



2023 | 2

# SKÝRSLA

PENINGASTEFNUNEFDAR TIL ALÞINGIS





# SKÝRSLA

PENINGASTEFNUNEFNDAR TIL ALÞINGIS 2023/2

12. janúar 2024

# Ítarefni

## Með þessari skýrslu fylgir eftirfarandi ítarefni

---

Yfirlýsing peningastefnunefndar frá 23. ágúst 2023	10
Yfirlýsing peningastefnunefndar frá 4. október 2023	11
Yfirlýsing peningastefnunefndar frá 22. nóvember 2023	12
Fundargerð peningastefnunefndar í ágúst 2023	13
Fundargerð peningastefnunefndar í október 2023	21
Fundargerð peningastefnunefndar í nóvember 2023	29
Erindi varaseðlabankastjóra peningastefnu um efnahagshorfur hjá Félagi atvinnurekenda 5. september 2023.	36
Erindi seðlabankastjóra á peningamálafundi Viðskiptaráðs 23. nóvember 2023.	46
Vaxtaákvörðun og verðbólguhorfur. Grein eftir Ásgerði Ósk Pétursdóttur, ytri nefndarmann í peningastefnunefnd, sem birtist í Vísbendingu 1. september 2023.	60
Vaxtaákvörðun peningastefnunefndar. Grein eftir Ásgerði Ósk Pétursdóttur, ytri nefndarmann í peningastefnunefnd, sem birtist í Vísbendingu 20. október 2023.	63
Neikvæð áhrif mikillar verðbólgu. Grein eftir Ásgerði Ósk Pétursdóttur, ytri nefndarmann í peningastefnunefnd, sem birtist í Vísbendingu 8. desember 2023.	66
Yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands um verðbólguþróun, mars 2001.	69

# Skýrsla peningastefnunefndar til Alþingis

## 12. janúar 2024

Lög um Seðlabanka Íslands sem tóku gildi 1. janúar 2020 kveða svo á að peningastefnunefnd Seðlabankans gefi Alþingi skýrslu um störf sín tvisvar á ári og að ræða skuli efni skýrslunnar í þeirri þingnefnd sem þingforseti ákveður.

Samkvæmt lögnum skal peningastefnunefnd halda fundi að minnsta kosti sex sinnum á ári. Frá því að síðasta skýrsla var send Alþingi hefur nefndin haldið þrjá fundi, síðast 22. nóvember 2023. Eftirfarandi skýrsla fjallar um störf nefndarinnar frá júlí til desember 2023.

### 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% verðbólga markmið 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 m.a. 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 2023.

### Þróunin frá júlí til desember 2023

Peningastefnunefnd ákvað á fundi sínum í ágúst að hækka vexti bankans um 0,5 prósentur í 9,25% en innlendar verðhækkanir höfðu reynst þrálátar og verðbólga var áfram á breiðum grunni. Nefndin taldi að enn væri töluverð spenna á vinnumarkaði og í þjóðarbúinu í heild þótt vísbendingar væru um að tekið væri að hægja á vexti efnahagsumsvifa. Þá væru verðbólgu-

Tafla 1. Vaxtaákvarðanir Seðlabanka Íslands á seinni árshelmingi 2023 (%)

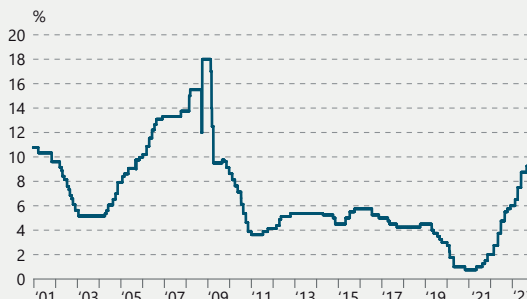
Dags.	Viðskipta- reikningar	Bundin innlán til 7 daga <sup>1</sup>	Veðlán	Daglán
23. ágúst	9,0	9,25	10,0	11,0
4. október	9,0	9,25	10,0	11,0
22. nóvember	9,0	9,25	10,0	11,0

1. Meginvextir Seðlabankans.

Mynd 1

Meginvextir Seðlabanka Íslands<sup>1</sup>

3. janúar 2001 - 29. desember 2023



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.

væntingar vel yfir markmiði og kjölfesta þeirra við markmið virtist hafa laskast.

Á fundi sínum í október ákvað nefndin hins vegar að staldra við þar sem nokkur óvissa væri um efnahagsframvinduna og hvort taumhald peningastefnunnar væri nægjanlegt. Á næsta fundi í nóvember myndi ný þjóðhags- og verðbólguþá bankans liggja fyrir. Þótt vísbendingar væru um að dregið hefði úr tíðni verðhækkana og verðbólguvæntingar hefðu lækkað á suma mælikvarða væru þær þó enn of háar. Raunvextir bankans höfðu hins vegar hækkað og áhrif vaxtahækkana voru farin að koma fram í meira mæli. Spenna á vinnumarkaði og í þjóðarbúskapnum í heild var þó enn töluverð.

Samkvæmt nýrri þjóðhagsspá í nóvember höfðu verðbólguhorfur versnað og spennan í þjóðarbúinu reynst meiri en áður var talið. Áfram voru þó vísbendingar um að tekið væri að hægja á einkaneyslu og fjárfestingu. Verðbólguvæntingar höfðu haldist háar og virtist sem kostnaðarhækkunarir hefðu meiri og langvinnari áhrif á verðbólgu en áður. Útlit var því fyrir að það gæti þurft að herða taumhald peningastefnunnar enn frekar en vegna þeirrar óvissu sem ríkti um efnahagsleg áhrif jarðhræringa sem hófust snemma í nóvember á Reykjanesi ákvað nefndin að halda vöxtum óbreyttum að sinni. Meginvextir Seðlabankans voru því 9,25% í lok desember eða 0,5 prósentum hærri en þegar síðasta skýrsla var send Alþingi um mitt ár.<sup>1</sup>

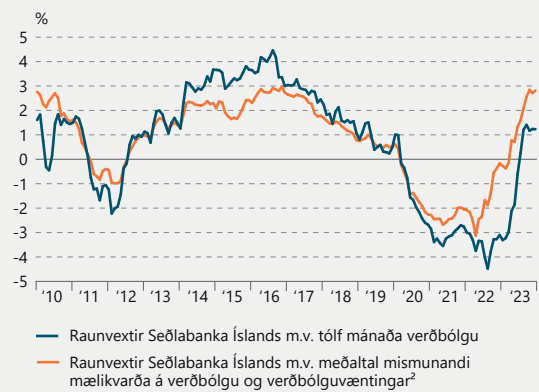
Taumhald peningastefnunnar, mælt með raunvöxtum Seðlabankans, jókst talsvert á seinni hluta ársins í kjölfar hækkunar meginvaxta og minnkandi verðbólgu. Raunvextir bankans miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs voru 2,9% í lok ársins eða um 1,7 prósentum hærri en um mitt ár. Þá voru þeir 3,2 prósentum hærri en í upphafi ársins en raunvextir bankans voru neikvæðir þar til í mars sl. Miðað við tólf mánaða verðbólgu hækkuðu raunvextir bankans um 1,6 prósentur á seinni hluta ársins og voru 1,4% í lok desember.

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa var svo til óbreytt yfir sumarmánuðina en tók að hækka í kjölfar hækkunar meginvaxta í ágúst og lítills háttar aukningar ársverðbólgu í sama mánuði. Krafan tók hins vegar að lækka í nóvember þegar jarðhræringar á Reykjanesi stórkjóst. Ávöxtunarkrafa tíu ára óverðtryggðra ríkisskuldabréfa var 6,5% í lok ársins og hækkaði um 0,4 prósentur á seinni hluta ársins. Ávöxtunarkrafa tíu ára verðtryggðra ríkisskuldabréfa var 2,7% í lok árs og hækkaði krafan um 0,7 prósentur

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

Mynd 2

Raunvextir Seðlabanka Íslands<sup>1</sup>  
Janúar 2010 - desember 2023

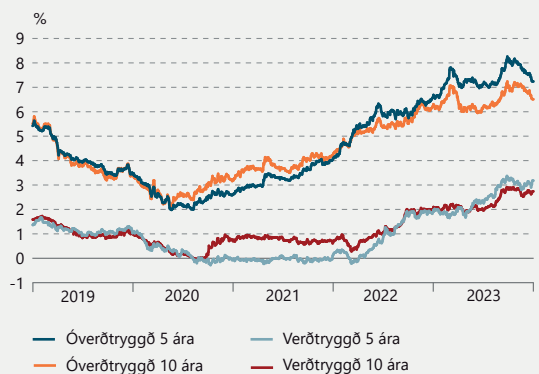


1. Fram til maí 2014 er miðað við meðaltal innlänsvaxta og hámarksaxta á innstæðubréfum með 28 daga binditíma sem meginvexti bankans en frá maí 2014 er miðað við vexti 7 daga bundinna innlána. 2. Fram til janúar 2012 er miðað við 12 mánaða verðbólgu, verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs, verðbólguvæntingar 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 2019 - 29. desember 2023



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.

frá miðju ári sem er í takt við þróun annarra raunvaxta.

Ársvöxtur peningamagns (M3) var á bilinu 8-13% frá júlí og fram í nóvember og jókst frá fyrri hluta ársins. Þá þróun má að einhverju leyti rekja til greiðslna til innlendra aðila í lok ágúst sl. vegna sölu á líftæknifyrirtækinu Kerecis til erlendra fjárfesta. Almennt jókst hlutdeild heimila í vexti peningamagns á móti minnkandi hlut fyrirtækja.

Nokkuð hefur hægt á ársvexti útlána lánakerfisins til heimila á seinni hluta ársins og var hann 6% í október en var 8,2% að meðaltali á fyrri hluta ársins. Hægari vöxtur endurspeglar væntanlega minnkandi eftirspurn vegna hærri vaxta og hertra lánþegaskilyrða. Frá miðju ári hafa hrein ný lán til heimila þó aukist en ný lán hafa einkum verið verðtryggð á sama tíma og upp-greiðslur óverðtryggðra lána hafa aukist. Vextir á óverðtryggðum húsnæðislánum hækkuðu áfram á seinni hluta ársins samhliða vaxtahækkunum Seðlabankans en vextir innlána heimila hækkuðu hraðar á árinu. Vextir á verðtryggðum húsnæðislánum hafa jafnframt hækkað. Vextir á útlánum til fyrirtækja hækkuðu einnig áfram á tímabilinu og vaxtaálag á fyrirtækjaútlán hefur aukist miðað við þá innlánsvexti sem þeim standa til boða. Þá hefur dregið úr vexti útlána lánakerfisins til fyrirtækja á seinni hluta ársins. Vöxturinn var um 7% í október miðað við rúmlega 14% vöxt að meðaltali á fyrri hluta ársins. Hækkun raunvaxta hefur líklega áhrif enda hefur dregið úr fjárfestingu, efnahagshorfur hafa heldur versnað auk þess sem mikil óvissa er um niðurstöðu næstu kjarasamninga.

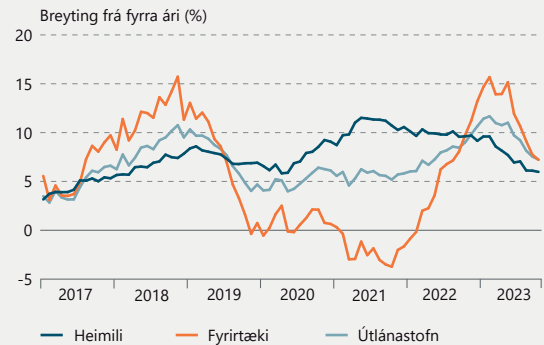
Innstreymi fjármagns vegna nýfjárfestingar var 19,5 ma.kr. frá júlí til nóvember á þessu ári og var nánast eingöngu tengt kaupum á skráðum hlutabréfum og ríkisskuldabréfum. Útflæði fjármagns sem áður kom inn sem nýfjárfesting nam 11,2 ma.kr. á sama tímabili og var að mestu leyti vegna sölu á skráðum hlutabréfum. Hreint innflæði nýfjárfestingar frá júlí til nóvember nam því 8,3 ma.kr. samanborið við 15,4 ma.kr. á fyrri hluta þessa árs.

Gengi krónunnar hækkaði frá vormánuðum og þar til seint í ágúst. Á þeim tíma voru umsvif í ferðaþjónustu mikil og fréttir um sölu á Kerecis til erlendra aðila í sumar virtust hafa skapað væntingar um aukin innflæði gjalddeyris og hækkun á gengi krónunnar. Í lok ágúst tók gengi krónunnar hins vegar að lækka og í kjölfar þess að jarðhræringar jukust á Reykjanesi í nóvember sl. lækkaði gengið enn frekar. Í lok nóvember höfðu þær lækkanir gengið til baka að hluta en gengi krónunnar breyttist lítið í desember. Á seinni hluta ársins lækkaði gengi krónunnar því um 1,4% gagnvart meðaltali gjaldmiðla helstu viðskiptalanda. Um miðjan

Mynd 4

#### Útlán lánakerfis til innlendra aðila<sup>1</sup>

Janúar 2017 - október 2023

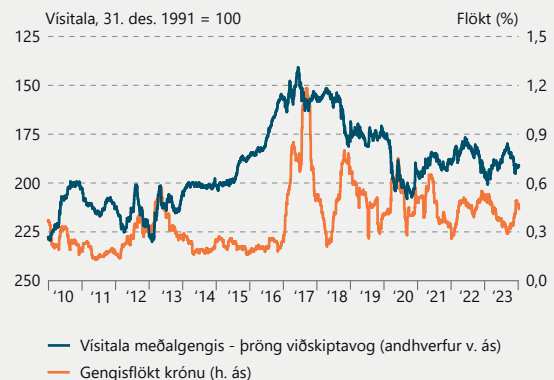


1. Leiðrétt fyrir endurflokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Án útlána til innlánsstofnana, fallinna fjármálfyrirtækja og ríkissjóðs. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagsamtök sem þjóna heimilum.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

#### Gengi krónu og gengisflókt<sup>1</sup>

4. janúar 2010 - 29. desember 2023



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

nóvember seldi Seðlabankinn gjaldeyri fyrir um 2,8 ma.kr. og voru það einu inngríp bankans á gjaldeyrismarkaði á seinni hluta ársins en þau viðskipti námu um 2,4% af veltu á markaðnum á tímabilinu.

Verðbólga minnkaði á seinni hluta ársins og mældist 7,7% í desember en var 8,9% í júní sl. Þegar síðasta skýrsla var send Alþingi. Á fjórða ársfjórðungi var hún að meðaltali 7,9% líkt og spáð var í nóvemberspá *Peningamála*. Verðbólga án húsnæðis var 6,7% í desember og hefur hún einnig tekið að hjaðna undanfarna mánuði en hún mældist 7,9% í júní sl. Undirliggjandi verðbólga mældist 6,2% í desember sé miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða samanborið við 7,3% í júní.

Það dró úr umsvifum á húsnæðismarkaði sl. sumar og samhliða því minnkaði framlag húsnæðisliðarins til ársverðbólgu. Hins vegar hækkaði húsnæðisverð á ný sl. haust og skýrir nú 2,8 prósentur af ársverðbólgu. Kostnaður vegna eigin húsnæðis hafði í desember hækkað um rúmlega 12% sl. tólf mánuði samanborið við rúmlega 13% árhækkun í júní.

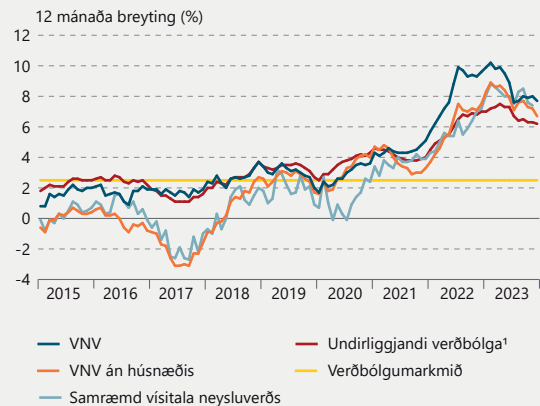
Verð á innlendri vöru og þjónustu hefur haldið áfram að hækka þrátt fyrir að hægt hafi á vexti innlendrar eftirspurnar. Í desember hafði verð innlendrar vöru hækkað um 9,8% sl. tólf mánuði sem má að mestu rekja til matvöruverðshækkana. Verð á almennri þjónustu hafði hækkað um 6,3% í desember frá fyrra ári og er árhækkunin nokkru minni en um mitt ár 2023. Innflutt verðbólga hefur á heildina litið að mestu staðið í stað á seinni hluta ársins. Árhækkun á verði innfluttrar matvöru er enn mikil og nam 10,6% í desember en hafði minnkað frá því í júní sl. Eldsneytisverð var hins vegar um 2,7% lægra en á sama tíma fyrir ári. Á heildina hefur verð innfluttrar vöru hækkað um 5,2% sl. tólf mánuði.

Samkvæmt nóvemberspá *Peningamála* höfðu verðbólguhorfur til skamms tíma versnað á ný sem endurspeglaði m.a. að húsnæðismarkaður hafði gefið minna eftir en spáð hafði verið, gengi krónunnar verið lægra og spennan í þjóðarþúinu reynst meiri. Í spánni var gert ráð fyrir að verðbólga yrði 4,9% í lok 2024 sem er einni prósentu hærra en spáð var í ágúst sl. Horfur lengra fram í tímann höfðu hins vegar lítið breyst og spáð var að verðbólga yrði að meðaltali 3,6% árið 2025.

