjárfestingu með hagstæðum kjörum



#### Peningastefnan hefur sín takmörk – verðstöðugleiki setur okkur skorður

- Samkeppnishæfnin verður ekki endurnýjuð með gengislækkun líkt og áður
- Samkeppnishæfnin verður aðeins bætt með aukinni framleiðni



#### Gríðarlegar breytingar í farvatninu í fjármálakerfinu

- Mikilvægt að tryggja að peningastefnan virki – ný lán verði veitt til nýrra fjárfestinga
- Mikilvægt að huga vel að afleiðingum þessara kerfisbreytinga til langs tíma

# Nokkur atriði um banka



SFF-dagurinn  
28. nóvember 2019

Ásgeir Jónsson  
seðlabankastjóri

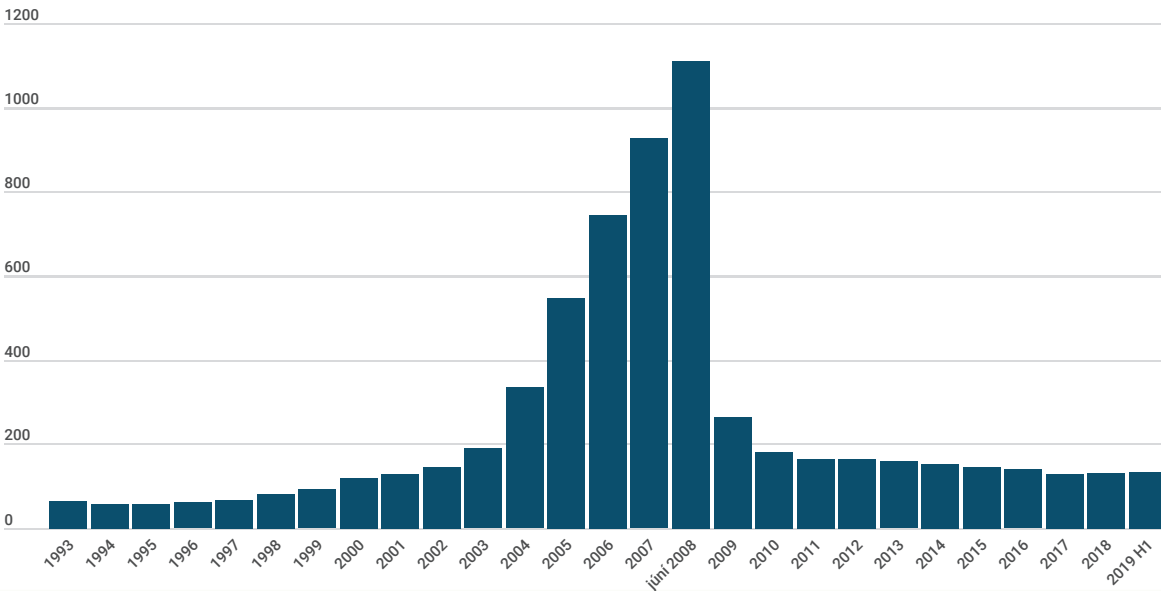


## Stærð og samsetning fjármálakerfisins Hvað þurfum við stórt bankakerfi?

## Íslenska bankakerfið hefur skroppið saman ...

Hlutfall heildareigna innlánsstofnana (móðurfélög) af landsframleiðslu 2002-2019