Verðbólguvæntingar til skamms tíma hafa ýmist lækkað lítillega eða staðið í stað frá því að síðasta skýrsla var send Alþingi en eru jafnframt áfram vel yfir markmiði. Samkvæmt nýlegri könnun á verðbólguvæntingum markaðsaðila lækkuðu væntingar þeirra um verðbólgu til tveggja ára og þjuggust þeir við að verðbólga yrði 4,2% eftir tvö ár. Samkvæmt vetrarkönnunum Gallup hafa verðbólguvæntingar fyrirtækja til tveggja ára staðið í stað frá því í sumar og námu 5%

Mynd 6

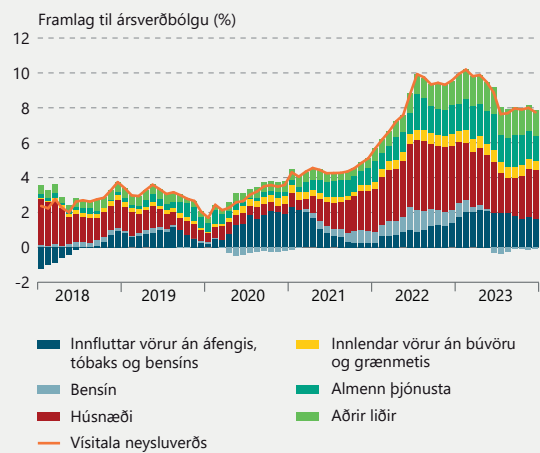
Verðbólga á ýmsa mælikvarða  
Janúar 2015 - desember 2023



1. Undirliggjandi verðbólga sýnir meðaltal fimm ólíkra mælikvarða. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

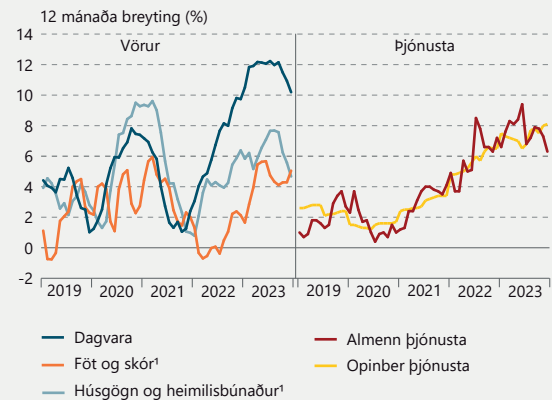
Undirliðir verðbólgu  
Janúar 2018 - desember 2023



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Verð á vöru og þjónustu  
Janúar 2019 - desember 2023



1. Miðað er við þriggja mánaða hlaupandi meðaltal. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



og heimilin bjuggust við að verðbólga yrði 6% eftir tvö ár sem er einni prósentu minna en í júní sl.

Þá hafa langtímaverðbólguvæntingar einnig staðið í stað á flesta mælikvarða frá því í júní. Markaðsaðilar væntu þess að verðbólga yrði að meðaltali 4% á næstu fimm árum og 3,5% á næstu tíu árum og voru væntingar þeirra því óbreyttar frá því í sumar. Heimilin væntu þess að meðalverðbólga til fimm ára yrði 6% sem var óbreytt frá sumarkönnuninni en stjórnendur fyrirtækja bjuggust við að meðalverðbólga til fimm ára yrði 4,5%. Verðbólguvæntingar þeirra voru hins vegar enn hærri en á sama tíma fyrir ári. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur hins vegar hækkað á seinni hluta ársins og mældist fimm ára álag eftir fimm ár um 3,4% í lok desember en það var rúmlega 3% í lok júní sl.

Á nóvemberfundi peningastefnunar kom fram að hægt hefði á umsvifum í efnahagslífinu og að dregið hefði úr vexti einkaneyslu og fjárfestingar. Ljóst væri að áhrif undangenginna vaxtahækkana væru að koma fram, raunvextir hefðu hækkað frá því á fyrri hluta ársins og almenningur væri einnig svartsýnni um efnahagshorfur. Þá var bent á að verðtryggðir útlánvextir hefðu hækkað undanfarið en það gæti að öðru óbreyttu dregið úr eftirspurn eftir útlánnum.

Nefndin taldi hins vegar það vera mikið áhyggjuefni hversu þrálát verðbólga væri og að verðbólguhorfur hafi versnað á ný. Framleiðsluspenna væri meiri en talið var, enn væri mikil spenna á vinnumarkaði, húsnæðisverð væri að hækka, vöxtur útlána til íbúðar-kaupa væri tekinn að aukast á ný og áfram væri horfur á ágætum hagvexti. Ásamt framangreindu var m.a. bent á að þrátt fyrir að vísbendingar væru um að hægt hefði á innlendri eftirspurn væru þær ekki einhlítar. Líkur væru því á að taumhald peningastefnunar væri ekki nægjanlegt til að koma verðbólgu í markmið innan ásættanlegs tíma. Þörfin á auknu taumhaldi væri því svipuð og á síðasta fundi ef ekki væri fyrir óvissuna vegna mögulegra eldsumbrota. Fram kom á nóvemberfundinum að þótt áhrif vaxtahækkana undanfarin misseri væru að koma skýrar fram bentu verri verðbólguhorfur til þess að það gæti þurft að herða taumhald peningastefnunar enn frekar.

Fyrir hönd peningastefnunar Seðlabanka Íslands,

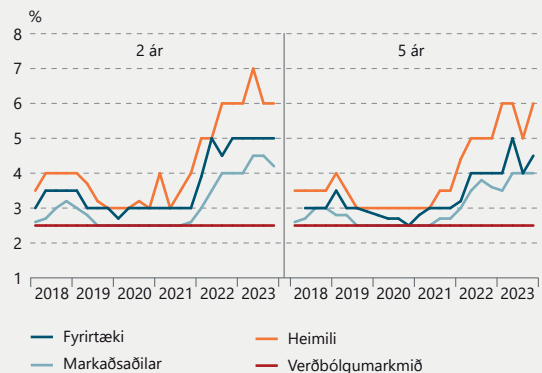
Ásgeir Jónsson

seðlabankastjóri og formaður peningastefnunar

Mynd 9

### Verðbólguvæntingar til 2 og 5 ára<sup>1</sup>

1. ársfj. 2018 - 4 ársfj. 2023

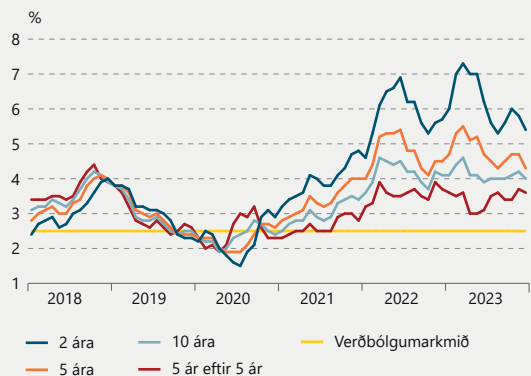


1. Kannanir Gallup á verðbólguvæntingum heimila og fyrirtækja og könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila. Miðgildi svara.  
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

### Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði<sup>1</sup>

Janúar 2018 - desember 2023



1. Meðaltal mánaða.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Yfirlýsing peningastefnunefndar

23. ágúst 2023

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka vexti bankans um 0,5 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 9,25%.

Verðbólga hefur hjaðnað undanfarið og mældist 7,6% í júlí. Framlag húsnæðisliðarins til verðbólgu hefur minnkað, dregið hefur úr alþjóðlegum verðhækkunum og gengi krónunnar hækkað. Innlendar verðhækkunarir hafa hins vegar reynst þrálátar og eru enn á breiðum grunni. Undirliggjandi verðbólga hefur því minnkað hægar en mæld verðbólga og var 6,7% í júlí.

Hagvöxtur mældist 7% á fyrsta fjórðungi þessa árs og atvinnuleysi hefur haldið áfram að minnka. Enn er því töluverð spenna á vinnumarkaði og í þjóðarbúinu í heild þótt vísbendingar séu um að tekið sé að hægja á vexti efnahagssumsvifa.

Verðbólguhorfur til lengri tíma hafa lítið breyst þótt horfur til skamms tíma hafi batnað frá því í maí. Þá eru verðbólguvæntingar til lengri tíma vel yfir markmiði. Því er enn hætta á að verðbólga reynist þrálát.

Í ljósi þess er nauðsynlegt að herða taumhald peningastefnunnar enn frekar. Einkum er mikilvægt að koma í veg fyrir víxlverkun hækkandi launa og verðlags. Vísbendingar eru um að áhrif vaxtahækkana undanfarin misseri séu að koma skýrar fram og mun peningastefnan á næstunni ráðast af þróun efnahagssumsvifa, verðbólgu og verðbólguvæntinga.

# Yfirlýsing peningastefnunefndar

4. október 2023

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því áfram 9,25%.

Á heildina litið hefur þróun efnahagsmála verið í samræmi við mat nefndarinnar á síðasta fundi. Verðbólga hefur aukist á ný og mældist 8% í september. Verðbólga án húsnæðis jókst einnig en undirliggjandi verðbólga hefur hjaðnað lítillega. Vísbendingar eru um að heldur hafi dregið úr tíðni verðhækkana og að þær séu ekki á eins breiðum grunni og áður. Þótt verðbólguvæntingar séu áfram of háar hafa þær lækkað á suma mælikvarða.

Hagvöxtur mældist 5,8% á fyrri hluta þessa árs en var ríflega 7% á síðasta ári. Nokkuð hefur því hægt á vexti efnahagssumsvifa og vísbendingar eru um að hægt hafi enn frekar á eftirspurn á þriðja fjórðungi ársins. Aftur á móti er enn nokkur spenna á vinnumarkaði og í þjórðarbúskapnum í heild. Raunvextir bankans hafa hins vegar hækkað það sem af er ári og áhrif vaxtahækkana bankans eru farin að koma fram í meira mæli.

Á þessum tímapunkti er nokkur óvissa um efnahagsframvinduna og hvort núverandi taumhald sé nægjanlegt. Nefndin hefur því ákveðið að staldra við en á næsta fundi mun liggja fyrir ný þjóðhags- og verðbólguþá bankans. Peningastefnan mun á næstunni ráðast af þróun efnahagssumsvifa, verðbólgu og verðbólguvæntinga.

## Yfirlýsing peningastefnunefndar

22. nóvember 2023

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því áfram 9,25%.

Verðbólga minnkaði lítillega milli mánaða í október og mældist 7,9%. Undirliggjandi verðbólga hefur einnig hjaðnað. Áfram eru vísbendingar um að tekið sé að hægja á einkaneyslu og fjárfestingu.

Samkvæmt nýrri spá Seðlabankans hafa verðbólguhorfur þó versnað. Spennan í þjóðarbúinu hefur reynst meiri en áður var talið og gengi krónunnar hefur lækkað. Verðbólguvæntingar hafa jafnframt haldist háar og kostnaðarhækkunarir virðast hafa meiri og langvinnari áhrif á verðbólgu en áður.

Þótt áhrif vaxtahækkana undanfarin misseri séu að koma skýrar fram benda verri verðbólguhorfur til þess að það gæti þurft að herða taumhald peningastefnunnar enn frekar. Þrátt fyrir það hefur peningastefnunefnd ákveðið að halda vöxtum óbreyttum að sinni í ljósi þeirrar óvissu sem ríkir um efnahagsleg áhrif jarðhræringa á Reykjanesi. Mótun peningastefnunnar á næstunni mun sem fyrr ráðast af þróun efnahagssumsvifa, verðbólgu og verðbólguvæntinga.



# FUNDARGERÐ

PENINGASTEFNUNEFND



2023

Ágúst  
116. fundur  
Birt 6. sept. 2023

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Ágúst 2023 (116. fundur)

Birt: 6. september 2023

Í lögum um Seðlabanka Íslands segir að ákvarðanir um beitingu stjórnækja bankans í peningamálum séu teknar af peningastefnunefnd og að opinberlega skuli birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra. Á grundvelli þessa birtir peningastefnunefnd fundargerðir tveimur vikum eftir að ákvarðanir hennar eru kynntar. Í fundargerðunum koma m.a. fram upplýsingar um hvernig atkvæði einstakra nefndarmanna féllu við ákvarðanir nefndarinnar.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 21. og 22. ágúst 2023, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, ákvarðanir um beitingu stjórnækja bankans í peningamálum og kynningu þeirra ákvarðana 23. ágúst.

### I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um ákvarðanir í peningamálum ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálaegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlendan þjódarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá síðasta fundi nefndarinnar 24. maí 2023 eins og þær birtust í uppfærðri spá í *Peningamálum 2023/3* hinn 23. ágúst.

#### Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í maí hafði gengi krónunnar hækkað um 5,5% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Seðlabankinn átti engin viðskipti með gjaldeyri á tímabilinu.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans jókst frá fundi nefndarinnar í maí. Raunvextir bankans voru 2,1% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og voru 0,6 prósentum hærrí en rétt eftir birtingu vaxtaákvörðunar nefndarinnar í maí. Miðað við ársverðbólgu hækkuðu þeir um 2,1 prósentu á sama tímabili og voru 1,1%.

Vextir á ótryggðum innlánnum í viðskiptum til einnar nætur (IKON) og vextir á millibankamarkaði með krónur hækkuðu í takt við hækkingu meginvaxta í maí en engin velta var á millibankamarkaði á milli funda nefndarinnar. Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hækkaði um 0,2 prósentur frá fundinum í maí og krafa lengri verðtryggðra ríkisbréfa hækkaði um 0,2-0,3 prósentur. Þá höfðu meðalvextir óverðtryggðra íbúðalána hækkað í kjölfar hækkingu meginvaxta í maí en meðalvextir verðtryggðra íbúðalána höfðu lítið breyst.

Skammtíma vaxtamunur miðað við þriggja mánaða millibankavexti jókst um 0,3-0,5 prósentur á milli funda og var 5,6 prósentur gagnvart evrusvæðinu og 3,8 prósentur gagnvart Bandaríkjunum. Á sama tíma minnkaði mismunur langtíma vaxta gagnvart Bandaríkjunum um 0,4 prósentur og nam 2,5

prósentum en mismunurinn gagnvart Þýskalandi stóð í stað og var 4,2 prósentur. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var 0,8% og jókst lítillega milli funda nefndarinnar. Vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldabréfum minnkaði lítillega á sama tíma og var 1,2-1,4 prósentur.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var um miðjan ágúst bjuggust markaðsaðilar við því að meginvextir Seðlabankans yrðu hækkaðir í 9% á núverandi ársfjórðungi og tækju að lækka á fyrsta fjórðungi næsta árs. Þeir bjuggust við því að meginvextir yrðu 6% eftir tvö ár líkt og þeir væntu í könnuninni í maí sl. Töluverð breyting var á afstöðu svarenda til taumhalds peningastefnunnar milli kannana. Flestir töldu taumhaldið hæfilegt um þessar mundir eða 44% svarenda, samanborið við 17% í síðustu könnun. Hlutfall svarenda sem töldu taumhaldið of laust lækkaði úr 66% í 30% og hlutfall þeirra sem töldu taumhaldið of þétt jókst úr 17% í 26%.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu þess að peningastefnunefnd myndi hækka vexti um 0,25 eða 0,5 prósentur. Vísuðu þær til þess að vísbendingar væru um að einkaneysla hafi tekið að dragast saman á öðrum ársfjórðungi, íbúðamarkaður hafi kólnað meira en gert hafði verið ráð fyrir og verðbólga hefði hjaðnað nokkuð hratt að undanförunu og því ekki þörf á eins mikilli hækkun vaxta og á fyrri hluta ársins. Aftur á móti mætti rekja hjöðnun verðbólgu í sumar að hluta til grunnáhrifa sem hefði verið í samræmi við væntingar á meðan enn væri nokkur spenna á vinnumarkaði og stutt í næstu kjarasamningalotu. Þá væru langtímaverðbólguvæntingar að mestu óbreyttar frá síðasta fundi nefndarinnar og nokkuð yfir verðbólgu markmiði Seðlabankans sem styddi við meiri hækkun vaxta.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var að meðaltali um 8½% á fyrri helmingi ársins. Vöxtur innlána heimila jókst á sama tíma og hægði á vexti innlána atvinnufyrirtækja. Hægt hefur á ársvexti útlána lánakerfisins til heimila þótt verðbætur á verðtryggð lán hafi aukist og mældist vöxturinn um 7½% á öðrum fjórðungi samanborið við tæplega 10% meðalvöxt í fyrra. Einnig hefur tekið að hægja á ársvexti útlánastofns fyrirtækja og var hann 11,9% í júní. Samkvæmt útlánakönnun Seðlabankans frá því í ágúst gerðu bankarnir ráð fyrir óbreyttri eftirspurn heimila eftir lánsfé á næstu sex mánuðum en lítils háttar aukinni eftirspurn hjá fyrirtækjum. Þeir gera ráð fyrir lítilligri aukningu á framboði íbúðalána en óbreyttu framboði annarra lána.

Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMXI10, hækkaði um 5,4% milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 467 ma.kr. á fyrstu sjö mánuðum ársins sem er 26% minni velta en árið á undan. Munurinn milli ára litast töluvert af útboði á hluta ríkisins í Íslandsbanka í mars 2022.

## Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í júlí sl., er gert ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum minnki úr 3,5% í fyrra og í 3% í ár. Þótt það sé heldur meiri hagvöxtur en sjóðurinn spáði í apríl er það vel undir meðalhagvexti undanfarinna áratuga. Líkt og í aprílspánni er einnig gert ráð fyrir 3% hagvexti á næsta ári. Hagvöxtur minnkar einkum í þróuðum ríkjum samkvæmt spánni eða úr 2,7% í fyrra í 1,5% í ár og niður í 1,4% á næsta ári. Þótt framboðshlið heimshagkerfisins sé að miklu leyti komin í eðlilegt horf hafa aðrir þættir haldið aftur af alþjóðlegum efnahagssumsvifum. Þar vegur þungt mikil aukning verðbólgu undanfarin misseri sem dregur úr kaupmætti ráðstöfunartekna heimila og áhrif áframhaldandi vaxtahækkana seðlabanka. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáir því að verðbólga í heiminum hjaðni úr 8,7% í fyrra í 6,8% í ár. Þá er talið að hún verði 5,2% að meðaltali árið 2024. Undirliggjandi verðbólga mun hins vegar hjaðna hæggar að mati sjóðsins og hefur hún verið endurskoðuð upp á við fyrir árið 2024. Enn er talið að meiri líkur séu á því að heimshagvexti sé ofspáð fremur en að honum sé vanspáð.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands nam halli á vöruskiptajöfnuði 78,5 ma.kr. á öðrum fjórðungi ársins og 124,5 ma.kr. á fyrri helmingi ársins samanborið við 56 ma.kr. á fyrri helmingi ársins í fyrra á föstu gengi. Útflutningsverðmæti vöru dróst saman um líðlega 7% milli ára á föstu gengi en verðmæti flestra helstu undirflokka dróst saman milli ára. Mest áhrif til lækkunar hafði minna verðmæti iðnaðarvara milli ára, einkum áls vegna verðlækkunar. Á sama tíma jókst innflutningsverðmæti vöru um tæplega 6% á föstu gengi en þar vegur þyngst aukið verðmæti fjárfestingarvara og flutningatækja.

Heimsmarkaðsverð á áli lækkaði um 3,3% frá maífundum nefndarinnar og var um 2.100 Bandaríkjadalir á tonnið. Það er um 13% lægra verð en í ágúst í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hafi lækkað um líðlega 1% milli fjórðunga á öðrum ársfjórðungi en hafi þó verið um 10% hærra á fyrri helmingi ársins í ár en á sama tíma í fyrra. Heimsmarkaðsverð á Brent-hráolíu lækkaði um 9,4% milli fundum nefndarinnar og var um 84 Bandaríkjadalir á tunnu á ágústfundinum. Það er þó um 13% lægra verð en í ágúst í fyrra. Annað hrávöruverð hefur hins vegar lækkað frá fundinum í maí.

Raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 1,65% milli mánaða í júlí og var þá 10,2% yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs og 0,75% hærra en í desember 2019. Raugengi á þennan mælikvarða lækkaði um 1,6% milli ára á fyrstu sjö mánuðum ársins og má rekja lækkunina til 4,4% lækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var 3,1% meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

## Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofan birti í lok maí jókst landsframleiðslan á fyrsta ársfjórðungi um 7% milli ára sem var nokkru veikari vöxtur samanborið við spána sem birtist í maíhefti *Peningamála*. Mikil eftirspurn heimila og hagstæð utánríkisviðskipti voru aðaldrifkraftar hagvaxtar á fjórðungnum. Þjóðarútgjöld jukust um 4,5% og voru undirliðir þess veikari en áætlað var í síðustu spá.

Vísbendingar eru um að útgjöld heimila hafi dregist saman á öðrum fjórðungi ársins og því virðist sem einkaneysla hafi gefið hraðar eftir en búist var við í maí. Þá virðist svartsýni heimila hafa aukist sem gæti hafa hvatt til aukins varúðarsparnaðar og dregið úr útgjaldavilja líkt og sjá má í gögnum um innlenda greiðslukortaveltu.

Samkvæmt niðurstöðum sumarkönnunar Gallup sem framkvæmd var í maí og júní meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna litlu verri en í vorkönnuninni. Væntingar stjórnenda til næstu sex mánaða voru einnig nokkru verri þar sem um 37% stjórnenda töldu að aðstæður í efnahagslífinu versni eftir sex mánuði eða lítillaga fleiri en í vor. Um fimmtungur stjórnenda taldi að aðstæður í efnahagslífinu muni batna næstu sex mánuði. Stjórnendur voru litlu svartsýnni um innlenda og erlenda eftirspurn en í vorkönnuninni.

Samkvæmt árstíðarleiddréttum niðurstöðum könnunarinnar var munur á hlutfalli fyrirtækja sem vildu fjölga starfsfólki og þeirra sem vildu fækka því á næstu sex mánuðum um 12 prósentur. Munurinn minnkaði milli kannana en var enn yfir sögulegu meðaltali. Töluverður mönnunarvandi er enn til staðar og reyndist hann áþekkur milli kannana en um 43% stjórnenda töldu fyrirtæki sitt skorta starfsfólk. Á sama tíma jókst hlutfall fyrirtækja sem starfa við full afköst í 62% og hefur það aldrei mælst hærra. Hlutfallslega voru flest fyrirtæki við fulla framleiðslugetu í byggingastarfsemi og ýmissi sérhæfðri þjónustu en mönnunarvandinn var verstur í byggingastarfsemi og í iðnaði og framleiðslu.

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) fjölgaði starfandi fólki um 5,5% milli ára á öðrum fjórðungi en á móti styttist meðalvinnuvikan um 0,8%. Heildarvinnustundum fjölgaði því um 4,6% milli ára. Samkvæmt árstíðarleiddréttum niðurstöðum VMK minnkaði atvinnuþátttaka lítillaga milli



fjórðunga en hlutfall starfandi hækkaði um 0,6 prósentur. Atvinnuleysi minnkaði þannig um 1 prósentu milli fjórðunga og mældist 2,8%. Það hefur því áfram minnkað og var orðið jafn lítið og um haustið 2017. Árstíðarleiddrétt skráð atvinnuleysi Vinnumálastofnunar var litlu meira eða 3% á öðrum fjórðungi.

Landsmönnum fjölgaði um 3,4% milli ára á öðrum fjórðungi. Á fyrri hluta ársins fluttu um 5500 fleiri til landsins en frá því sem er aukning frá því á fyrri hluta síðasta árs þegar íbúum fjölgaði um 4520 manns vegna búferlaflutninga.

Launavísitalan hækkaði um 3,1% milli fjórðunga og um 10% milli ára á öðrum fjórðungi. Árshækkunin jókst um liðlega 1 prósentu frá fyrri fjórðungi þegar nýgerðir kjarasamningar fjölmennra bandalaga og sambanda launafólks við ríki og sveitarfélög komu til framkvæmda. Kaupmáttur launa jókst hins vegar aðeins um 0,5% milli ára á fjórðungnum.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok júlí, lækkaði um 1% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðarsveiflu en hækkaði um 3,8% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Húsnæðis- og mannvirkjastofnun reiknar út, lækkaði um 0,5% milli mánaða í júlí að teknu tilliti til árstíðar en hækkaði um 0,8% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 26,3% á fyrstu sjö mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en kaupsamningum um nýbyggingar um 41% á sama tímabili. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu í júlí mældist um 6,3 mánuðir sem er töluvert meira en í júlí í fyrra þegar hann var 1,5 mánuðir enda hefur íbúðum til sölu fjölgað mikið undanfarna mánuði.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,03% milli mánaða í júlí og mældist ársverðbólga 7,6%. Hún hefur minnkað undanfarið sem litast af því að talsverð grunnáhrif voru fyrir hendi þar sem miklar verðhækkningar á sama tíma í fyrra falla nú úr árssamanburðinum. Verðbólga án húsnæðis hefur einnig hjaðnað og mældist 7,1% í júlí. Undirliggjandi verðbólga var 6,7% miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða og hefur minnkað um 0,8 prósentur frá því að hún náði hámarki í apríl sl.

Lækkun kostnaðar vegna eigin húsnæðis hafði töluvert áhrif til lækkunar vísitölu neysluverðs í júlí. Markaðsverð húsnæðis lækkaði milli mánaða, bæði á höfuðborgarsvæðinu og á landsbyggðinni. Kostnaður vegna eigin húsnæðis hefur hækkað um 9,6% sl. tólf mánuði en árshækkunin náði hámarki í 22,4% í júlí 2022. Áhrif af sumarútsölum voru svipuð og fyrir ári en þau eru ennþá heldur minni en þau voru að jafnaði fyrir faraldurinn. Flugfargjöld til útlanda og verð á þjónustu hótela og veitingastaða hækkaði milli mánaða eins og jafnan á þessum árstíma. Matvöruverð hækkaði áfram og er 12,4% hærra en á sama tíma fyrir ári.

Samkvæmt sumarkönnunum Gallup hækkuðu verðbólguvæntingar heimila til tveggja ára og námu 7% en langtímaverðbólguvæntingar þeirra voru óbreyttar í 6%. Hins vegar hækkuðu langtímaverðbólguvæntingar stjórnenda fyrirtækja sem búast við að verðbólga verði að meðaltali 5% á næstu fimm árum. Í könnun á væntingum markaðsaðila frá því fyrr í ágúst gerðu þeir ráð fyrir að verðbólga yrði að meðaltali 4% á næstu fimm árum en væntingar þeirra til tíu ára hækkuðu lítilllega frá maikönnuninni og námu 3,6%. Lengri tíma verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur einnig hækkað og var fimm ára álagið eftir fimm ár komið upp í 3,6% um miðjan ágúst en hafði lækkað í um 3% í maí. Verðbólguálagið til allt að fimm ára hefur hins vegar heldur lækkað.

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 23. ágúst er talið að verðbólga verði heldur minni á næstunni en spáð var í maí. Verðbólga hefur minnkað undanfarið og mældist 7,6% í júlí og er því komin á sama stig og hún var á í maí í fyrra. Hjöðnun verðbólgu í júlí litast hins vegar mjög af sterkum grunnáhrifum vegna mikilla verðhækkana á sama tíma í fyrra sem nú falla úr árssamanburðinum. Áhrif innfluttra verðhækkana hafa minnkað, m.a. vegna hækkunar á gengi krónunnar undanfarið, en innlendar verðhækkningar hafa reynst þrálátari. Launavísitala hækkaði um 10% milli ára á öðrum fjórðungi ársins og verð á dagvöru og almennri þjónustu hefur hækkað áfram. Þá hafa verðbólguvæntingar til meðallangs

og langs tíma lítið breyst þótt hjöðnun verðbólgu í júlí hafi verið umfram væntingar. Verðbólguhorfur til lengri tíma hafa því lítið breyst frá því í maí.

Hægt hefur á hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands en þó minna en gert var ráð fyrir í maíspá *Peningamála*. Horfur eru þó áfram á litlum hagvexti í ár og á næsta ári eða um 1% á ári. Lækkun orkuverðs gerir það að verkum að almenn verðbólga hefur minnkað í þróuðum ríkjum en undirliggjandi verðbólga hefur reynst mun þrálátari þrátt fyrir töluverða hækkun vaxta helstu seðlabanka heimsins.

Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að hagvöxtur hér á landi hafi mælst 7% á fyrsta fjórðungi þessa árs þar sem kröftugur vöxtur einkaneyslu og útflutnings vó þyngst, auk þess sem nokkur aukning mældist í birgðum á fjórðungnum. Þótt þetta hafi verið heldur meiri hagvöxtur en mældist að meðaltali á síðasta ári var vöxturinn minni en búist var við í maíspá bankans. Gert hafði verið ráð fyrir enn meiri vexti einkaneyslu og þá reyndust fjárfestingarumsvif, sérstaklega í íbúðabyggingu og í orkufrekum iðnaði, töluvert minni en áætlað hafði verið. Vísbendingar eru um að vöxtur innlendrar eftirspurnar hafi gefið enn frekar eftir á öðrum fjórðungi ársins. Hægari vöxtur á fyrri hluta ársins gerir það að verkum að nú er gert ráð fyrir 3,5% hagvexti á árinu öllu en ekki 4,8% líkt og spáð var í maí. Hagvaxtarhorfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar lítið breyst.

Heildarvinnustundum fjölgaði nokkuð á öðrum fjórðungi ársins og atvinnuleysi hélt áfram að minnka. Það var 2,8% að meðaltali á öðrum fjórðungi ársins og hefur ekki mælst svo lítið síðan haustið 2017. Þótt lausum störfum hafi heldur fækkað undanfarið eru áfram skýrar vísbendingar um töluverða spennu á vinnumarkaði. Grunnspáin gerir þó ráð fyrir að atvinnuleysi þokist smám saman upp í stig sem betur samræmist jafnvægi í þjóðarþúinu og verðstöðugleika.

Þótt framboðshlið heimshagkerfisins virðist að mestu komin í eðlilegt horf eftir áföll undanfarinna ára er sem fyrr mikil óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur og hversu kostnaðarsamt það mun reynast að tryggja aftur verðstöðugleika í helstu iðnríkjum. Það á ekki síður við hér á landi enda virðist kjölfesta verðbólguvæntinga hafa laskast. Verðbólga gæti því reynst þrálátari en nú er spáð sem kalla myndi á meiri samdrátt innlendra efnahagsumsvifa til að ná tókum á henni á ný.

## II Ákvarðanir um stjórnþæki bankans í peningamálum

Nefndin ræddi taumhald peningastefnunnar í ljósi framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu hækkað nokkuð frá maífundu nefndarinnar. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en nefndin ákvað á fundi sínum í maí að hækka vexti enn frekar. Á þeim tíma höfðu verðbólguhorfur áfram versnað, verðbólguvæntingar til lengri tíma hækkað og efnahagsumsvif verið kröftugri en áður var talið.

Nefndarmenn ræddu að verðbólga hefði hjaðnað undanfarið og mældist 7,6% í júlí. Fram kom að framlag húsnæðisliðarins til verðbólgu hefði minnkað, dregið hefði úr alþjóðlegum verðhækkunum og gengi krónunnar hækkað. Rætt var um að innlendar verðhækkningar hefðu hins vegar reynst þrálátar og væru enn á breiðum grunni. Undirliggjandi verðbólga hefði því minnkað hæggar en mæld verðbólga og var 6,7% í júlí.

Nefndin fjallaði um að hagvöxtur hefði mælst 7% á fyrsta fjórðungi þessa árs og að atvinnuleysi hefði haldið áfram að minnka. Taldi nefndin að enn væri því töluverð spennu á vinnumarkaði og í þjóðarþúinu í heild þótt vísbendingar væru um að tekið væri að hægja á vexti efnahagsumsvifa.

Rætt var um að verðbólguhorfur til lengri tíma hefðu lítið breyst þótt horfur til skamms tíma hefðu batnað frá því í maí. Þá væru verðbólguvæntingar til lengri tíma vel yfir markmiði og því væri enn hætta á að verðbólga reyndist þrálát.

Nefndarmenn voru sammála um að svo virtist sem áhrif vaxtahækkana væru að koma fram í meira mæli eins og birtist í þróun bæði einkaneyslu og fjárfestingar. Hins vegar var bent á að þótt vísbendingar væru um hægari efnahagsumsvif væri líklegt miðað við reynsluna að fyrsta áætlun þjóðhagsreikninga yrði endurskoðuð til hækkunar. Þá hefði gengi krónunnar hækkað undanfarið og því ætti innflutt verðbólga að hjaðna að öðru óbreyttu en óvíst væri að hve miklu leyti það myndi skila sér út í verðlag á meðan verðbólga væri jafn eftirspurnardriffin og raun bæri vitni.

Meginumræðan í nefndinni snerist um það hversu mikið ætti að hækka vexti í kjölfar þess að þeir voru hækkaðir um 1,25 prósentur á síðasta fundi nefndarinnar í maí. Helstu rök sem komu fram fyrir því að taka stærra skref voru þau að enn væri veruleg spenna á vinnumarkaði, stór hluti fyrirtækja starfaði við hámarks framleiðslugetu, atvinnuleysi væri lítið og hefði minnkað á milli funda. Fáar skýrar vísbendingar væru um að staðan á vinnumarkaði væri að breytast. Var nefndin sammála um að miklar launahækkanir undanfarið hefðu, ásamt öðrum þáttum, drifið innlenda eftirspurn áfram. Jafnframt kom fram að verðbólguvæntingar til meðallangs og langs tíma hefðu lítið breyst undanfarið þrátt fyrir að verðbólga hefði minnkað og verðbólguhorfur til skamms tíma batnað. Taldi nefndin að það væri mikið áhyggjuefni að verðbólguvæntingar væru vel yfir markmiði og að kjölfesta þeirra við markmið virtist löskuð. Það gæti m.a. leitt til þess að of lítið viðnám væri til staðar gegn því að kostnaðarhækkunum væri velt áfram út í verðlag ásamt því að viðmið fyrir launahækkanir í komandi kjarasamningum yrði hærra en ella. Gæti það síðan leitt til víxlverkunar hækkanandi launa og verðlags og þrálátrar verðbólgu. Enn væri töluverður kraftur í þjóðarbúinu þótt hann væri heldur minni en spáð var. Það væri jákvætt að verðbólga hefði minnkað undanfarið en hins vegar væri stór hluti af hjöðnun hennar hingað til vegna grunnáhrifa í samræmi við það sem gert hefði verið ráð fyrir. Verðbólguhorfur til lengri tíma hefðu því lítið breyst frá því í maí og enn væri hættu á að verðbólga yrði áfram þrálát. Í ljósi þessara þátta og þess að útlit væri áfram fyrir að verðbólga myndi hjaðna hægt þyrftu raunvextir Seðlabankans líklega að verða nokkru hærra en jafnvægisraunvextir og haldast háir lengur. Þótt taumhald peningastefnunnar hefði aukist á milli funda var því bent á að ekki væri ljóst hvort það væri orðið nægjanlegt til að ná tókum á verðbólgu. Meiri áhætta væri fólgin í því ef taumhald peningastefnunnar væri of laust heldur en of þétt í ljósi þess hversu mikill eftirspurnarþrýstingur væri til staðar.

Helstu rök sem komu fram fyrir því að taka minni skref eða jafnvel nema staðar voru þau að svo virtist sem áhrif peningastefnunnar væru nú að koma fram og krafturinn í þjóðarbúinu væri minni en búist hefði verið við samkvæmt fyrri spám. Margir þættir drægju nú úr verðbólguþrýstingi, s.s. hækkan á gengi krónunnar sem ætti enn eftir að koma fram í verðlagi. Umsvif á húsnæðismarkaði hefðu áfram minnkað og útlit væri fyrir að dregið hefði úr einkaneyslu á öðrum ársfjórðungi. Nefnt var að hafin væri endurskoðun á vöxtum húsnæðislanasamninga hjá hluta heimila sem mun leiða til þess að greiðslubyrði þeirra þyngist á næstunni. Þá hefðu innlánsvextir hækkað nokkuð sem ætti að hvetja til aukins sparnaðar. Hvort tveggja ætti að hægja á eftirspurn að öðru óbreyttu. Mögulega væri því ekki þörf á mikilli hækkan meginvaxta til þess að ná fram hækkan raunvaxta.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu hækkaðir um 0,5 prósentur. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 9,25%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 9%, vextir af lánnum gegn veði til sjö daga 10% og daglánvextir 11%. Ásgeir Jónsson, Rannveig Sigurðardóttir, Ásgerður Ósk Pétursdóttir og Herdís Steingrimsdóttir greiddu atkvæði með tillögunni. Gunnar Jakobsson greiddi atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra og vildi hækka vexti um 0,25 prósentur. Taldi hann að áhrif síðustu vaxtahækkana á þróunina fram á við væru mögulega vanmetin í ljósi þess að vextir hefðu verið hækkaðir skarpt undanfarið og áhrif hækkananna væru ekki að fullu komin fram. Raunvextir hefðu farið hækkanandi og taumhald peningastefnunnar aukist jafnt og

þétt undanfarið ár. Því væru meiri líkur en minni til þess að ekki væri þörf á miklum vaxtahækkunum til þess að ná fram auknu taumhaldi peningastefnunnar.

Nefndin var sammála um að í ljósi aðstæðna væri nauðsynlegt að herða nú taumhald peningastefnunnar enn frekar. Taldi nefndin að einkum væri mikilvægt að koma í veg fyrir víxlverkun hækkandi launa og verðlags. Að mati hennar væru vísbendingar um að áhrif vaxtahækkana undanfarin misseri væru að koma skýrar fram og myndi peningastefnan á næstunni ráðast af þróun efnahagssumsvífa, verðbólgu og verðbólguvæntinga.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Ásgeir Jónsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Rannveig Sigurðardóttir, varaseðlabankastjóri peningastefnu

Gunnar Jakobsson, varaseðlabankastjóri fjármálastöðugleika

Herdís Steingrímsdóttir, dósent, utanaðkomandi nefndarmaður

Ásgerður Ósk Pétursdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur Seðlabankans, sat allan fund nefndarinnar. Þar að auki sátu nokkrir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Karen Á. Vignisdóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 4. október 2023.



# FUNDARGERÐ

PENINGASTEFNUNEFND



2023

Október  
117. fundur  
Birt 18. október 2023

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Október 2023 (117. fundur)

Birt: 18. október 2023

Í lögum um Seðlabanka Íslands segir að ákvarðanir um beitingu stjórnækja bankans í peningamálum séu teknar af peningastefnunefnd og að opinberlega skuli birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra. Á grundvelli þessa birtir peningastefnunefnd fundargerðir tveimur vikum eftir að ákvarðanir hennar eru kynntar. Í fundargerðunum koma m.a. fram upplýsingar um hvernig atkvæði einstakra nefndarmanna féllu við ákvarðanir nefndarinnar.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 2.- 4. október 2023, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, ákvarðanir um beitingu stjórnækja bankans í peningamálum og kynningu þeirra ákvarðana 4. október.

### I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um ákvarðanir í peningamálum 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 síðasta fundi nefndarinnar 23. ágúst 2023.

#### Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í ágúst hafði gengi krónunnar lækkað um 2,1% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Seðlabankinn átti engin viðskipti með gjaldeyri á tímabilinu.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans jókst frá fundi nefndarinnar í ágúst. Raunvextir bankans voru 2,9% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og voru 0,3 prósentum hærrí en rétt eftir birtingu vaxtaákvörðunar nefndarinnar í ágúst. Miðað við ársverðbólgu lækkuðu þeir hins vegar um 0,3 prósentur á sama tímabili og voru 1,2%.

Vextir á ótryggðum innlánnum í viðskiptum til einnar nætur (IKON) og vextir á millibankamarkaði með krónur hækkuðu í takt við hækkun meginvaxta í ágúst en engin velta var á millibankamarkaði á milli funda nefndarinnar. Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hækkaði um 0,6-0,8 prósentur frá fundinum í ágúst og krafa lengri verðtryggðra ríkisbréfa hækkaði um 0,5-0,6 prósentur á sama tíma. Meðalvextir óverðtryggðra íbúðalána höfðu hækkað í kjölfar hækkunar meginvaxta í ágúst og meðalvextir verðtryggðra íbúðalána höfðu einnig hækkað lítillega. Þá höfðu vextir á óverðtryggðum sparireikningum hækkað í takt við hækkun meginvaxta í ágúst.

Skammtíma vaxtamunur miðað við þriggja mánaða millibankavexti jókst um 0,3-0,4 prósentur á milli funda og var 6 prósentur gagnvart evrusvæðinu og 4,3 prósentur gagnvart Bandaríkjunum. Langtíma vaxtamunur jókst um 0,4-0,5 prósentur á milli funda og nam munurinn 2,9 prósentum gagnvart Bandaríkjunum og 4,7 prósentum gagnvart Þýskalandi. Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs breyttust lítið milli funda nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var 0,8% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldabréfum var 1,2-1,4 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu þess að peningastefnunefnd myndi hækka vexti um 0,25 eða 0,5 prósentur. Vísuðu þær til þess að þótt vísbendingar væru um að það væri að hægja á innlendra eftirspurn og að húsnæðismarkaðurinn hafi kólnað þá hefði verðbólga aukist á ný, verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefði hækkað og verðbólguvæntingar til lengri tíma væru enn yfir verðbólgu markmiðinu. Þá væri enn mikil spennan á vinnumarkaði og raunvextir þyrftu mögulega að vera hærri í ljósi spennunnar í þjóðarbúskapnum.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) jókst töluvert í ágúst þegar hann mældist 13,3%. Hluta af aukningunni má líklega rekja til greiðslu vegna sölu á innlendu líftækniyrirtæki til erlendra aðila. Áfram hefur hægt á ársvexti útlána lánakerfisins til heimila þótt verðbætur á verðtryggð lán hafi aukist. Vöxturinn mældist 6,1% í ágúst samanborið við rúmlega 8% meðalvöxt á fyrri hluta ársins. Þá hefur einnig tekið að hægja á ársvexti útlána lánakerfisins til fyrirtækja sem og hreinum nýjum útlánnum til þeirra.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI10, lækkaði um 10,9% milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 156 ma.kr. á þriðja fjórðungi ársins sem er 31% minni velta en á sama tímabili árið á undan.

## Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Samkvæmt spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD), sem birt var í september, er gert ráð fyrir 3% hagvexti í heimsbúskapnum í ár. Það er 0,3 prósentum meira en stofnunin spáði í júní sl. en undir meðalhagvexti síðastliðinna áratuga. Betri hagvaxtarhorfur í Bandaríkjunum og Japan vega þar þungt en á móti hafa efnahagshorfur á evrusvæðinu og í Kína versnað. OECD gerir hins vegar ráð fyrir hægari heimshagvexti á næsta ári, eða 2,7% í stað 2,9% í júnispánni. Stofnunin spáir því að almenn verðbólga í G20-ríkjunum hjaðni úr 7,8% í fyrra og í 6% í ár. Það er lítillaga minna en spáð var í júní. Þá er gert ráð fyrir að verðbólga hjaðni í 4,8% á næsta ári sem þó er lítillaga meira en í júnispánni.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands nam halli á vöruskiptajöfnuði 200 ma.kr. á fyrstu átta mánuðum ársins samanborið við 87 ma.kr. halla á sama tíma í fyrra á föstu gengi. Aukinn halli á vöruviðskiptum milli ára má rekja til þess að verðmæti vöruútflutnings hefur dregist saman um 11,6% það sem af er ári og mælist samdráttur í öllum helstu undirflokkum útflutnings. Þar vegur þungt minna verðmæti iðnaðarvara milli ára, einkum álafurða sem hefur dregist saman um 23% en einnig mælist töluverður samdráttur í útflutningsverðmæti sjávarafurða vegna minni loðnuútflutnings. Á sama tíma hefur verðmæti vöruinnflutnings aukist um 5% á föstu gengi, og enn mælist vöxtur í öllum meginundirflokkum að undanskildum hrá- og rekstrarvörum. Vöxtinn má þó einkum rekja til verðhækkana en magnið hefur lítið breyst á milli ára.

Heimsmarkaðsverð á áli hækkaði um 5,9% frá ágústfundi nefndarinnar og var um 2.100 Bandaríkjadaliir á tonnið. Það er um 2% hærra verð en í október í fyrra en umtalsvert lægra en það var mánuðina eftir innrásina í Úkraínu. Bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hafi lækkað lítillaga milli mánaða í ágúst en hafi þó verið um 5% hærra á fyrstu átta mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra. Heimsmarkaðsverð á Brent-hráolíu hækkaði um 8,2% milli funda

nefndarinnar og var um 91 Bandaríkjadalur á tunnu á októberfundinum. Það er 2,3% lægra verð en í október í fyrra. Annað hrávöruverð á heimsmarkaði hefur hins vegar lækkað frá fundinum í ágúst.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 2% milli mánaða í ágúst og var þá 12,5% yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs og 2,8% hærra en í desember 2019. Raungengi á þennan mælikvarða lækkaði um 0,9% milli ára á fyrstu átta mánuðum ársins og má rekja lækkunina til 3,8% lækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var 3,1% meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

## Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofan birti í lok ágúst var hagvöxtur á öðrum ársfjórðungi um 4,5% og var það heldur meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í spá *Peningamála* í ágúst. Rekja má frávikið að mestu til þess að einkaneysla jókst lítillega í stað þess að dragast saman líkt og gert var ráð fyrir og á sömu sveif lagðist meira framlag birgðabreytinga til landsframleiðslu. Nokkuð dró úr krafti innlendrar eftirspurnar á fjórðungnum eftir kröftugan vöxt undanfarna fjórðunga og jukust þjóðarútgjöld um 1,4% milli ára samanborið við 4% vöxt á fyrsta ársfjórðungi og 6,6% vöxt í fyrra. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var jákvætt um 3,2 prósentur sem er í takt við ágústspána og má rekja til vaxandi útflutningstekna vegna ferðaþjónustu.

Á fyrri helmingi ársins mældist vöxtur landsframleiðslu 5,8% sem má að mestu rekja til hagstæðra utanríkisviðskipta ásamt aukningu einkaneyslu og fjármunamyndunar. Samkvæmt tölum Hagstofunnar voru lítilsháttar frávik frá ágústspá bankans í flestum undirliðum þjóðarútgjalda. Rekja má það að miklu leyti til endurskoðunar áður birtra talna fyrir árið 2022 en hagvöxtur reyndist hafa verið meiri á því ári en áður hafði verið áætlað. Útflutningur jókst um 9% á fyrri hluta ársins og innflutningur um 1,6% og var því framlag utanríkisviðskipta jákvætt um 3,2 prósentur sem er í takt við síðustu spá.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi benda til þess að dregið hafi úr eftirspurn heimila. Greiðslukortavelta dróst lítillega saman milli ára í júlí og ágúst og samkvæmt væntingavísitölu Gallup jókst svartsýni heimila í september þegar vísitalan lækkaði frá fyrri mánuði.

Samkvæmt frumvarpi til fjárlaga fyrir árið 2024 er gert ráð fyrir að halli á rekstri ríkissjóðs nemi 46 ma.kr. eða 1% af áætlaðri landsframleiðslu og að hann aukist um 5 ma.kr. milli ára. Þá er áætlað að frumjöfnuður ríkissjóðs verði jákvæður um 28 ma.kr. eða um 0,6% af landsframleiðslu á næsta ári og er það minni afgangur en gert er ráð fyrir í ár. Að hluta má rekja þessa þróun til mikillar verðbólgu í ár sem kemur fyrr fram á tekjuhlið en á gjaldahlið. Fram kemur að spáð er minnkandi framleiðsluspennu á næsta ári og að teknu tilliti til þess, ásamt áhrifum einskiptisliða, er talið að aðhald ríkisfjármála aukist um 0,3% af landsframleiðslu á næsta ári.

Samkvæmt niðurstöðum haustkönnunar Gallup sem framkvæmd var í ágúst og september meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna heldur jákvæðari en í sumarkönnuninni. Væntingar stjórnenda til næstu sex mánaða voru einnig betri þar sem 28% stjórnenda töldu að efnahagsaðstæður batni eftir sex mánuði eða nokkru fleiri en í sumar. Um 45% töldu að efnahagsaðstæður verði áfram óbreyttar næstu sex mánuði. Stjórnendur voru þó heldur svartsýnni um innlenda og erlenda eftirspurn en í sumarkönnuninni, einkum stjórnendur í fjármála- og tryggingastarfsemi og samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu.

Horfur um afkomu fyrirtækja böttnuðu frá því að síðast var spurt um þær í vorkönnuninni og taldi tæplega þriðjungur stjórnenda að hagnaður yrði meiri á árinu en í fyrra, á meðan um 36% stjórnenda töldu að hagnaður myndi dragast saman. Væntingar stjórnenda til framlegðar næstu sex mánuði böttnuðu örlítið frá síðustu könnun og töldu um 28% stjórnenda að framlegð myndi aukast en þriðjungur stjórnenda að



hún myndi dragast saman. Horfur um fjárfestingar á árinu bötunuðu töluvert milli kannana og taldi um fimmtungur stjórnenda að fjárfesting verði meiri í ár en í fyrra, en 55% stjórnenda töldu að fjárfesting yrði óbreytt milli ára.

Samkvæmt árstíðarleiðréttum niðurstöðum könnunarinnar er enn nokkur kraftur í vinnuafleifisþróun þótt tekið sé að hægja á henni. Hlutfall fyrirtækja sem vildu fjölga starfsfólki að frádregnu hlutfalli þeirra sem vildu fækka því var 16 prósentur. Munurinn hefur verið svipaður það sem af er ári en mældist um 12 prósentum minni frá því á sama tíma í fyrra. Hann var þó enn nokkuð yfir sögulegu meðaltali. Að sama skapi dró úr mönnunarvanda fyrirtækja þótt meirihluti fyrirtækja starfi enn við full afköst. Um 36% stjórnenda töldu vera skort á starfsfólki sem er 7 prósentum lægra hlutfall en í síðustu könnun en hlutfallið var ennþá yfir sögulegu meðaltali. Hins vegar töldu 58% stjórnenda fyrirtæki sitt í vanda með að mæta óvæntri eftirspurn og hefur hlutfallið verið í eða nálægt sögulegu hámarki það sem af er ári. Könnunin gefur til kynna að enn sé töluvert álag á framleiðsluþáttum í flestum atvinnugreinum ef frá eru taldar samgöngur, flutningar og ferðaþjónusta.

Launavísitalan hækkaði um 0,3% milli mánaða í ágúst og hækkaði um 10,8% milli ára. Raunlaun voru 2,8% hærrí en á sama tíma í fyrra.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok september, hækkaði um 0,2% milli mánaða í september að teknu tilliti til árstíðarsveiflu en um 2,3% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Húsnæðis- og mannvirkjastofnun reiknar út, hækkaði um 0,5% milli mánaða í ágúst að teknu tilliti til árstíðar en um 2% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 22,4% á fyrstu átta mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en kaupsamningum um nýbyggingar um 36,4% á sama tímabili. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu í ágúst mældist 5,5 mánuðir sem er töluvert lengri en í fyrra þegar hann var 1,8 mánuðir enda hefur íbúðum til sölu haldið áfram að fjölga mikið undanfarna mánuði.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,35% milli mánaða í september og jókst ársverðbólga á ný, í 8%. Verðbólga án húsnæðis jókst einnig og mældist 7,7%. Undirliggjandi verðbólga var 6,5% miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða og hefur því hjaðnað lítillega á milli funda en hún hefur minnkað um 1 prósentu frá því að hún náði hámarki í apríl sl.

Verðhækkun á fötum og skóm vegna útsöluloka, hækkun kostnaðar vegna eigin húsnæðis og lækkun flugfargjalda höfðu mest áhrif á vísitölu neysliverðs í september. Heildaráhrif af sumarútsölum á verðbólgu voru svipuð og í fyrra þar sem verslanir hækkuðu verð umfram útsöluáhrifin. Kostnaður vegna eigin húsnæðis hækkaði um 0,9% milli mánaða eftir lækkun tvo mánuði í röð. Hækkunina má fyrst og fremst rekja til verðhækkunar á fjölbýli á höfuðborgarsvæðinu. Matvöruverð hækkaði einnig áfram í september og hefur hækkað um 12,4% síðastliðna tólf mánuði.

Samkvæmt haustkönnun Gallup lækkuðu verðbólguvæntingar heimila til eins og tveggja ára og búast heimilin nú við að verðbólga verði 6% eftir tvö ár. Verðbólguvæntingar fyrirtækja til tveggja ára stóðu hins vegar í stað í 5%. Langtímaverðbólguvæntingar bæði heimila og fyrirtækja lækkuðu milli kannana og búast heimili við að verðbólga verði að meðaltali 5% á næstu fimm árum og fyrirtæki vænta 4% verðbólgu yfir sama tímabil. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til tíu ára stóð nokkurn veginn í stað frá ágústfundi nefndarinnar og mældist um 4% í byrjun október. Álagið til fimm ára eftir fimm ár hafði hins vegar lækkað og var tæplega 3,5%.

## II Ákvarðanir um stjórnþæki bankans í peningamálum

Nefndin ræddi taumhald peningastefnunnar í ljósi framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu hækkað frá ágústfundi nefndarinnar. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en nefndin ákvað á fundi sínum í ágúst að hækka vexti enn frekar. Á þeim tíma höfðu verðbólguhorfur til lengri tíma lítið breyst þótt horfur til skamms tíma hefðu batnað og töluverð spenna var enn á vinnumarkaði.

Nefndin fjallaði einnig almennt um stjórnþæki peningastefnunnar og reynsluna af notkun ólíkra tækja á undanförunum árum. Ræddi nefndin í því samhengi lausafjárstýringu bankans, ólíkar markaðsaðgerðir, vaxtatækið og miðlun peningastefnunnar. Farið var yfir miðlun peningastefnunnar á ólíkum tímum og fjallað um tímabil þar sem brestir virtust hafa myndast. Þá var kynnt mat á miðlunarferli peningastefnunnar með ólíkum aðferðum og ræddi nefndin að miðlunin virtist hafa gengið vel undanfarið misseri. Einnig var fjallað um samspil peningastefnu og fjármálastöðugleika og reynsluna af beitingu þjóðhagsvarúðartækja í samhengi við stjórnþæki peningastefnunnar undanfarið ár.

Nefndarmenn ræddu að á heildina lítið hefði þróun efnahagsmála verið í samræmi við mat þeirra á síðasta fundi. Eins og nefndin hafði gert ráð fyrir hafði verðbólga aukist á ný og mældist 8% í september. Fram kom að verðbólga án húsnæðis hefði einnig aukist en að undirliggjandi verðbólga hefði hjaðnað lítillega. Nefndin ræddi að vísbendingar væru um að heldur hefði dregið úr tíðni verðhækkana og að þær væru ekki á eins breiðum grunni og áður. Einnig kom fram að þótt verðbólguvæntingar væru áfram of háar hefðu þær lækkað á suma mælikvarða.

Nefndin fjallaði um að hagvöxtur hefði mælst 5,8% á fyrri hluta þessa árs en hefði verið ríflega 7% á síðasta ári. Nokkuð hefði því hægt á vexti efnahagssumsvifa og kom fram að vísbendingar væru um að hægt hefði enn frekar á eftirspurn á þriðja fjórðungi ársins. Taldi nefndin að aftur á móti væri enn nokkur spenna á vinnumarkaði og í þjóðarbúskapnum í heild. Raunvextir bankans hefðu hins vegar hækkað það sem af væri ári og var nefndin sammála um að áhrif vaxtahækkana bankans væru farin að koma fram í meira mæli.

Nefndarmenn ræddu hvort halda ætti vöxtum óbreyttum eða hækka þá um 0,25 eða 0,5 prósentur. Helstu rök sem komu fram fyrir því að halda þeim óbreyttum voru þau að áfram hefði dregið úr vexti efnahagssumsvifa og vísbendingar væru heldur skýrari en áður um að hægt hefði á vexti einkaneyslu. Greiðslukortavelta hefði áfram dregist saman frá fyrra ári og hægt hefði á vexti innflutnings. Rætt var um að þótt verðbólga væri enn mikil þá hefði hún samt sem áður hjaðnað frá því í vor og hægt hefði á verðhækkunum undanfarið. Undirliggjandi verðbólga miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða hefði einnig minnkað lítillega frá ágústfundi nefndarinnar. Fram kom í umræðunni að það hefði tekist sem lagt hafði verið upp með á vormánuðum að hækka vexti skarpt til að ná árangri fyrr. Þannig hefðu raunvextir hækkað nokkuð undanfarið sem hefði meðal annars komið fram í vaxandi sparnaði heimila. Áhrif hærri raunvaxta ættu einnig eftir að koma fram í auknum mæli á næstunni. Miðlun peningastefnunnar hefði gengið vel og bæði innláns- og útlánsvextir hefðu hækkað undanfarið. Bent var á að raunvextir sem fyrirtæki stæðu frammi fyrir væru nokkru hærri en raunvextir miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða og mætti áætla að taumhaldið væri því orðið nægjanlegt á þann mælikvarða miðað við núverandi aðstæður. Einnig var bent á að líkur væru á að taumhaldið myndi aukast frekar á næstu misserum vegna minnkandi verðbólgu og því væri ekki ljóst hvort þörf væri á frekari hækkun nafnvaxta.