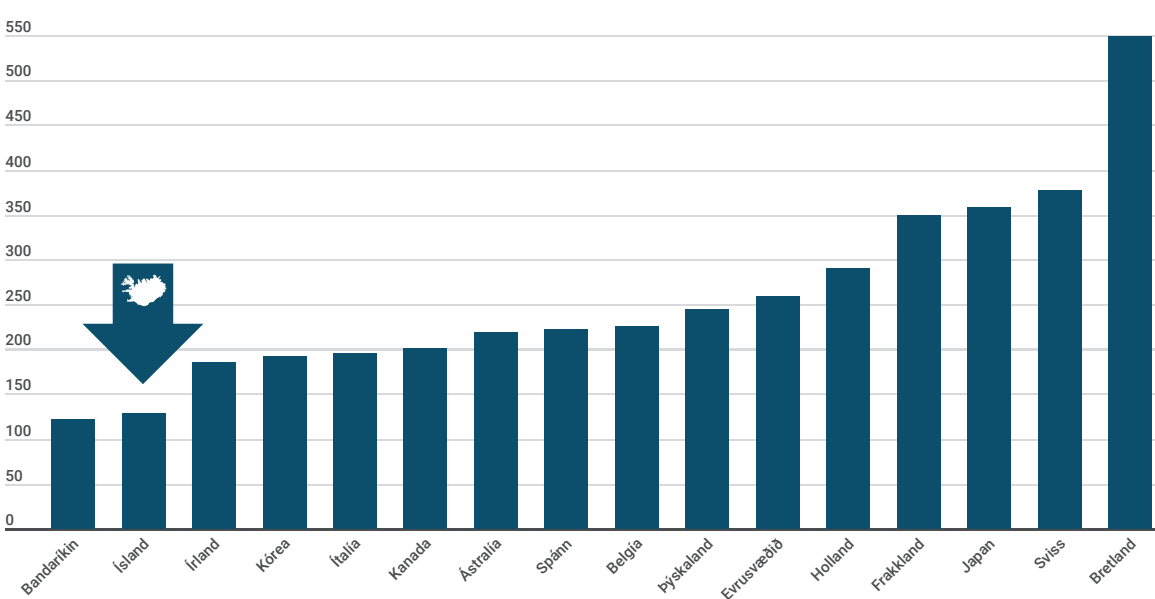
% af VLF



## ... og er lítið í alþjóðlegu samhengi

Heildareignir bankakerfisins í nokkrum iðnríkjum 2017

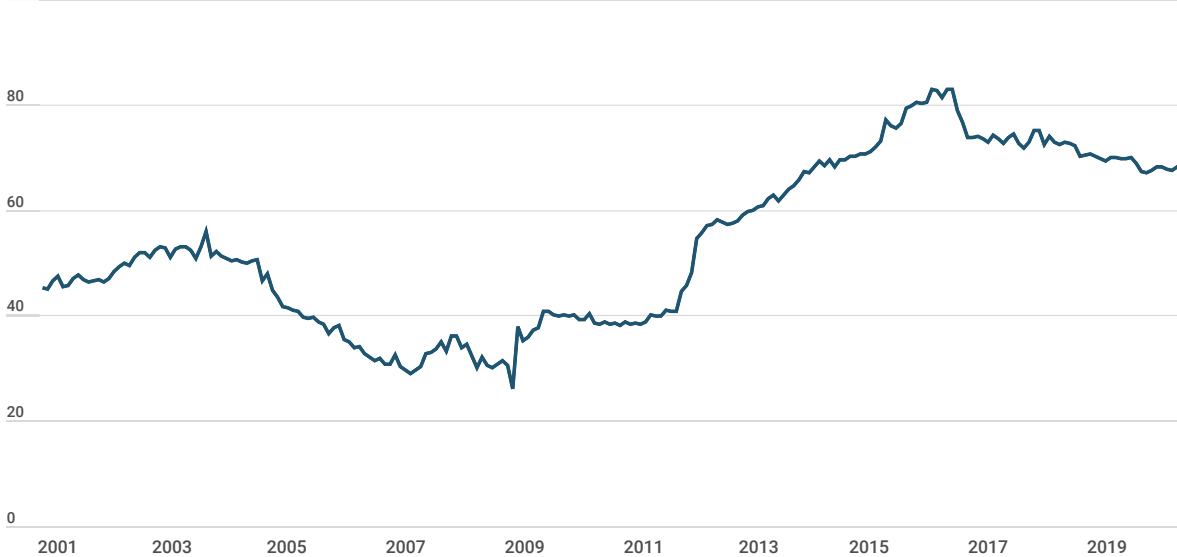
% af VLF



## Stærð bankanna markast af innlánnum ...

Peningamagn í umferð (M3) í hlutfalli af innlendum útlánnum innlánsstofnana 2001-2019

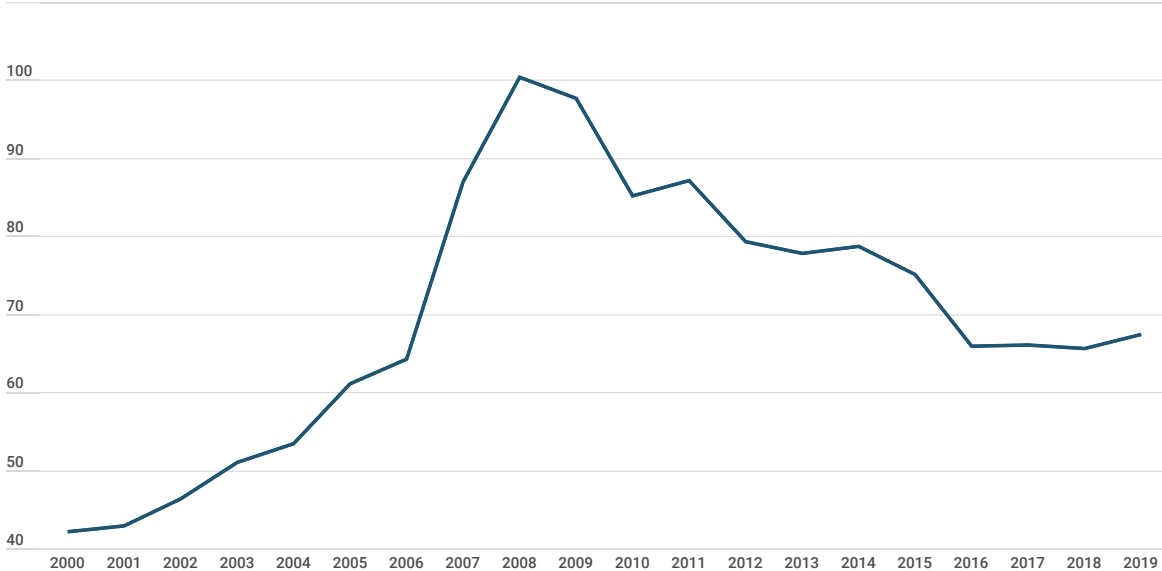
% af útlánnum  
100



## ... en peningamagn í umferð hefur dregist saman sem hlutfall af landsframleiðslu

Peningamagn í umferð 2000-2019

% af VLF  
110



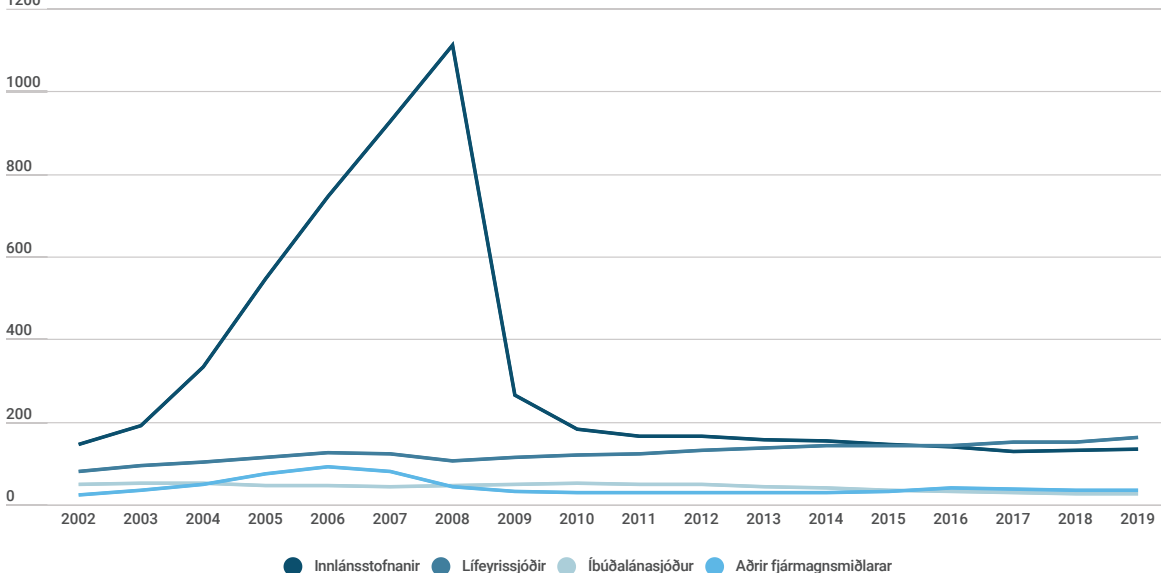
## Hið nýja íslenska bankakerfi markast af heildarinnlánum – eða peningamagni í umferð