Helstu rök sem komu fram fyrir því að hækka vexti voru þau að enn væri spenna á vinnumarkaði og vísbendingarnar um hægari umsvif í þjóðarbúskapnum væru ennþá veikar. Samkvæmt bráðabirgðatölum þjóðhagsreikninga virðist framleiðsluspenna einnig hafa verið meiri í fyrra og á fyrri hluta þessa árs en talið var á síðasta fundi og því gæti þurft hærri vexti en ella. Töluverð óvissa væri því

um hvort taumhald peningastefnunnar væri nægjanlegt til að ná verðbólgu í markmið innan ásættanlegs tíma. Einnig var bent á að það væri meiri áhætta fólgin í því að herða taumhaldið of lítið heldur en of mikið þar sem það væri einungis stuttur tími liðinn síðan raunvextir urðu jákvæðir og lítið þyrfti út af að bregða til þess að þeir myndu lækka á ný. Fáar vísbendingar væru fyrir hendi um að taumhaldið væri of þétt. Nokkur áhætta væri því fólgin í því að ljúka vaxtahækkunarferlinu of snemma. Í því ljósi væri það jafnframt áhyggjuefni að kjölfesta verðbólguvæntinga virtist vera löskuð sem gæti þýtt að taumhald peningastefnunnar þyrfti að vera meira en ella. Einnig ræddi nefndin að gengi krónunnar hefði veikst undanfarið sem væri áhyggjuefni ef það myndi leiða til þess að innflutt verðbólga yrði meiri en ella. Bent var á að enn væru talsverðar líkur á annarrar umferðar áhrifum kostnaðarhækkana á verðlag.

Fram kom á fundinum að á þessum tímamarki væri nokkur óvissa um efnahagsframvinduna og hvort núverandi taumhald væri nægjanlegt. Vísbendingar væru um að tekið væri að hægja á umsvifum í þjóðarbúskapnum á suma mælikvarða en einnig væru merki um að spenna á aðra mælikvarða hefði jafnvel aukist. Í ljósi þess að heildarmyndin hefði ekki breyst að ráði frá síðasta fundi gæti verið rétt að staldra við en á næsta fundi myndi liggja fyrir ný þjóðhags- og verðbólguáætlun bankans.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 9,25%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 9%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 10% og daglánvextir 11%.

Ásgeir Jónsson, Rannveig Sigurðardóttir og Gunnar Jakobsson greiddu atkvæði með tillögunni. Ásgerður Ósk Pétursdóttir studdi einnig tillöguna en hefði fremur kosið að hækka vexti um 0,25 prósentur. Herdís Steingrímisdóttir greiddi atkvæði gegn tillögunni og vildi hækka vexti um 0,25 prósentur. Taldi hún að vísbendingar um að tekið væri að hægja á umsvifum væru ekki nægjanlega sannfærandi. Lagði hún áherslu á að spenna á vinnumarkaði væri enn töluverð og að þótt taumhald peningastefnunnar hefði aukist og raunvextir væru nýlega orðnir jákvæðir hefði hún áhyggjur af því að taumhaldið væri ekki nægjanlegt til að koma verðbólgu í markmið innan ásættanlegs tíma. Ásgerður tók undir þessi sjónarmið en taldi hins vegar að hægt væri að staldra við þar sem stutt væri í næsta fund og þá lægi ný þjóðhagsáætlun fyrir.

Að mati nefndarinnar myndi peningastefnan á næstunni ráðast af þróun efnahagssumsvifa, verðbólgu og verðbólguvæntinga.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Ásgeir Jónsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar  
Rannveig Sigurðardóttir, varaseðlabankastjóri peningastefnu  
Gunnar Jakobsson, varaseðlabankastjóri fjármálastöðugleika  
Herdís Steingrímisdóttir, dósent, utanaðkomandi nefndarmaður  
Ásgerður Ósk Pétursdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur Seðlabankans, sat allan fund nefndarinnar. Þar að auki sátu nokkrir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Karen Á. Vignisdóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 22. nóvember 2023.



# FUNDARGERÐ

## PENINGASTEFNUNEFND



2023

Nóvember  
118. fundur  
Birt 6. desember 2023

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Nóvember 2023 (118. fundur)

Birt: 6. desember 2023

Í lögum um Seðlabanka Íslands segir að ákvarðanir um beitingu stjórnækja bankans í peningamálum séu teknar af peningastefnunefnd og að opinberlega skuli birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra. Á grundvelli þessa birtir peningastefnunefnd fundargerðir tveimur vikum eftir að ákvarðanir hennar eru kynntar. Í fundargerðunum koma m.a. fram upplýsingar um hvernig atkvæði einstakra nefndarmanna féllu við ákvarðanir nefndarinnar.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 20.-21. nóvember 2023, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, ákvarðanir um beitingu stjórnækja bankans í peningamálum og kynningu þeirra ákvarðana 22. nóvember.

### I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um ákvarðanir í peningamálum ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármáalegan stöðugleika, horfur í heimbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlendan þjófþarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá síðasta fundi nefndarinnar 4. október 2023 eins og þær birtust í nýrri spá og óvissumati í *Peningamálum 2023/4* hinn 22. nóvember.

#### Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í október hafði gengi krónunnar lækkað um 3,5% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á milli funda nam gjaldeyrissala Seðlabankans 18 m. evra (2,8 ma.kr.) og hlutur bankans af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði var um 7% á tímabilinu.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans minnkaði lítillega frá fundi nefndarinnar í október. Raunvextir bankans voru 2,7% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og voru 0,1 prósentu lægri en rétt eftir birtingu vaxtaákvörðunar nefndarinnar í október. Miðað við ársverðbólgu hækkuðu þeir hins vegar um 0,1 prósentu á sama tímabili og voru 1,3%.

Vextir á ótryggðum innlánnum í viðskiptum til einnar nætur (IKON) og vextir á millibankamarkaði með krónur voru nánast óbreyttir milli funda nefndarinnar en engin velta var á millibankamarkaði á tímabilinu. Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa lækkaði um allt að 0,3 prósentur frá fundinum í október og krafa lengri verðtryggðra ríkisbréfa lækkaði um allt að 0,4 prósentur á sama tíma. Þá höfðu meðalvextir óverðtryggðra og verðtryggðra íbúðalána hækkað milli funda.

Skammtímavaxtamunur miðað við þriggja mánaða millibankavexti lækkaði um 0,1 prósentu gagnvart evrusvæðinu milli funda og var 6 prósentur en var óbreyttur gagnvart Bandaríkjunum og mældist 4,3 prósentur. Langtímavaxtamunur jókst um 0,1 prósentu á milli funda og nam munurinn 4,9 prósentum gagnvart Þýskalandi og 3 prósentum gagnvart Bandaríkjunum. Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs breyttust lítið milli funda nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var 0,8% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldabréfum var 1,2-1,3 prósentur.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í byrjun nóvember væntu markaðsaðilar þess að meginvextir Seðlabankans hefðu náð hámarki í 9,25% og tækju að lækka á öðrum fjórðungi næsta árs. Þá væntu þeir þess að meginvextir yrðu 8,25% eftir eitt ár og 6,25% eftir tvö ár. Þetta eru heldur hærri vextir en markaðsaðilar gerðu ráð fyrir í síðustu könnun í ágúst. Nokkur breyting varð á afstöðu svarenda til taumhalds peningastefnunnar á milli kannana. Áfram töldu flestir taumhaldið hæfilegt um þessar mundir en hlutfallið hækkaði í 60% úr 44% í síðustu könnun. Þeim sem töldu taumhaldið of laust fækkaði í 13% úr 30% milli kannana og um 27% svarenda töldu taumhaldið of þétt.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu þess að peningastefnunefnd myndi halda vöxtum óbreyttum. Vísuðu þær til þess að þótt verðbólga væri enn mikil og spenna væri á vinnumarkaði myndi óvissan á Reykjanesi vega þyngra í ákvörðuninni.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var 10,4% í september. Það dró úr ársvextinum eftir tímabundin áhrif til hækkunar í ágúst sem má að hluta rekja til greiðslu vegna sölu á innlendu líftæknifyrirtæki til erlendra aðila. Ársvöxtur útlána lánakerfisins til heimila mældist um 6,1% í september og hefur hægt nokkuð á vextinum. Hrein ný útlán til heimila hafa þó tekið að aukast frá miðju ári. Jafnframt hefur hægt á ársvexti útlána lánakerfisins til fyrirtækja en hann mældist 7,7% í september samanborið við um 14% meðalvöxt á fyrri hluta ársins.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI10, lækkaði um 5,6% milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 624 ma.kr. á fyrstu 10 mánuðum ársins sem er 29% minni velta en á sama tímabili árið á undan.

## Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í október sl., er gert ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum minnki úr 3,5% í fyrra í 3% í ár og að hann verði kominn niður í 2,9% á næsta ári. Það eru áþekkar horfur og í síðustu spám sjóðsins en vel undir meðalhagvexti undanfarinna tveggja áratuga. Minni hagvöxt í ár má einkum rekja til þróaðra ríkja en gert er ráð fyrir að hagvöxtur þar minnki úr 2,6% í fyrra í 1,5% í ár og er talið að hann verði kominn niður í 1,4% á næsta ári. Hagvaxtarhorfur í Bandaríkjunum hafa þó batnað að mati sjóðsins en versnað á evrusvæðinu og einnig í Kína. Að auki er útlit fyrir að það hægi mikið á vexti alþjóðaviðskipta í ár og að þau gefi meira eftir en hagvöxtur. Horfur um innflutning þróaðra ríkja hafa einkum versnað í ár að mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Sjóðurinn spáir því að almenn verðbólga í heiminum hjaðni úr 8,7% í fyrra í 6,9% í ár. Þá er talið að hún verði komin niður í 5,8% að meðaltali árið 2024 í takt við áhrif herts peningalegs aðhalds helstu seðlabanka og lækkun alþjóðlegs hrávöruverðs. Kjarnaverðbólga mun hins vegar hjaðna hægar að mati sjóðsins og verður almenn verðbólga í flestum tilfellum ekki komin í markmið seðlabanka fyrr en árið 2025.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands nam halli á vöruskiptajöfnuði 95,7 ma.kr. á þriðja fjórðungi ársins og 223,7 ma.kr. á fyrstu þremur fjórðungum ársins samanborið við 121,8 ma.kr. halla á fyrstu þremur fjórðungum ársins í fyrra á föstu gengi. Útflutningsverðmæti vöru dróst saman um 11%

milli ára á föstu gengi og mældist samdráttur í öllum helstu undirflokkum útflutnings. Lægra verðmæti milli ára má bæði rekja til verðlækkana flestra undirflokka en einnig til samdráttar í útflutningi sjávarafurða. Á sama tíma jókst innflutningsverðmæti vöru um 2% á föstu gengi en þar vegast á aukið verðmæti fjárfestingarvara, neysluvara og flutningatækja en minna verðmæti eldsneytis og hrá- og rekstrarvara. Aukið verðmæti vöruinnflutnings milli ára má einkum rekja til verðhækkana en samdráttur mældist í magni innflutnings milli ára.

Heimsmarkaðsverð á áli hækkaði lítillega frá októberfundi nefndarinnar og var um 2.200 Bandaríkjadalir á tonnið. Það er þó hátt í 6% lægra en í nóvember í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hafi hækkað á ný milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi og mælt að meðaltali um 7% hærra á fyrstu þremur fjórðungum ársins í ár en á sama tíma í fyrra. Heimsmarkaðsverð á Brent-hráolíu lækkaði um tæplega 4% milli funda nefndarinnar og var um 82 Bandaríkjadalir á tunnu á nóvemberfundinum. Það er um 6% lægra verð en í nóvember í fyrra. Annað hrávöruverð hafði einnig lækkað frá fundinum í október.

Raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 1,15% milli mánaða í október og var þá 10,5% yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs og um 1% hærra en í desember 2019. Raugengi á þennan mælikvarða var óbreytt milli ára á fyrstu tíu mánuðum ársins en þar vegast á liðlega 3% lækkun á nafngengi krónu en verðbólga hér á landi var liðlega 3% meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

## Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum um 6,4% milli ára á þriðja ársfjórðungi. Störfum fjölgaði um tæplega 5,7% og meðalvinnuvikan lengdist um 0,7%. Ársfjölgun starfa og heildarvinnustunda á fjórðungnum litast töluvert af þróuninni fyrir ári þegar þeim fækkaði milli fjórðunga. Sé litið til árstíðarleidréttra talna VMK fjölgaði störfum lítið sem ekkert milli fjórðunga en heildarvinnustundum um ½% líkt og árstíðarleiddréttum fjölda launafólks samkvæmt staðgreiðsluskrá.

Árstíðarleiddréttar niðurstöður VMK fyrir þriðja ársfjórðung sýna að atvinnuþátttaka er mikil og hlutfall starfandi hátt. Atvinnuleysi er að sama skapi lítið en það mældist 3,3% á fjórðungnum eins og að jafnaði á fyrri hluta ársins. Árstíðarleiddrétt skráð atvinnuleysi er einnig lítið en það jókst lítillega milli fjórðunga í fyrsta sinn frá því undir lok árs 2020. Það mældist 3,2% á þriðja ársfjórðungi sem er 0,1 prósentu meira en á fjórðungnum á undan en það jókst áfram í 3,4% í október.

Íbúum landsins fjölgaði um 3% milli ára á þriðja ársfjórðungi. Liðlega 2.400 erlendir ríkisborgarar fluttu til landsins umfram þá sem fluttu frá því á fjórðungnum en fjölgun þeirra hefur verið megindrífkraftur fjölgunar starfa um nokkurt skeið. Þá hefur aukinn straumur flóttafólks skýrt töluverðan hluta af íbúafjölgun frá og með síðasta ári. Þótt fjölgun íbúa sé enn mikil í sögulegu samhengi hefur heldur hægt á henni undanfarna tvo fjórðunga.

Launavísitalan hækkaði um 1,2% milli fjórðunga á þriðja fjórðungi ársins og um 10,8% milli ára. Raunlaun voru 2,8% hærra á fjórðungnum en á sama tíma árið 2022.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu benda til þess að ársvöxtur hafi verið svipaður á þriðja ársfjórðungi og hann var fjórðunginn á undan. Greiðslukortavelta í heild dróst áfram saman milli ára og samkvæmt væntingavísitölu Gallup jókst svartsýni neytenda á ný en á móti vó lítills háttar fjölgun nýskráninga bifreiða. Gangi spá bankans um þróun einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi eftir hefur sparnaður heimila aukist á ný og er sparnaðarhlutfall þeirra því aftur komið yfir meðaltalið sem það var í fyrir farsóttina.



Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok október, hækkaði um 0,3% milli mánaða í október, að teknu tilliti til árstíðarsveiflu en um 2% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Húsnæðis- og mannvirkjastofnun reiknar út, hækkaði um 1,1% milli mánaða í október að teknu tilliti til árstíðar en um 2,9% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu fækkaði um 15,8% á fyrstu tíu mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en kaupsamningum um nýbyggingar um 23% á sama tímabili. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu í október mældist 5,6 mánuðir sem er töluvert lengri en í fyrra þegar hann var 3 mánuðir enda hefur íbúðum til sölu haldið áfram að fjölga mikið undanfarna mánuði.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,6% milli mánaða í október og hjaðnaði ársverðbólga lítillega úr 8% í 7,9%. Verðbólga án húsnæðis hjaðnaði einnig og mældist 7,3%. Undirliggjandi verðbólga var 6,3% miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða og hefur hjaðnað jafnt og þétt frá því að hún náði hámarki í 7,5% í vor.

Aukinn kostnaður vegna eigin húsnæðis, hækkun matvælavæðs og verðhækkunar tómsunda og menningar höfðu mest áhrif til hækkunar vísitölu neysluverðs í október. Kostnaður vegna eigin húsnæðis hækkaði um 2% á milli mánaða og er húsnæðisliðurinn aftur orðinn sá liður sem vegur þyngst í ársverðbólgu. Árshækkun húsnæðisverðs á landinu öllu jókst frá því í september og mældist 3,2%. Verð á matvöru hækkaði um 1% í október og hefur hækkað um 11,7% sl. tólf mánuði.

Samkvæmt könnun bankans meðal markaðsaðila lækkuðu verðbólguvæntingar þeirra til eins og tveggja ára lítillega. Gerðu þeir ráð fyrir að verðbólga yrði 5,5% eftir ár en 4,2% eftir tvö ár. Líkt og í ágúst væntu þeir þess að verðbólga yrði að meðaltali 4% á næstu fimm árum en væntingar til tíu ára lækkuðu lítillega og námu 3,5%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur hins vegar hækkað milli funda nefndarinnar. Fimm ára álag eftir fimm ár var tæplega 4% um miðjan nóvember sem er um 0,6 prósentum hærra en í byrjun október.

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálu* 22. nóvember hafa verðbólguhorfur til skamms tíma versnað á ný. Talið er að verðbólga verði 7,9% á fjórða ársfjórðungi og að hún minnki í 6,8% á fyrsta fjórðungi næsta árs sem er 1 prósentu meira en búist var við í ágúst. Horfur eru einnig á að hún hjaðni hæggar á næsta ári en áður var vænst og verði 4,9% í lok ársins og að meðaltali 3,6% árið 2025. Lakari horfur endurspeglar m.a. að spennan í þjóðarbúinu hefur reynst meiri en gert var ráð fyrir í ágúst og gengi krónunnar hefur verið lægra en þar var spáð. Þá eru vísbendingar um að kostnaðarhækkunar hafi meiri og þrálátari áhrif á verðbólgu en áður.

Alþjóðlegur hagvöxtur hefur gefið eftir í kjölfar mikilla kostnaðarhækkana og hækkunar framfærslukostnaðar heimila. Líkt og í ágúst er spáð að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði um 1% í ár og á næsta ári. Horfur eru jafnframt á áframhaldandi hjöðnun alþjóðlegrar verðbólgu. Undirliggjandi verðbólga hefur þó minnkað hæggar og útlit fyrir að vextir helstu seðlabanka heimsins haldist áfram háir.

Eftir endurskoðun Hagstofunnar reyndist hagvöxtur síðasta árs 0,8 prósentum meiri en áður var talið og mælist hann nú 7,2% sem er í takt við mat bankans frá því í febrúar þegar þjóðhagsreikningar lágu ekki fyrir um árið 2022 í heild. Endurskoðaðar tölur benda jafnframt til þess að framleiðsluspennan í þjóðarbúinu í fyrra hafi verið litlu meiri en áður var talið. Hagvöxtur hér á landi mældist 5,8% á fyrri hluta ársins sem er 0,4 prósentum meiri vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Þótt hægt hafi á vexti einkaneyslu vegur innlend eftirspurn þungt í vexti efnahagssumsvifa það sem af er ári. Við bætast hagstæð utanríkisviðskipti drifin áfram af miklum vexti í ferðaþjónustu. Horfur eru á að hagvöxtur verði 3,7% á árinu öllu en í ágúst var því spáð að hann yrði 3,5%. Það er því útlit fyrir að töluvert dragi úr hagvexti frá fyrra ári þótt vöxturinn sé áfram vel yfir því sem talið er vera langtímahagvaxtargeta þjóðarbúsins. Líkt og í ágúst er talið að áfram hæggi á hagvexti og að hann verði um 2¾% á ári að

meðaltali á næstu þremur árum en gert er ráð fyrir að framleiðsluspennan verði meiri en talið var í ágúst og að enn verði smávægileg spenna til staðar í lok spátímans.

Framboðshlið heimshagkerfisins er að mestu komin í eðlilegt horf eftir áföll undanfarinna ára og hrávöruverð utan orkugjafa hefur lækkað. Útlitið er hins vegar tvísýnt, ekki síst í ljósi áframhaldandi stríðsátaka í Úkraínu og fyrir botni Miðjarðarhafs. Þá er enn óvissa um á hversu traustum fótum batinn í helstu iðnríkjum og í Kína stendur. Á sama tíma og mæld verðbólga hefur minnkað hefur undirliggjandi verðbólga reynst þrálát. Verðbólguhorfur eru einnig óvissar hér á landi enda virðist kjölfesta verðbólguvæntinga hafa laskast og framundan eru kjaraviðræður sem gætu sett horfur um áframhaldandi hjöðnun verðbólgu í uppnám.

Þá hefur óvissa aukist innanlands í kjölfar aukinna jarðhræringa á Reykjanesi. Verði um stórt gos nálægt mikilvægum innviðum að ræða getur skaðinn orðið töluverður. Áhrifin á efnahagssumsvif gætu einnig orðið mikil ef um langvinnt gos yrði að ræða. Áhrifin gætu t.d. orðið veruleg á ferðaþjónustu og annan útflutning, afkomu hins opinbera og á gengi krónunnar og verðbólgu.

## II Ákvarðanir um stjórnþæki bankans í peningamálum

Nefndin ræddi taumhald peningastefnunnar í ljósi framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu lækkað lítillega frá októberfundi nefndarinnar. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en nefndin ákvað á fundi sínum í október að halda vöxtum óbreyttum. Á þeim tíma hafði þróun efnahagsmála á heildina litið verið í samræmi við mat nefndarinnar í ágúst. Verðbólga hafði aukist á ný en hægt á vexti efnahagssumsvifa og vísbendingar voru um að hægt hefði enn frekar á eftirspurn á þriðja fjórðungi ársins.

Nefndarmenn fjölluðu um að verðbólga hefði minnkað lítillega milli mánaða í október og mældist 7,9%. Undirliggjandi verðbólga hefði einnig hjaðnað. Fram kom að áfram væru vísbendingar um að tekið væri að hægja á einkaneyslu og fjárfestingu.

Nefndin ræddi að samkvæmt spá Seðlabankans hefðu verðbólguhorfur þó versnað. Rætt var um að spennan í þjóðarþúinu hefði reynst meiri en áður var talið og gengi krónunnar hefði lækkað. Höfðu nefndarmenn áhyggjur af því að verðbólguvæntingar hefðu jafnframt haldist háar og kostnaðarhækkanir virtust hafa meiri og langvinnari áhrif á verðbólgu en áður.

Allir nefndarmenn voru sammála um að halda vöxtum óbreyttum að sinni í ljósi þeirrar óvissu sem ríkti um efnahagsleg áhrif jarðhræringa á Reykjanesi. Fram kom í umræðunni að talsverð óvissa stafaði af þessum jarðhræringum hvað varðaði áhrif á efnahagslífið, þá sérstaklega í tengslum við ríkisfjármál, ferðaþjónustu, húsnæðismarkaðinn og þar með á verðbólguhorfur, eftir því hvernig atburðarásin þróast. Taldi nefndin því rétt að staldra áfram við og sjá hverju fram vindur. Einnig kom fram í umræðunni að áfram hefði hægt á umsvifum í efnahagslífinu og að dregið hefði úr vexti einkaneyslu og fjárfestingar. Ljóst væri að áhrif undangenginna vaxtahækkana væru að koma fram, raunvextir hefðu hækkað frá því á fyrri hluta ársins og almenningur væri einnig svartsýnni um efnahagshorfur. Bent var á að verðtryggðir útlánvextir hefðu einnig hækkað undanfarið í takt við hækkun raunvaxta en það gæti að öðru óbreyttu dregið úr eftirspurn eftir útlánunum.

Hins vegar taldi nefndin það vera mikið áhyggjuefni hversu þrálát verðbólga væri og að verðbólguhorfur hefðu versnað á ný. Áfram væru horfur á ágætum hagvexti, framleiðslupenna væri meiri en talið var og enn mikil spenna á vinnumarkaði. Húsnæðisverð væri enn að hækka og vöxtur útlána til íbúðakaupa tekinn að aukast á ný. Einnig var bent á að þótt vísbendingar væru um að hægt hefði á innlendri eftirspurn væru þær ekki einhlítar. Líkur væru því á að taumhald peningastefnunnar væri ekki nægjanlegt

til að koma verðbólgu í markmið innan ásættanlegs tíma. Þörfin á auknu taumhaldi væri því svipuð og á síðasta fundi ef ekki væri fyrir óvissuna vegna mögulegra eldsumbrota. Bent var á að í ljósi þess hversu þrálát verðbólga væri og að horfur væru á að hún myndi minnka hægt væri aukin hætta á því að hún myndi festast vel fyrir ofan verðbólgu markmið. Því væri meiri áhætta fólgin í því að herða taumhaldið of lítið heldur en of mikið. Bent var á að í ljósi verri verðbólguhorfa og vegna þess að enn væri nokkur kraftur í efnahagslífinu hefði líklega verið rétt að hækka vexti enn frekar ef ekki væri fyrir óvissuna tengda jarðhræringum á Reykjanesi. Einnig komu fram áhyggjur af því að ef verðbólguþrýstingur færi vaxandi á ný gæti það leitt til þess að hækka þyrfti vexti enn meira en ella og halda þeim lengur háum. Nefndin ræddi einnig hvort aukinn slaki í ríkisfjármálum tengdur jarðhræringum myndi mögulega ýta undir verðbólgu horft fram á veginn.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 9,25%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 9%, vextir af lánnum gegn veði til sjö daga 10% og daglánavextir 11%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Fram kom á fundinum að þótt áhrif vaxtahækkana undanfarin misseri væru að koma skýrar fram bentu verri verðbólguhorfur til þess að það gæti þurft að herða taumhald peningastefnunnar enn frekar. Að mati nefndarinnar myndi mótun peningastefnunnar á næstunni sem fyrr ráðast af þróun efnahagssumsvifa, verðbólgu og verðbólguvæntinga.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Ásgeir Jónsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Rannveig Sigurðardóttir, varaseðlabankastjóri peningastefnu

Gunnar Jakobsson, varaseðlabankastjóri fjármálastöðugleika

Herdís Steingrímisdóttir, dósent, utanaðkomandi nefndarmaður

Ásgerður Ósk Pétursdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þórarinn G. Pétursson, aðalfræðingur Seðlabankans, sat allan fund nefndarinnar. Þar að auki sátu nokkrir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Karen Á. Vignisdóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 7. febrúar 2024.

# Jafnvægislistir í Seðlabankanum

Hversu mikið er of mikið?

Kynning fyrir Félag atvinnurekenda  
5. september 2023

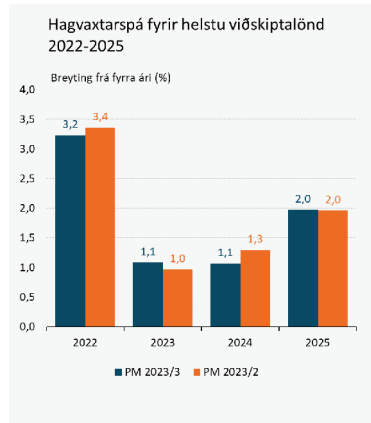
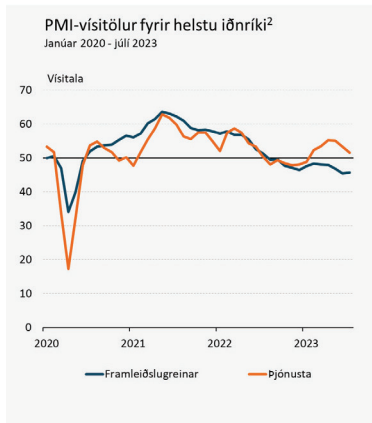
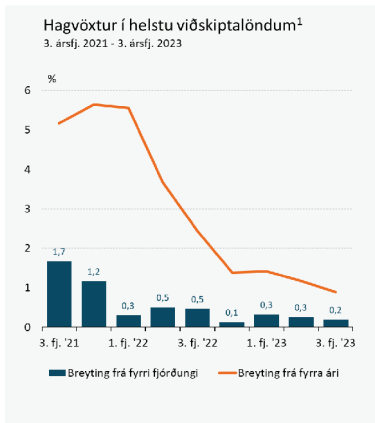
Rannveig Sigurðardóttir  
Varaseðlabankastjóri peningastefnu



## Efnahagsumsvif

## Slakar hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndum

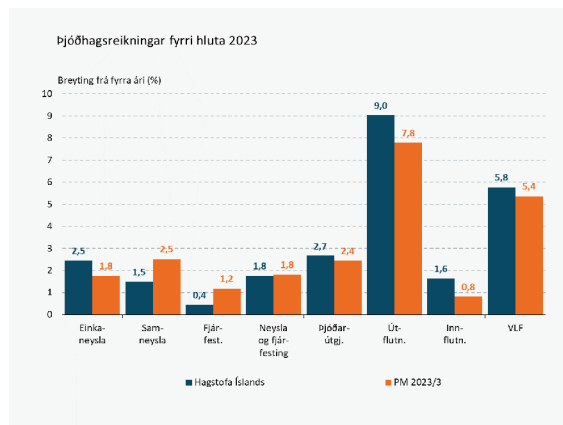
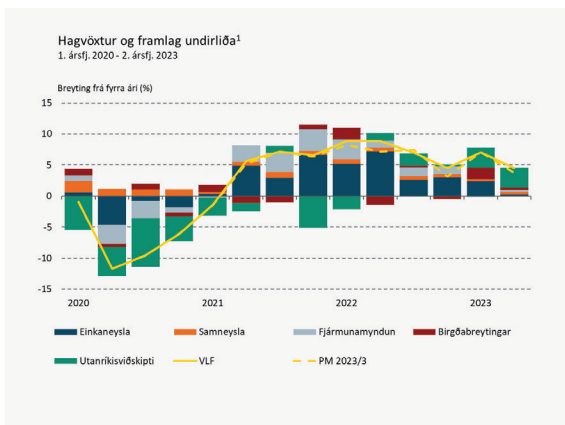
- Áfram hægir á hagvexti í helstu viðskiptalöndum – þótt hann hafi verið lítillega meiri á fyrri hluta ársins en spáð var í maí
- Árshagvöxtur kominn niður í 1,2% á F2 ... vísbendingar um að umsvif hafi gefið meira eftir á F3 og árshagvöxtur farið undir 1%
- Hægir á vexti þjónustuumsvifa og framleiðslugreinar gefa enn frekar eftir ... slakar hagvaxtarhorfur í ár og 2024



1. Árstíðarleifðrættar tölur. Grunnspá Seðlabankans fyrir 2. og 3. ársfj. 2023. 2. PMI-framleiðsluvísitala S&P Global fyrir þjónustu (Services Business Activity Purchasing Managers' Index) og framleiðslu (Manufacturing Purchasing Managers' Index). Vísitölurnar eru birtar mánaðarlega og eru árstíðarleifðrættar. Þegar gildi þeirra er yfir 50 gefur það vísbendingu um vöxt í framleiðslu milli mánaða en samdrátt ef það er undir 50. Myndin sýnir einfalt meðaltal fyrir Bandaríkin, Bretland og evrusvæðis.  
Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

## Hagvöxtur 5,8% á fyrri helmingi ársins

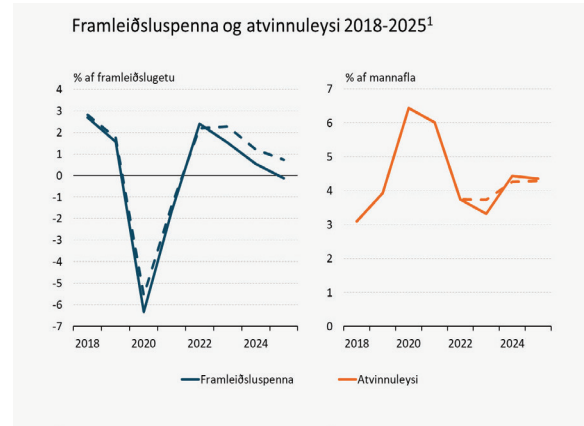
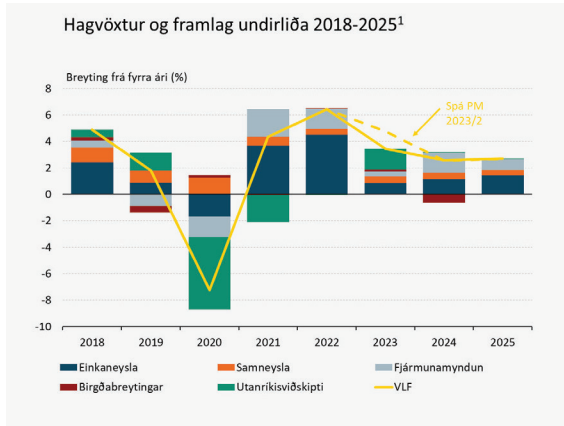
- Lítilsháttar vöxtur einkaneyslu á F2 þrátt fyrir vísbendingar um samdrátt ... 2,5% vöxtur á H1
- Enn mælist tæplega 6% vöxtur atvinnuvega fjárfestingar en á móti vegur íbúðafjárfesting (óáreiðanlegar tölur)
- Hagvöxtur á árinu 2022 nú talinn hafa verið töluvert meiri en í síðustu birtingu – 7,2% í stað 6,4%



1. Frávík geta verið á milli samtölu framlags undirlíða og hagvaxtar vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Spáð var minni hagvexti í ár í ágúst en í maí

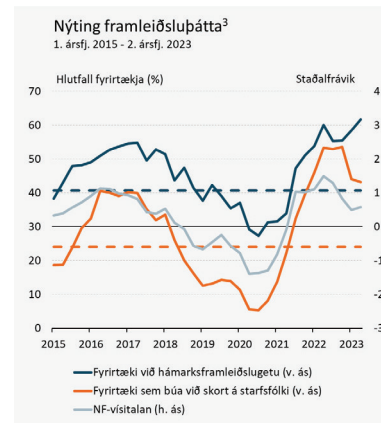
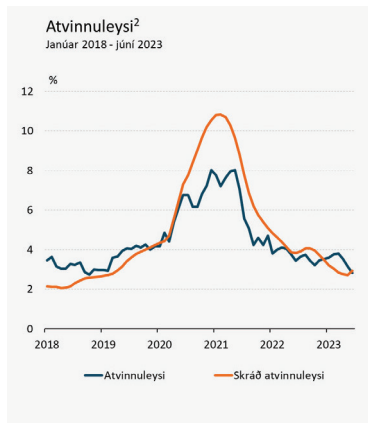
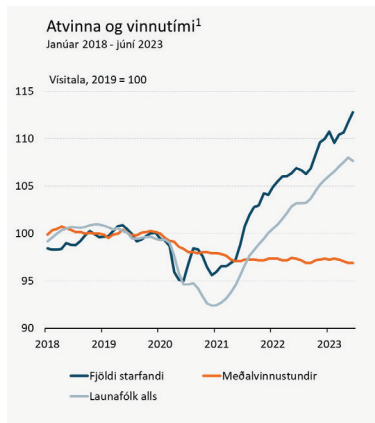
- Hagvöxtur reyndist minni á F1 en gert var ráð fyrir í maí og útlit var fyrir að hann hefði gefið meira eftir á F2
- Hagvöxtur fyrir árið í heild var því færður niður í 3,5% í ágústspá (þyngst vögu endurskoðun á einkaneyslu og fjárfestingu)
- Horfur fyrir næstu 2 ár voru nánast óbreyttar frá í maí: áfram gert ráð fyrir um 2½% hagvexti á ári



1. Grunnspá Seðlabankans 2023-2025. Brotalína sýnir spá PM 2023/2.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Atvinnuleysi minnkar og áfram spenna í þjóðarbúinu

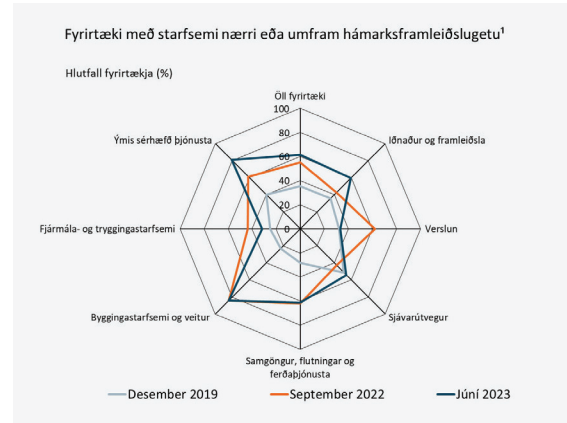
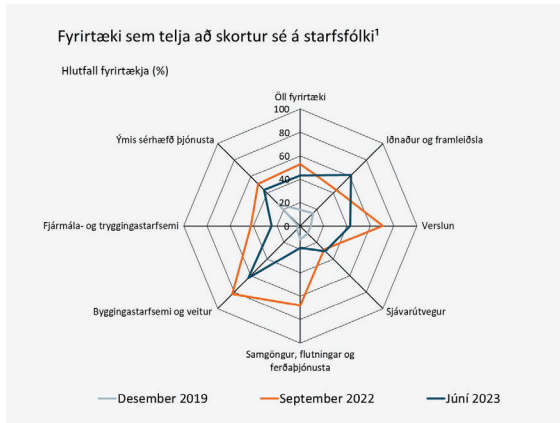
- Störfum fjölgaði um 5,5% milli ára á F2 skv. VMK (4,4% skv. skráningargögnum) ... 4,6% fjölgun heildarvinnustunda
- Atvinnuleysi komið niður í 2,8% á F2 skv. VMK og hefur ekki mælst minna síðan haustið 2017
- Fyrirtækjum sem skortir starfsfólk fækkar en hlutfallið enn hátt og hlutfall fyrirtækja sem starfa við full afköst aldrei hærra



1. Launafólk samkvæmt tölum úr staðgreiðsluskrá ríkisskattstjóra en önnur gögn eru úr vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands. Fólk á aldrinum 16-74 ára. Þrjú mánaða hreyfanlegt meðaltal árstíðarleiðréttra talna. 2. Skráð atvinnuleysi er án fólks á hlutabótum frá og með mars 2020. Þrjú mánaða hreyfanlegt meðaltal árstíðarleiðréttra talna. 3. Mælikvarðar fyrir nýtingu framleiðsluþátta byggjast á viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Visitatala nýtingar framleiðsluþátta (NF-visitatalan) er fyrsti frumþáttur valinna viðbendinga um nýtingu framleiðsluþátta sem er skalaður til svo meðaltal hans er 0 og staðalfrávik 1. Ítarlegri lýsingu má finna í rammagrein 3 í PM 2018/2. Árstíðarleiðréttra tölur. Brotalínur sýna meðaltal frá 2006.  
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

## Mismikil spennna eftir atvinnugreinum

- Hlutfall stjórnenda sem töldu vera skort á starfsfólki fjölgaði mikið í batanum eftir farsóttina – hefur fækkað en er enn um 20 prósentum yfir sögulegu meðaltali
- Hlutfall þeirra sem eiga í vandræðum með að mæta eftirspurn var 62% í júní og hefur aldrei mælst hærra



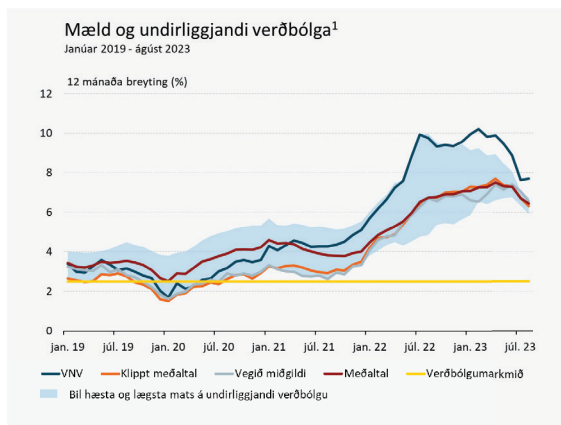
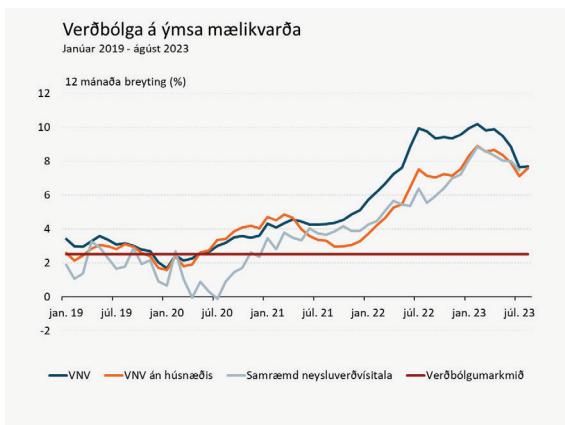
1. Árstíðarleiddréttar tölur.  
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.