- Peningamagn í umferð ræðst af mörgum þáttum:
  - Efnahagsreikningi Seðlabankans – s.s. gjaldeyriskaupum eða beinni peningaprentun
  - Lausafjárreglum og eiginfjárkröfum innlánsstofnana – sem hafa áhrif á peningamyndun
  - Viðskiptum í hagkerfinu – sem skapar þörf fyrir greiðslumiðil
  - Lausafjárþörf fjárfesta - aukið efnahagslegt öryggi minnkar eftirspurn eftir peningum
  - Vaxtastigi í landinu - sem hefur áhrif á veltuhraða
- Þegar til lengri tíma er litið ætti hlutfall peningamagns í umferð að vera stöðugt – og innlán vaxa á sama hraða og landsframleiðsla. Útlán innlánsstofnana ættu að vaxa á sama hraða
- Peningamagn sem hlutfall af landsframleiðslu hefur verið að dragast saman – það var í kringum 100% árið 2009 en er nú um 70%
- Íslenska bankakerfið er að skreppa saman – þar sem innlánaþjármögnun er ekki að vaxa í takt við hagvöxt

## Breytt samsetning: Lífeyrissjóðir eru nú orðnir umfangsmeiri í íslensku fjármálakerfi en bankarnir ...

Heildareignir innlánsstofnana, lífeyrissjóða og annarra fjármagnsmiðlara 2002-2019

% af VLF

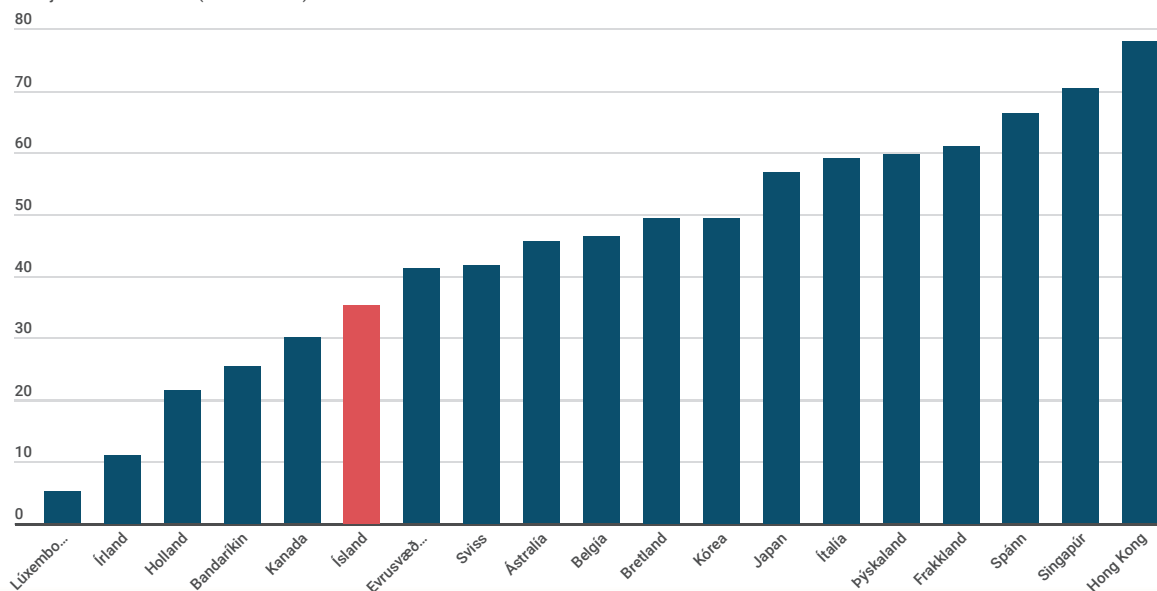




## ... og hlutfallslegt umfang bankanna lítið í alþjóðlegu samhengi ...

### Hlutfall banka af fjármálakerfinu í heild í nokkrum ríkjum 2017

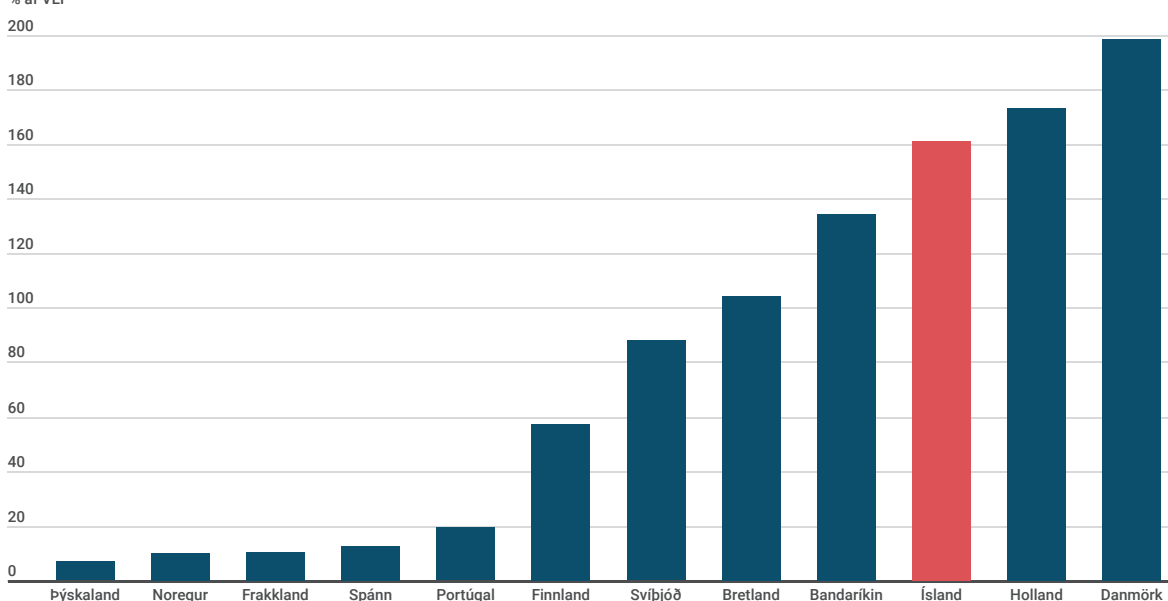
% af fjármálakerfinu í heild (án seðlabanka)