## Verðbólga

## Verðbólga tekin að hjaðna - en er enn of mikil

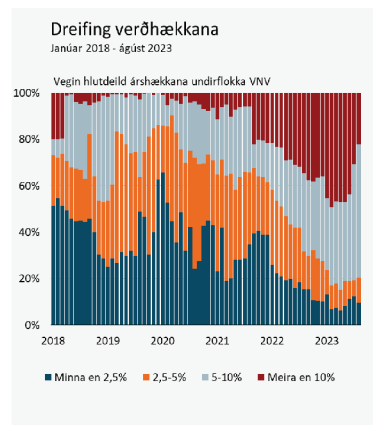
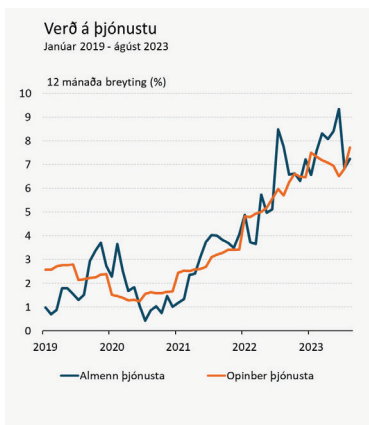
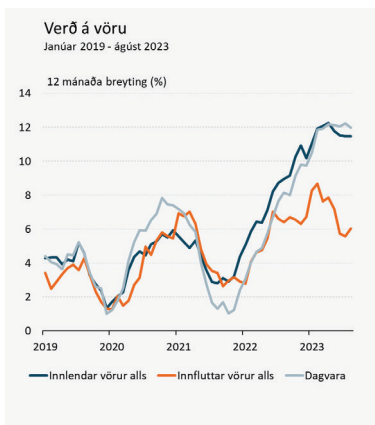
- Verðbólga minnkaði úr 8,9% í júní í 7,6% í júlí – en jókst lítillega í 7,7% í ágúst - grunnáhrif hafa áhrif
- Undirliggjandi verðbólga minnkaði einnig – en hægar ... komin í 6,4% að meðaltali og flestir mælikvarðar sýna áþekkt mat
- Verðbólga án húsnæðis jókst úr 7,1% í júlí í 7,6% í ágúst



1. Undirliggjandi verðbólga er mæld með kjarnavísitölu (áhrif óbeinna skatta, sveiflukenndra matvöruhlúða, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislaða eru undanskilin) og tölfræðilegum mælikvörðum (vegið miðgildi, klípt meðaltal, kvikt þáttalíkan og sameiginlegur þáttur vísitölu neysluverðs).  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Verð á vöru og þjónustu hækkar áfram

- Húsnæðisverð lækkaði milli mánaða í ágúst og framlag húsnæðis til ársverðbólgu minnkar áfram
- Hægt hefur á innfluttum verðhækkunum en bætti í ágúst einkum vegna grunnáhrifa tengt bensínverði
- ... innlendar verðhækkningar eru þó áfram þrálátar – þótt hlutfall vöruflokka sem hækka meira en 10% sé tekið að lækka

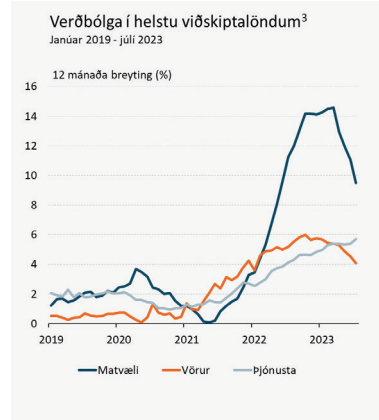
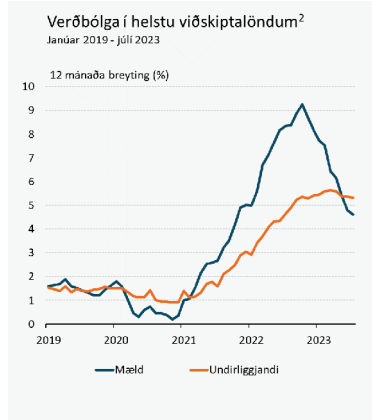
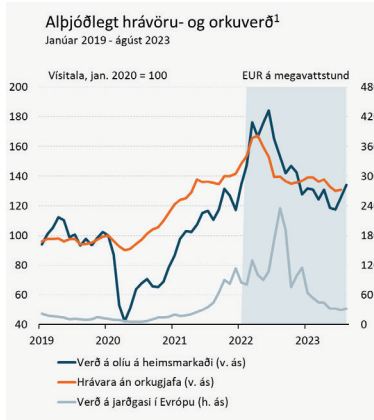


1. Hlutfall af neyslukörfu VNV flokkað eftir ársþækkun.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



## Mæld verðbólga hjaðnar hratt í viðskiptalöndum

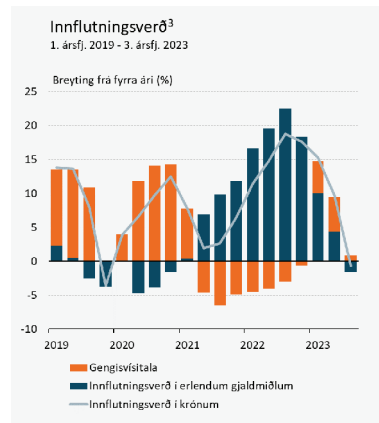
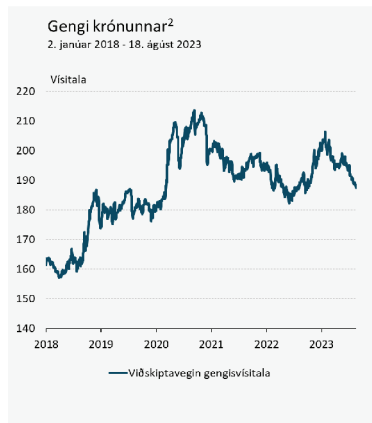
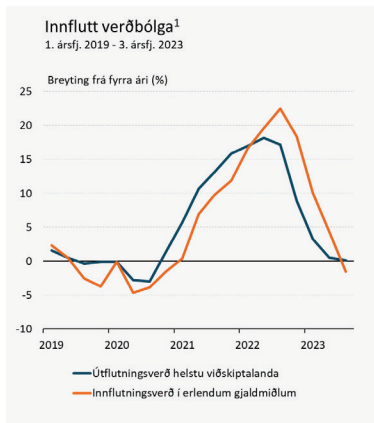
- Framboðshlið heimshagkerfisins hefur lagast og verð helstu hrávara án orkugjafa lækkað ... en olíuverð hækkar aftur
- Mæld verðbólga í helstu viðskiptalöndum hefur minnkað hratt vegna mikillar lækkunar orku- og matvæla-verðs undanfarið ...
- ... en undirliggjandi verðbólga minnkar lítið vegna þrálátra hækkanna þjónustuverðs



1. Brent verð á hráolíu. Skyggða svæðið sýnir tímabilið frá upphafi stríðsátaka í Úkraínu. 2. Undirliggjandi verðbólga mæld sem verðbólga án orkuverðs og matvæla-verðs, nema í Noregi (án orkuverðs og skattabreytinga) og Svíþjóð (án orkuverðs en miðað við fasta vexti). 3. Vöruverð án orku- og matvæla-verðs.  
Heimildir: Alþjóðabankinn, Refinitive Datastream, Seðlabanki Íslands.

## Gengi ISK hækkar og innflutt verðbólga minnkar

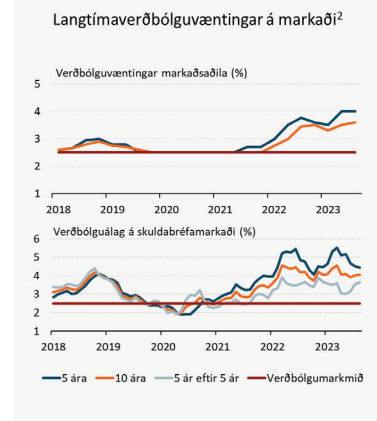
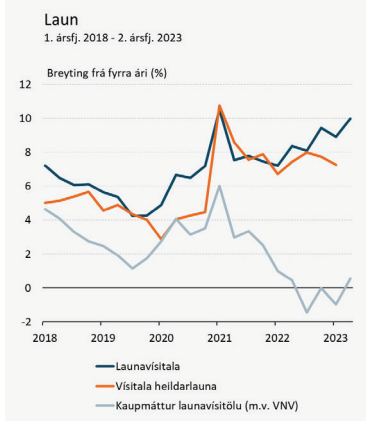
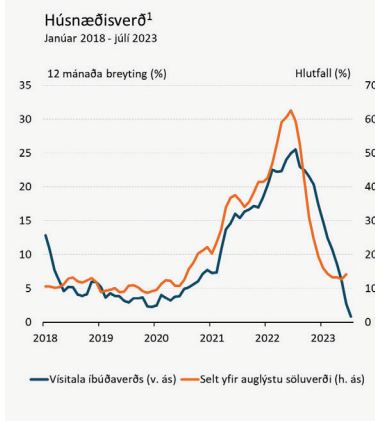
- Hægt hefur verulega á hækkuð innflutningsverð í erlendum gjaldmiðlum í takt við þróun útflutningsverðs helstu viðskiptalanda
- Þessu til viðbótar hafði gengi krónunnar hækkað um 5½% frá því í maí og 6½% frá því í byrjun árs ...
- ... sem ætti að hægja enn frekar á hækkuð innflutningsverð í krónum – og jafnvel leiða til verðlækkunar þegar líða tekur á árið



1. Útflutningsverð helstu viðskiptalanda í erlendum gjaldmiðlum. Verðvísitala innflutnings vöru og þjónustu í erlendum gjaldmiðlum miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu. Grunnspá Seðlabankans fyrir 2. og 3. ársfj. 2023. 2. Verð erlendra gjaldmiðla í krónum (þröng viðskiptavog). 3. Grunnspá Seðlabankans fyrir 2. og 3. ársfj. 2023.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Refinitive Datastream, Seðlabanki Íslands.

## Húsnæðisverð hjaðnar en þrálát laun og væntingar

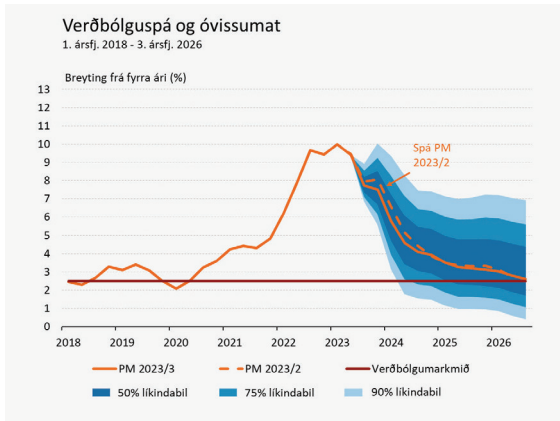
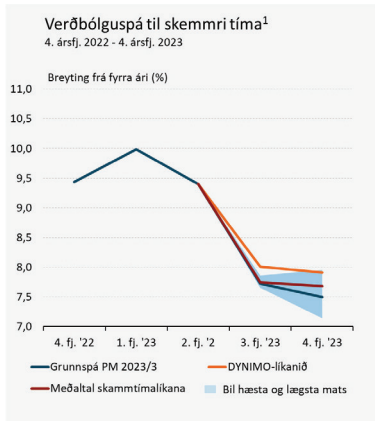
- Verulega hefur dregið úr árshækkun húsnæðisverðs sem nam 0,8% í júlí – minnsta árshækkun húsnæðisverðs í ríflega áratug
- Laun halda hins vegar áfram að hækka hratt og nam árshækkun launavísitölu 10% á F2 – raunlaun hækka á ný milli ára ...
- ... og verðbólguvæntingar til langs tíma hafa lítið lækkað og jafnvel hækkað sé t.d. lítið til 5/5-ára verðbólguálags



1. Húsnæðisverð á höfuðborgarsvæðinu. Hlutfall íbúða sem seldar eru yfir auglýstu söluerði af heildarfjölda íbúða á sölu. Þriggja mánaða hlaupandi meðaltal. 2. Miðgildi verðbólguvæntinga markaðsaðila samkvæmt könnun Seðlabankans (1. ársfj. 2018 – 3. ársfj. 2023) og verðbólguálag á skuldabréfamarkaði (mánaðarleg meðaltöl janúar 2018 – ágúst 2023). Gögn til og með 18. ágúst. Heimildir: Hagstofa Íslands, Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, Seðlabanki Íslands.

## Betri nærhorfur verðbólgu en lengri horfur óbreyttar

- Verðbólga var 9,4% á Q2 líkt og spáð var í maí en hjöðnun verðbólgu í júlí var meiri en gert var ráð fyrir og nærhorfur batna ...
- ... spáð að verðbólga hjaðni í 7,7% á Q3 og í 7,5% á Q4 en í maíspánni var hún við 8% út árið
- Horfur til lengri tíma breytast hins vegar lítið: spáð yfir 4% fram undir lok næsta árs og fer ekki undir 3% fyrr en á fyrri hluta 2026



	Ársmeðaltöl	Árslök
2022	8,3%	9,4%
2023	8,6%	7,5%
2024	4,6%	3,9%
2025	3,3%	3,1%

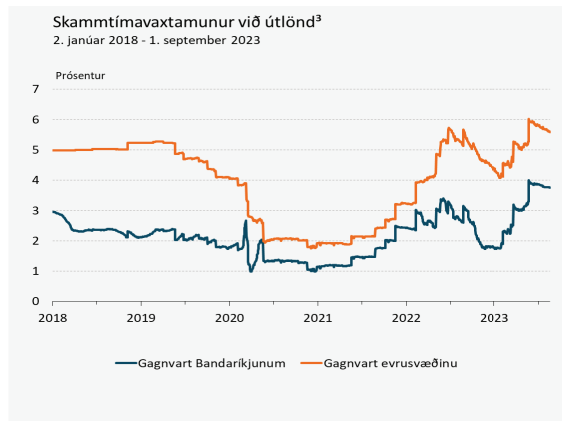
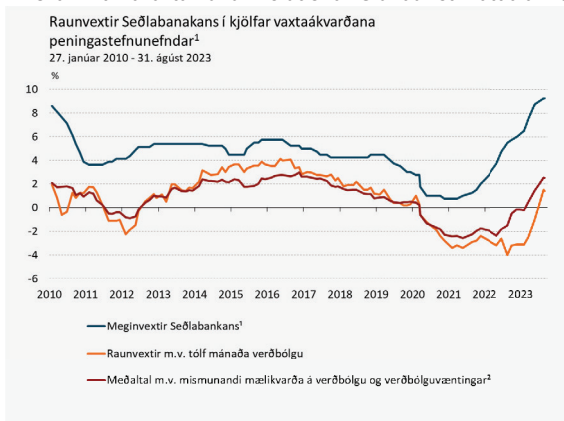
1. Samanburður á grunnþspá og þspá heildarjafnvægislíkans bankans (DYNIMO) og meðaltals 5 tölfraðöllega metinna verðbólgu líkana sem bankinn notar við að gera skammtíma verðbólguþspár. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



## Peningastefnan

### Raunvextir við jafnvægisraunvexti

- Raunvextir miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu jákvæðir síðan eftir vaxtahækkun í mars ...
- ... voru 2,5% í lok ágúst miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu
- ... og 2,6% miðað við tólf mánaða verðbólgu
- Skammtíma vaxtamunur við útlönd hefur aukist hratt á árinu

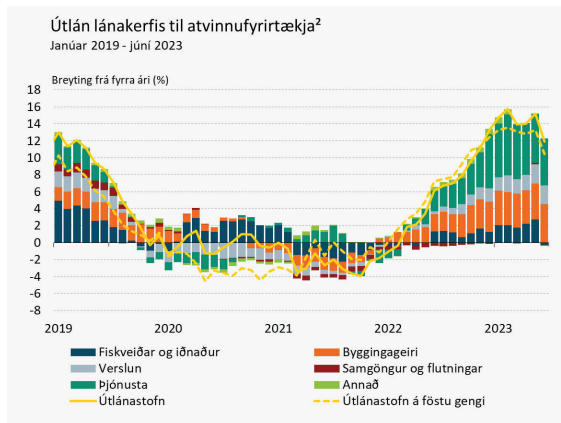
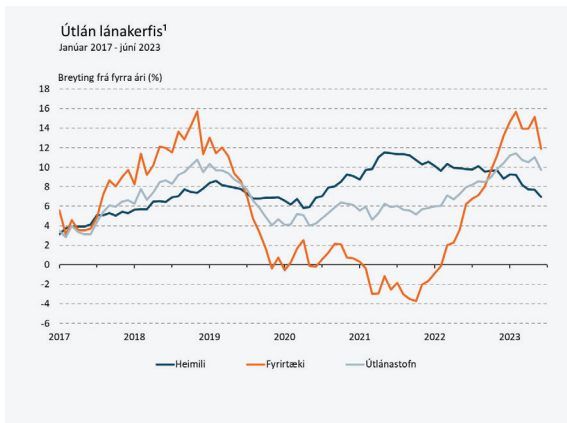


1. Fram til 21. maí 2014 er miðað við meðaltal innlámsvaxta og hámarks vaxta á innstæðubréfum með 28 daga binditíma sem meginvexti bankans en vexti 7 daga bundinna innlána frá þeim tíma. 2. Fram til febrúar 2012 er miðað við 12 mánaða verðbólgu, verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs, verðbólguvæntingar heimila til eins árs, verðbólguálag á fjármálamarkaði til eins árs og spá Seðlabankans um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga. Frá mars 2012 er einnig miðað við verðbólguvæntingar markaðsaðila til eins árs samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans. 3. Vaxtamunur miðað við þriggja mánaða millibankavexti.