## ... á meðan lífeyrissjóðirnir vega þungt ...

### Hlutfall heildareigna lífeyrissjóðskerfa af landsframleiðslu í nokkrum ríkjum 2018

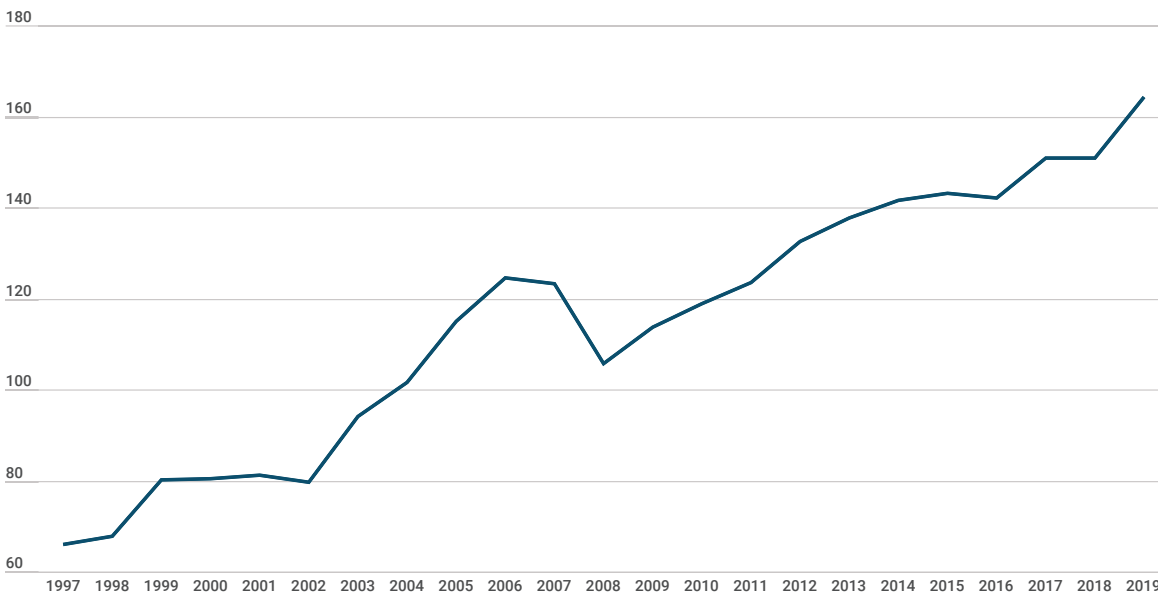
% af VLF



## ... og mikilvægi þeirra eykst stöðugt

### Hlutfall heildareigna lífeyrissjóða á Íslandi af landsframleiðslu

% af VLF



## Lífeyrissjóðirnir eru orðnir umfangsmestu aðilarnir í fjármálakerfinu

- Launafólk á Íslandi leggur 15,5-20% af tekjum til lífeyrissjóða
- Lífeyrisframlög eiga að ávaxtast á árum og áratugum – lífeyrissjóðir hafa því yfirburði í langtíma fjármögnun
- Lífeyrissjóðir gegna höfuðhlutverki við fjármögnun húsnæðislána hérlandis – spurningin snýst um hvort einhverjir milliliðir komi að verki eða hvort markaðir séu nýttir við milligönguna
- Uppsöfnun lífeyrissparnaðar hvetur til lægra seljanleikaálags (lægri halla á vaxtarófi) og lægri langtímaxta
- Bankar eru með mjög stutta skuldahlið sem er byggð á innlánnum – og tímaumbreytingu með því að lána út langt. Þeir geta ekki boðið sömu langtímaxesti og lífeyrissjóðir
- Þunginn í íslenska fjármagnskerfinu er að færast frá bönkum til lífeyrissjóða

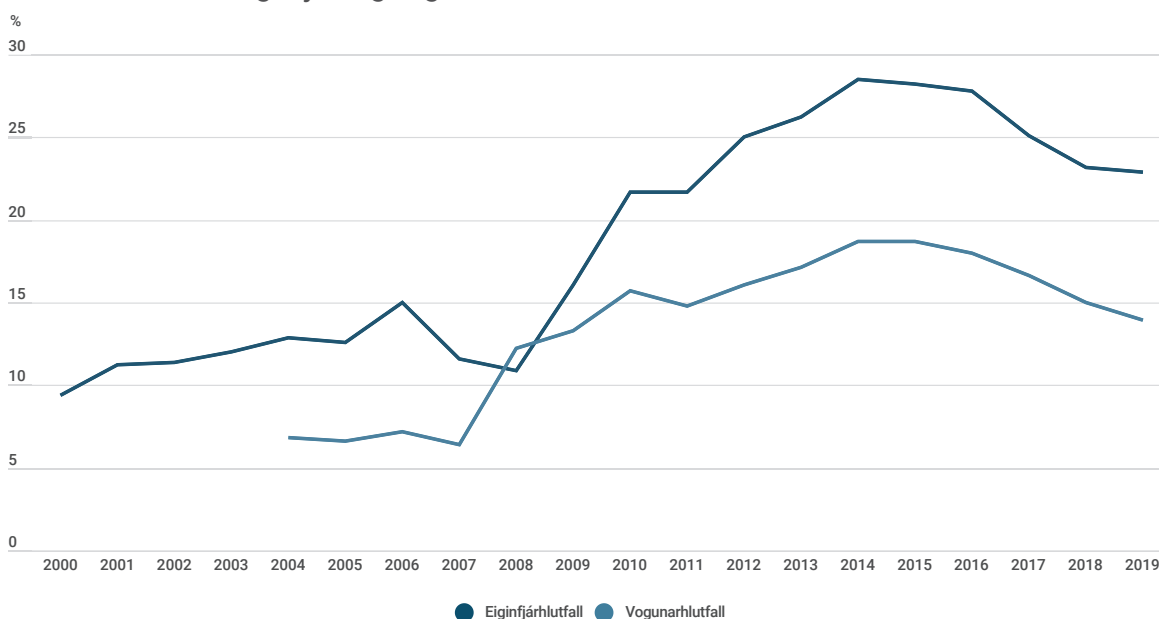
# Miðlun peningastefnunnar í breyttu kerfi



## Bankarnir hafa mjög sterka eiginfjárstöðu ...

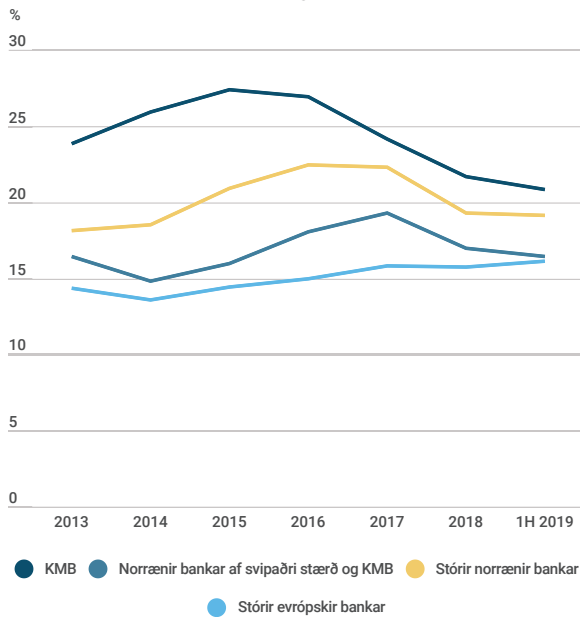


Innlánsstofnanir: eiginfjár- og vogunarhlutföll 2000-2019

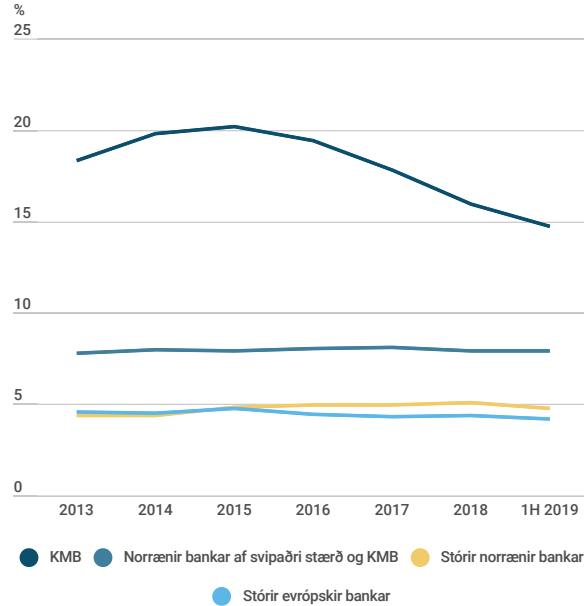


## ... og skuldsetning þeirra er minni en víða annars staðar

Innlánsstofnanir: eiginfjárlutföll



Innlánsstofnanir: vogunarlutföll

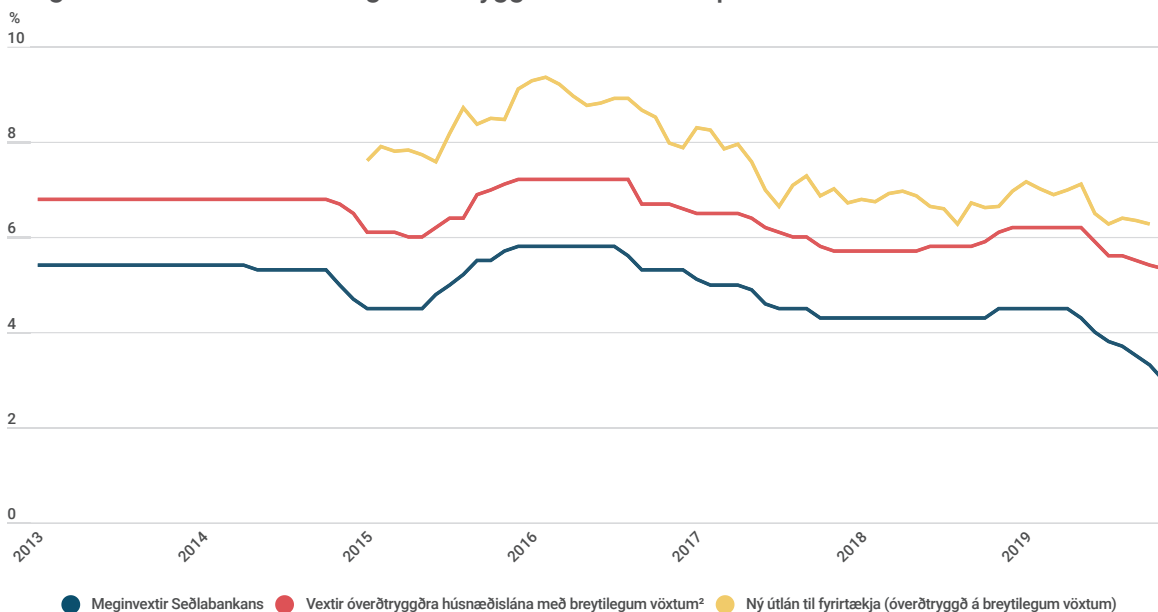


## Eiginfjárvæðing bankanna eru sveigjanlegar

- Eiginfjárvæðing á banka hafa áhrif á vaxtamun – og fórnarkostnað við útlán. Þær hafa einnig áhrif á áhættuprófíl – verðsetningu áhættu við útlán
- Fyrirséð að eiginfjárvæðing bankanna munu lækka um 0,6-1,25 prósentustig á næstu árum vegna innleiðingar á Evrópulöggjöf um afslátt vegna lítilla og meðalstórra fyrirtækja
- Einnig – er fyrirséð að sveiflujöfnunarauki verði lækkaður ef að kreppir í efnahagslífinu til að viðhalda útlánagetu bankakerfisins og styðja við miðlun peningastefnunnar
- Íslensku bankarnir beita allir staðalaðferð við útreikninga á eiginfjárbindingu en erlendir bankar sem þeir eru oft bornir saman við beita innrímats líkönum. M.a. vegna þessa eru vogunarlutföll íslensku bankanna mun hærri en erlendra

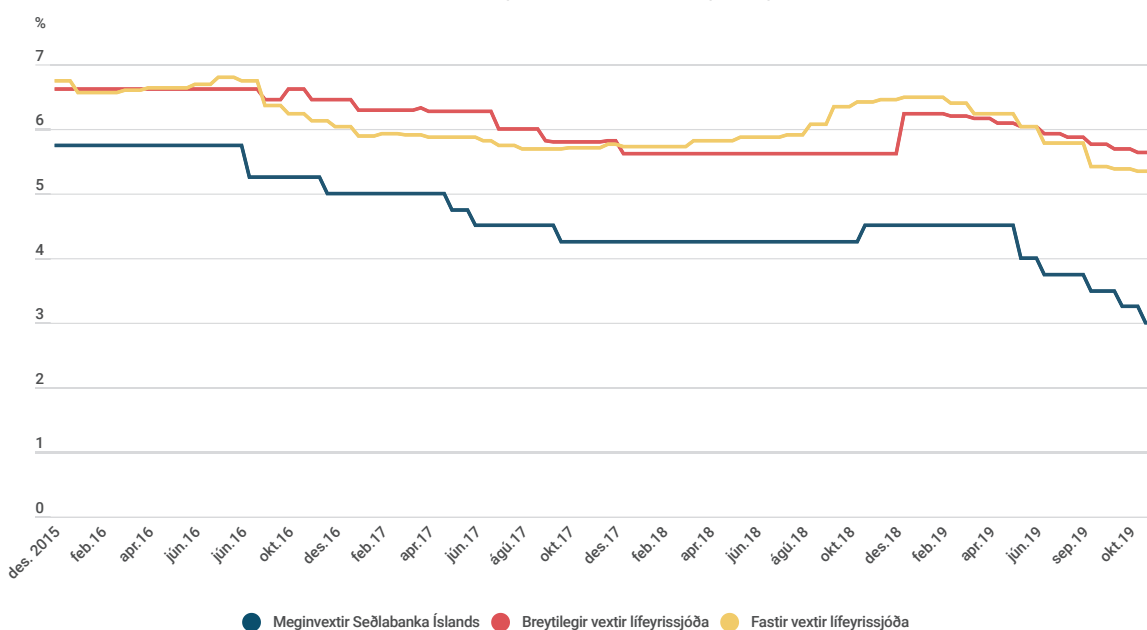
# Óverðtryggðir vextir viðskiptabanka hafa í meginatriðum þróast í takt við meginvexti Seðlabankans ...

Meginvextir Seðlabankans og óverðtryggðir vextir viðskiptabanka 2013-2019



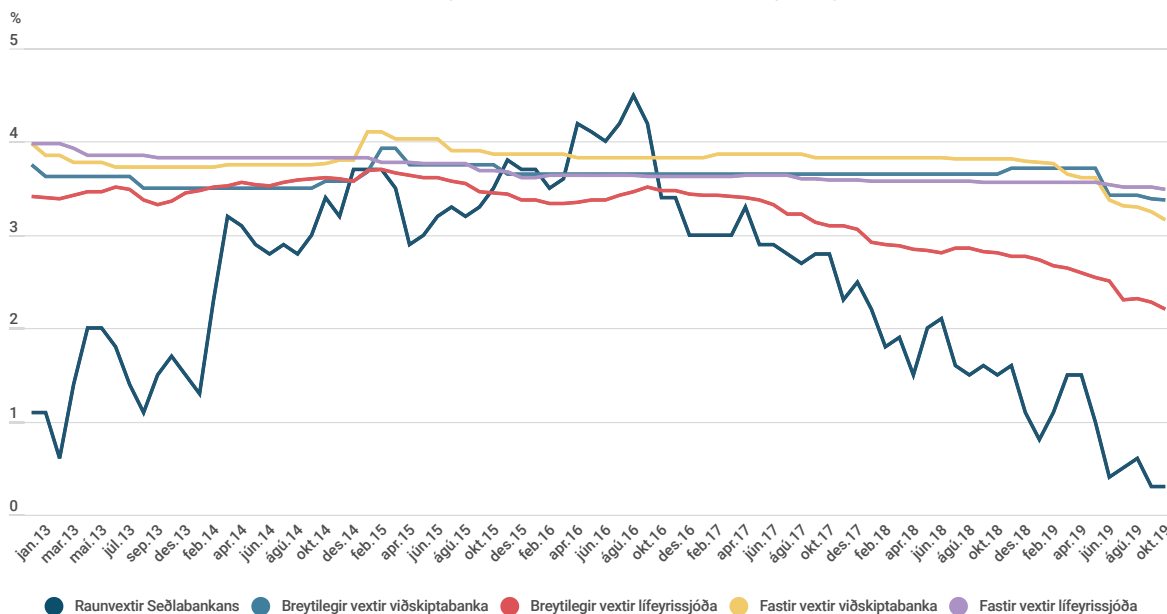
# ... og lífeyrissjóðir hafa einnig lækkað óverðtryggða vexti ...

Meginvextir Seðlabankans og óverðtryggðir vextir lífeyrissjóða 2015-2019



## ... en minni breytingar hafa orðið á verðtryggðum vöxtum eins og við er að búast

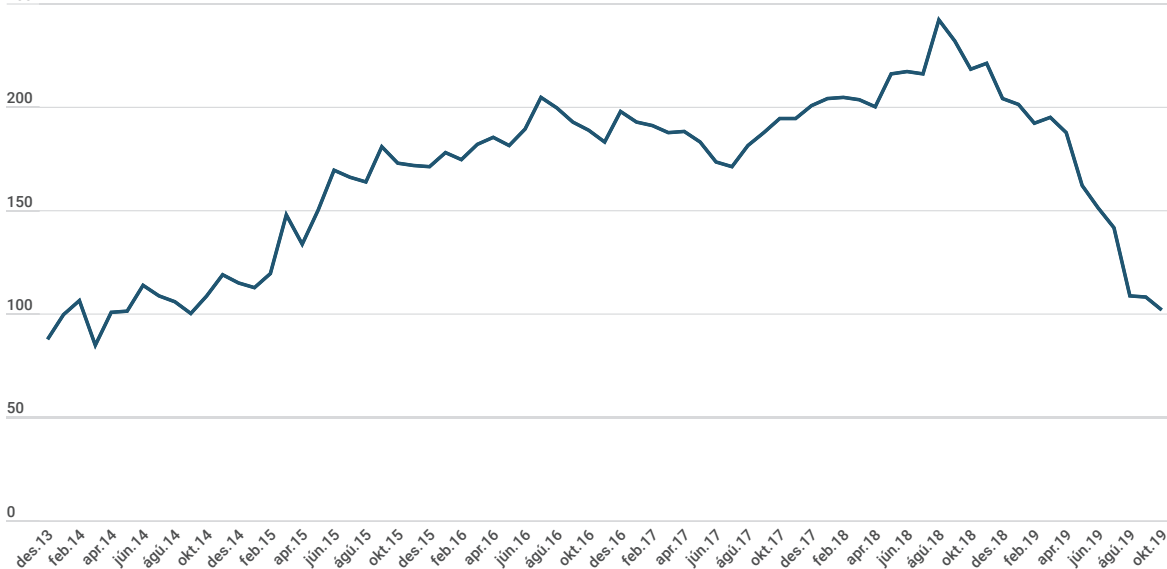
Raunvextir Seðlabankans og verðtryggðir vextir banka og lífeyrissjóða 2013-2019



## Vaxtakjör hafa því batnað en vísbendingar eru um að þrengt hafi að aðgengi að lánsfé

Hrein ný útlán KMB til atvinnufyrirtækja, 12 mánaða hlaupandi summa

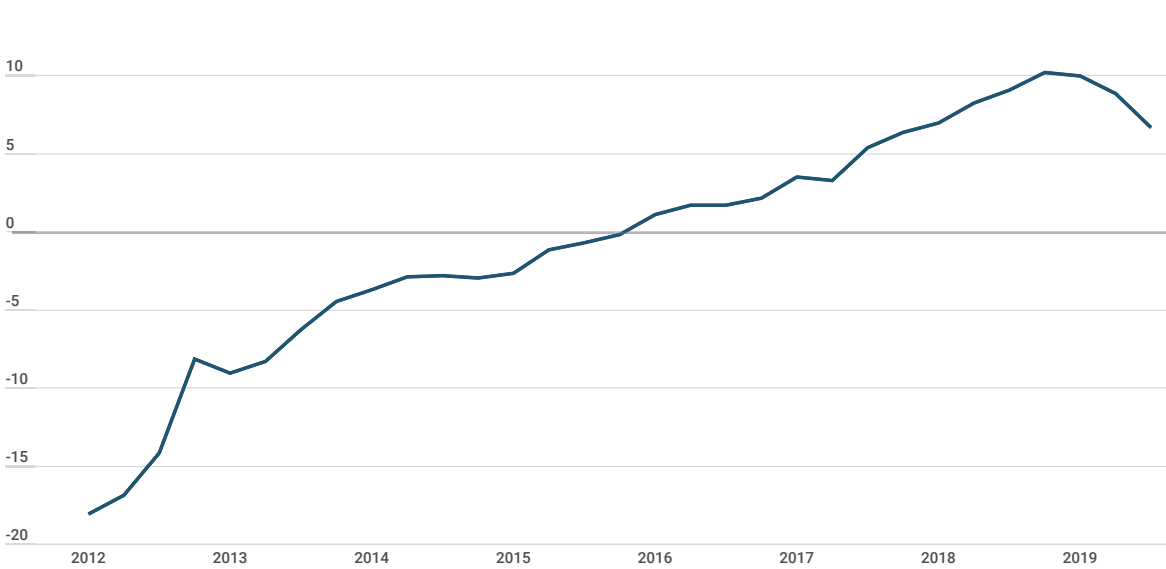
Ma.kr. á verðlagi ársins 2019  
250



# Útlánavöxtur hefur verið mikill undanfarin ár en nú er tekið að hægja á

Útlán lánakerfis til innlendra aðila 2012-2019

Breyting frá fyrra ári (%)



# Vísbendingar um aukið hlutverk sjóða

Þróun skulda fyrirtækja við verðbréfa-, fjárfestingar- og fagfjárfestasjóði

Breyting frá fyrra ári (%)

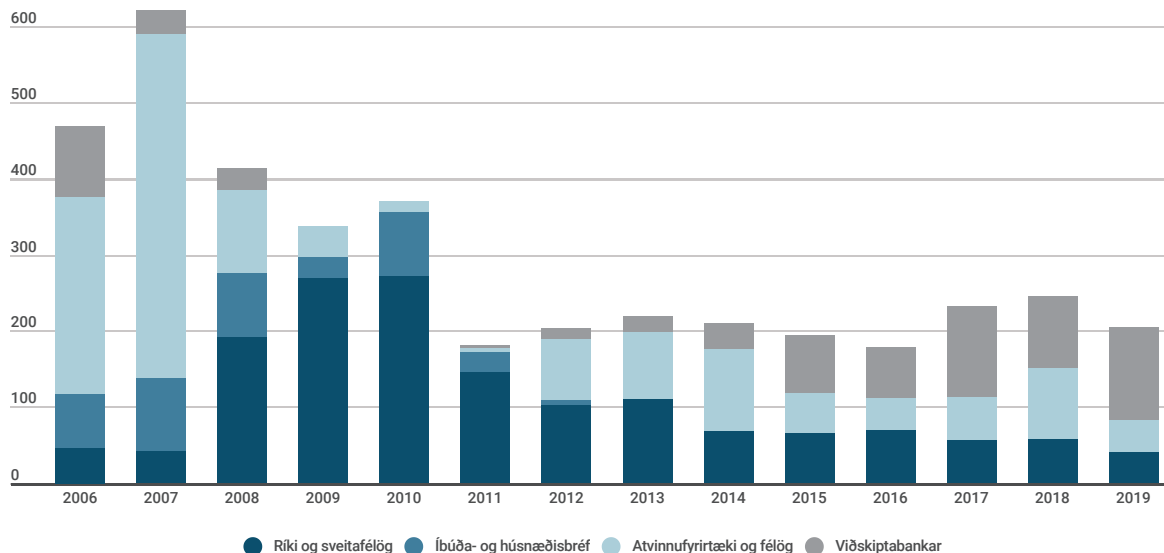


# Meðan lítilla breytinga gætir á markaði með skuldabréf atvinnufyrirtækja



## Útgáfa markaðsskuldabréfa

Ma.kr. á verðlagi ársins 2019



## Tæki sem ná til allra



- Umbreyting bankanna frá því endurlána erlent heildsölufjármagn og til þess að reiða sig á innlán – hefur styrkt miðlun peningastefnunnar
- Íslensku bankarnir eru fyrst og fremst fyrirtækjabankar – Seðlabankinn hefur því veruleg áhrif á verðsetningu fjármagns með vaxtaákvörðunum sínum
- Hins vegar – eru ýmsir langtímaþættir sem þrýsta á minnkun bankakerfisins. Atvinnulífið verður í auknum mæli að reiða sig á nýjar fjármagnsuppsprettur
- Fyrirséð að þjóðhagsvarúðartæki munu fá aukið vægi á komandi árum – bæði til þess að tryggja virkni peningastefnunnar og halda áhættu í skefjum
- Þjóðhagsvarúðartæki verka á alla leikendur á fjármagnsmarkaði - ekki einungis bankana



Rannveig Sigurdardottir  
Deputy Governor, Central Bank of Iceland  
Introductory remarks  
Third Annual Nordic Cyber in Finance Conference  
28 November 2019  
Stockholm

***Panel – Cyber-Risk Governance (morning session)***

I welcome the opportunity to be here today and participate in this conference on Cyber in Finance, and I am especially delighted to have a chance to participate in this panel on *Cyber Risk Governance*. Unfortunately, figures show that cyberattacks are on the rise, and consequently, so is our awareness of how threatening cyber-risk is to institutions, markets, and society as a whole.

Cyberattacks are difficult to foresee; indeed, some say that we are always behind the curve when it comes to cyberattacks. But one thing we can do is have a proper framework in place when they do occur, so as to prevent them from escalating to a systemic level.

It is widely accepted that sound governance is a key factor in countering cyberattacks. And this is consistent with other forms of risk management.

But what are the ingredients for good cyber-governance?

Good cyber-governance entails ensuring that a proper cyber-resilience framework is available and endorsed by an institution's board or equivalent body – a framework consisting of policies, procedures, and controls aiming to identify, protect, detect, respond to, and recover from a cyberattack. The framework should accord high priority to the safety and efficiency of the institution's operations while supporting broader financial stability objectives.

The framework should also be guided by a cyber-resilience strategy that defines how cyber-resilience objectives are determined and identifies the people, processes, and technology requirements for managing cyber-risks.

The fact that cybercrime is a relatively new category of operational risk – one that is driven by highly innovative criminals – means that an event like this one is of vital importance in raising awareness and sharing information and best practices. We still have much to learn when it comes to cyber-risks and how to manage them.

And in the spirit of information sharing, I would like to share with you some of what is happening on the small island of Iceland, a country with 350,000 inhabitants that operates one of the world's smallest central banks.

The Parliament of Iceland has just recently passed a law that implements the NIS Directive (Net- and Information Security Directive). That law will enter into force in September 2020. Until then, a constructive mapping of who may fall under the scope of the new law is to take place.

With respect to the banking sector and financial market infrastructure, the new law entrusts the Financial Supervisory Authority with deciding this. At the same time, the Central Bank of Iceland has both an oversight role to play and the duty to promote a sound and efficient financial system – a role it can only fulfil by promoting proper cyber-risk governance.

And to conclude, these are also interesting times for the aforementioned institutions: on 1 January 2020, the Central Bank of Iceland and the Financial Supervisory Authority will merge into a single institution under the name of the Central Bank of Iceland. For a nation of 350,000, the merger will give us the opportunity to perform more effectively in the field of cyber-resilience for the financial market and to promote the importance of proper cyber-risk governance. Furthermore, the Central Bank of Iceland plans to launch a Financial Sector Forum for Operational Robustness in 2020, with emphasis on enhancing the sector's resilience against cyberattacks. Having said this, I look forward to fruitful discussions and to this afternoon's session on how to increase cyber-resilience in finance.



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 efnunum.

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 hætta 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.<sup>1</sup> 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.<sup>2</sup> 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 <sup>1</sup>                          |
| Bandaríkin   | Birta mat einstaka nefndarmanna á framtíðarhorfum um vexti        |
| Bretland     | Birta ekki eigin vaxtaferil <sup>1</sup>                          |
| ECB          | Birta ekki eigin vaxtaferil <sup>1</sup>                          |
| Japan        | Birta ekki eigin vaxtaferil <sup>1</sup>                          |
| Kanada       | Birta ekki eigin vaxtaferil <sup>2</sup>                          |
| 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 <sup>3</sup> |

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 hámarkslíkönunum eins og gert er í ýmsum kennslubókum. Til þess sé óvissa um ýmsar lykildreytur of mikil. Peningastefna sé því fremur líkari áhættustjórnun þar sem reynt er að

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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.<sup>3</sup>

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.<sup>4</sup> 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

---

<sup>3</sup> 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).

<sup>4</sup> 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.<sup>5</sup> 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

---

<sup>5</sup> 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.<sup>6</sup> 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.<sup>7</sup> 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

---

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> 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.<sup>8</sup>

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.

<sup>8</sup> 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 heildarhagsmuni 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.