Heimildir: Gallup, Refinitiv Datastream, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Hægir á útlánavexti

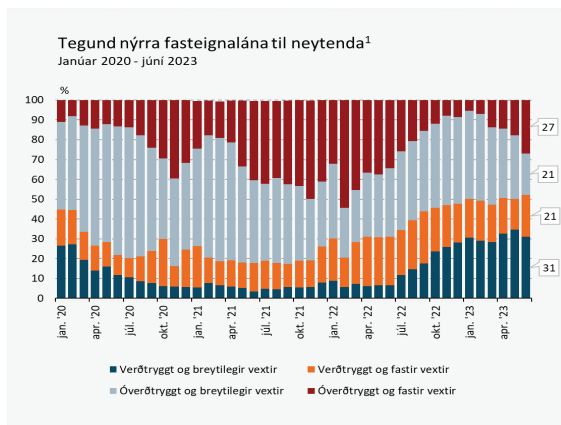
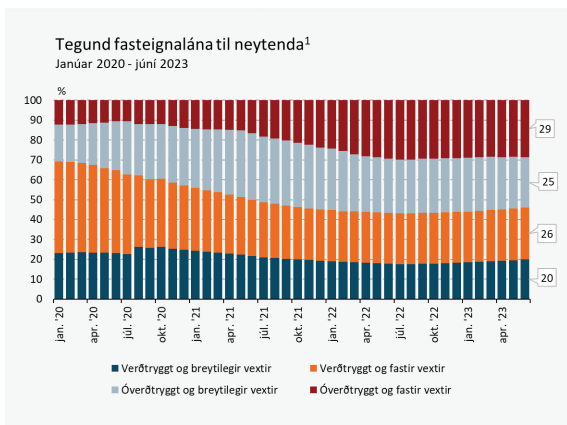
- Hægt á vexti útlán lánakerfisins til heimila frá því á seinni hluta 2022
- ... og nú einnig merki um að tekið sé að hægja á útlánavexti til fyrirtækja



1. Leiðrétt fyrir endurflokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Eingöngu sjóðfélagan meðtalin hjá líffeyrissjóðum. Án útlána til innlánsstofnanna, fallinna fjármálafyrirtækja og ríkissjóðs. 2. Stofn útlána í erlendum gjaldyri er reiknaður miðað við vísitölu meðalgengis í júní 2023. Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Breytt samsetning nýrra lána

- Aukin eftirspurn eftir verðtryggðum íbúðalánum undanfarið ár ...
- ... þótt rúmlega helmingur útlánastofnsins séu enn óverðtryggð lán
- Tæplega 70% útlánastofnsins var verðtryggður í janúar 2020



1. Hlutfallsleg skipting fasteignalána KMB og HMS til neytenda eftir tegundum. Frá ágúst 2020 ná tölur einnig til stærstu líffeyrissjóða. Heimild: Seðlabanki Íslands.



Takk fyrir

## Peningamálafundur Viðskiptaráðs

Að fara eftir leikreglum



Ásgeir Jónsson  
Seðlabankastjóri

23. nóvember 2023

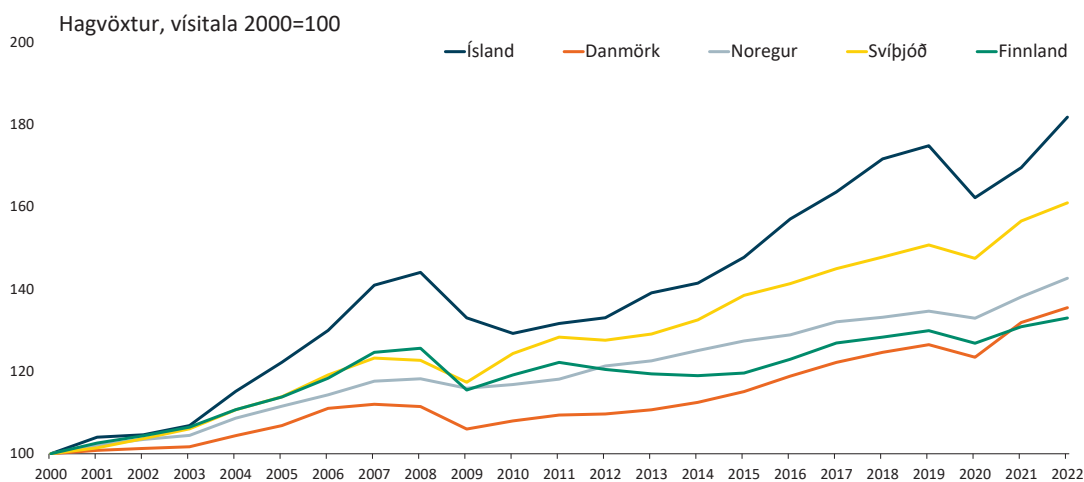
### Að taka leikinn alvarlega



*Sú trú að Íslendingar geti staðið jafnfætis öðrum þjóðum – ef þeir aðeins taka leikinn nógu alvarlega – ætti ekki að vera bundin við íþróttakappleiki. Íslendingar ættu að geta búið við trúverðuga efnahagsstefnu líkt og þekktist annars staðar á Norðurlöndum – ef þeir aðeins fara eftir leikreglum.*

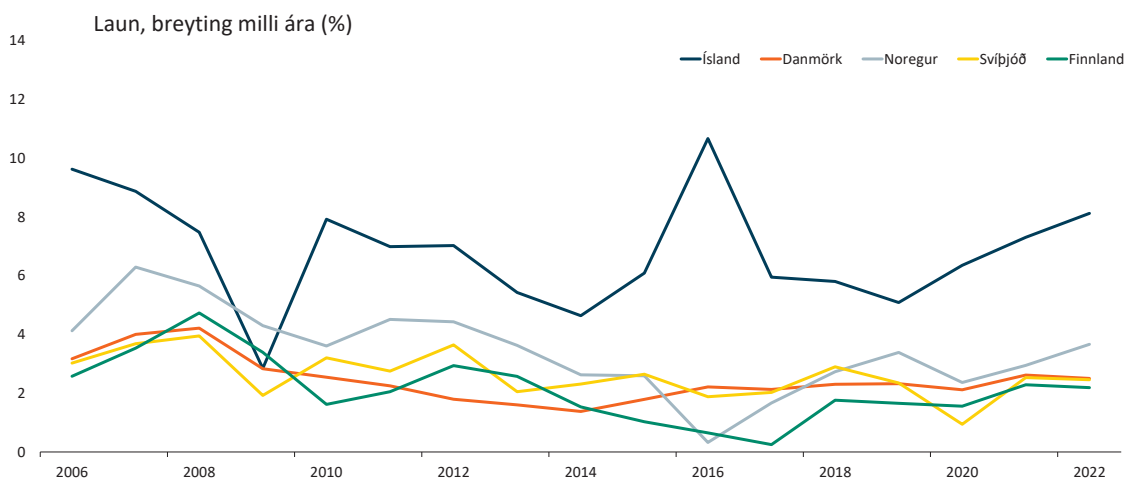
*Ásdís Kristjánsdóttir, Ásgeir Jónsson og Illugi Gunnarsson. Framtíð íslenskrar peningastefnu - Endurmat á ramma peningastefnunnar, forsætisráðuneytið 2018.*

## Hagvöxtur á Íslandi að meðaltali meiri en í flestum þróuðum ríkjum



Heimild: OECD.

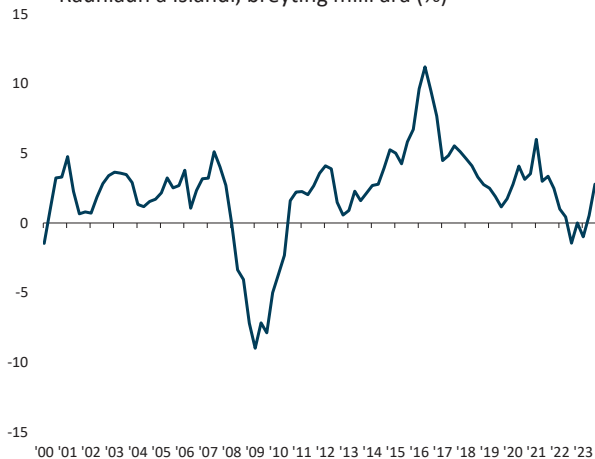
## Laun á Íslandi hafa hækkað töluvert umfram það sem tíðkast t.d. á Norðurlöndunum



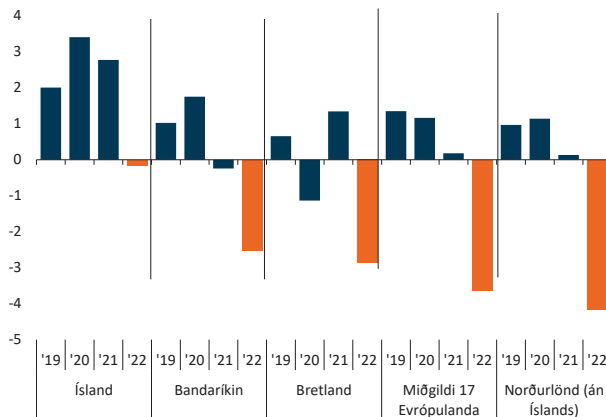
Heimild: OECD.

## Raunlaun hafa aukist meira en í öðrum þróuðum ríkjum og ekki lækkað að neinu marki á síðustu 3 árum

Raunlaun á Íslandi, breyting milli ára (%)



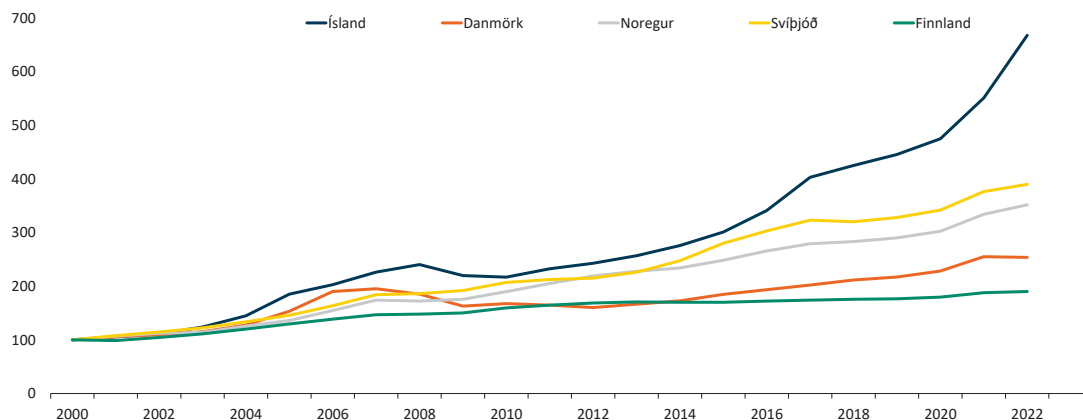
Raunlaun í þróuðum ríkjum 2019-2022<sup>1</sup>  
Breyting frá fyrra ári (%)



1. Meðaltekjur á vinnustund í framleiðslu staðvirk með vísitölu neysluverðs. Norðurlönd (án Íslands) sýnir einfalt meðaltal fyrir Danmörku, Finnland, Noreg og Svíþjóð. Miðgildi 17 Evrópulanda undanskilur Norðurlönd og Bretland.  
Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

## Húsnæðisverð hefur hækkað mikið hér á landi

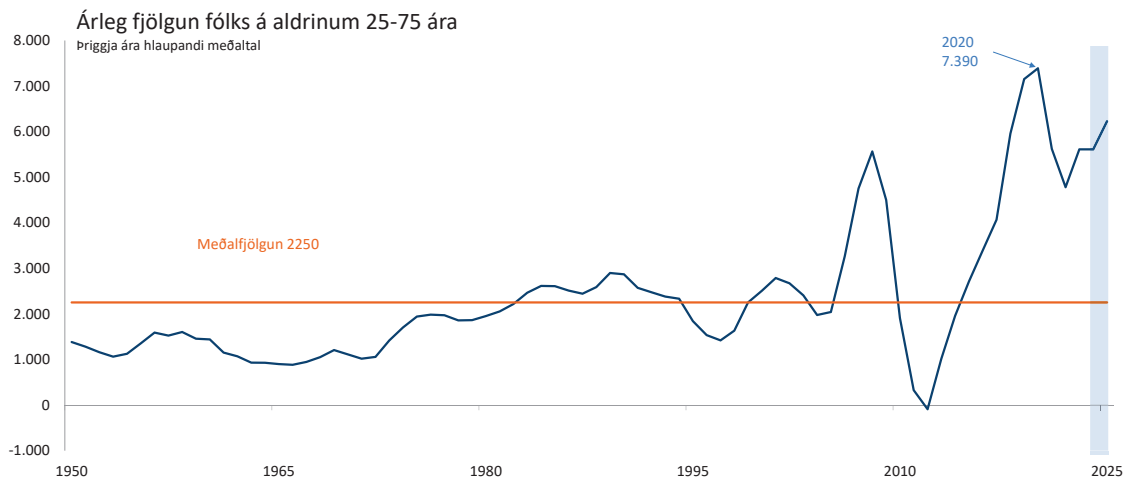
Nafnverð húsnæðis á Norðurlöndunum, vísitala (2000 = 100)



Heimildir: Eurostat, Macrobond.

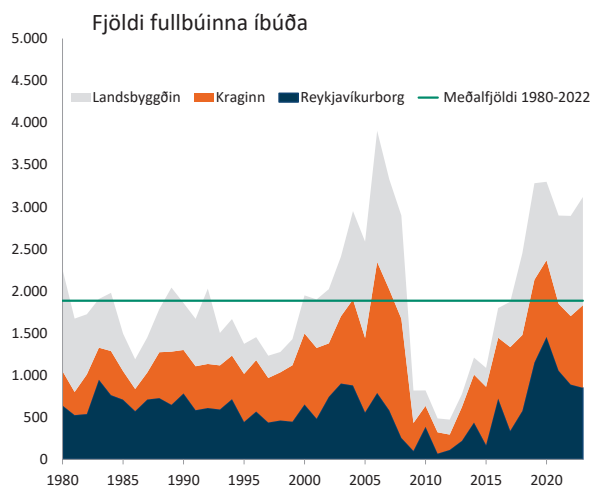
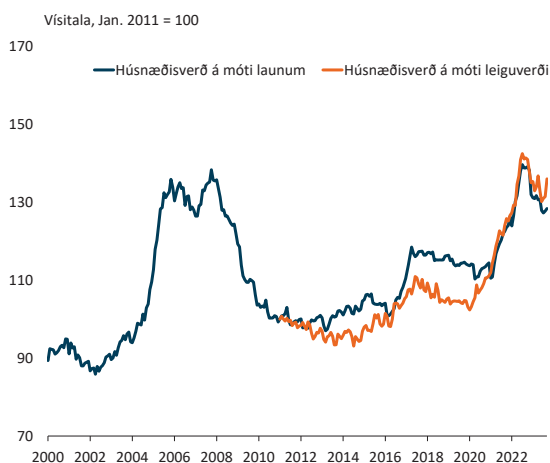


## Eftirspurn eftir húsnæði aukist með innflutningi vinnuaflds og stórum árgöngum inn á húsnæðismarkað



Heimild: Hagstofa Íslands.

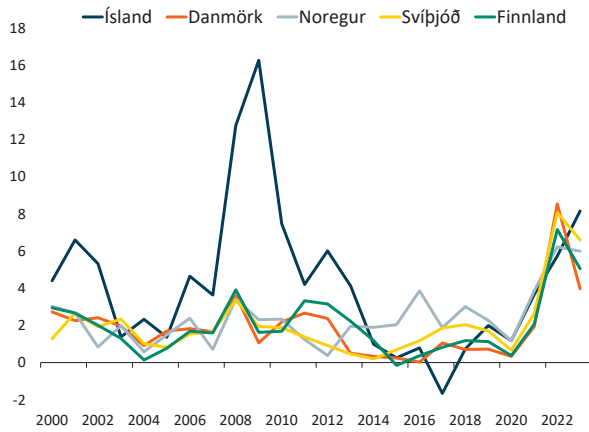
## Nýbyggingar hafa ekki haldið í við eftirspurn



Heimildir: Hagstofa Íslands, Húsnæðis- og mannvirkjastofnun, Seðlabanki Íslands.

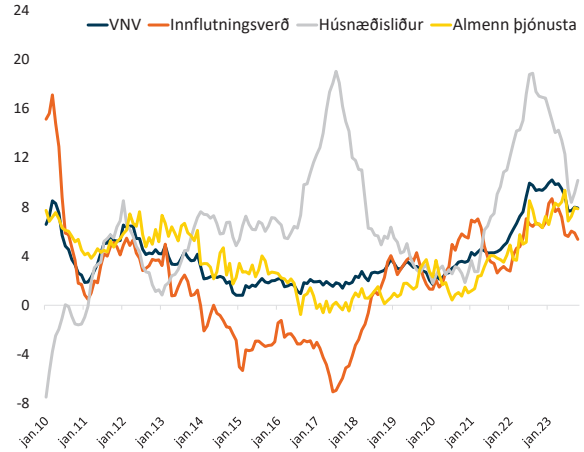
## Verðbólga á Íslandi hefur verið á svipuðu róli og erlendis – en undirliðirnir á gríðarlega mikilli hreyfingu

Árleg verðbólga m.v. samræmda vísitölu



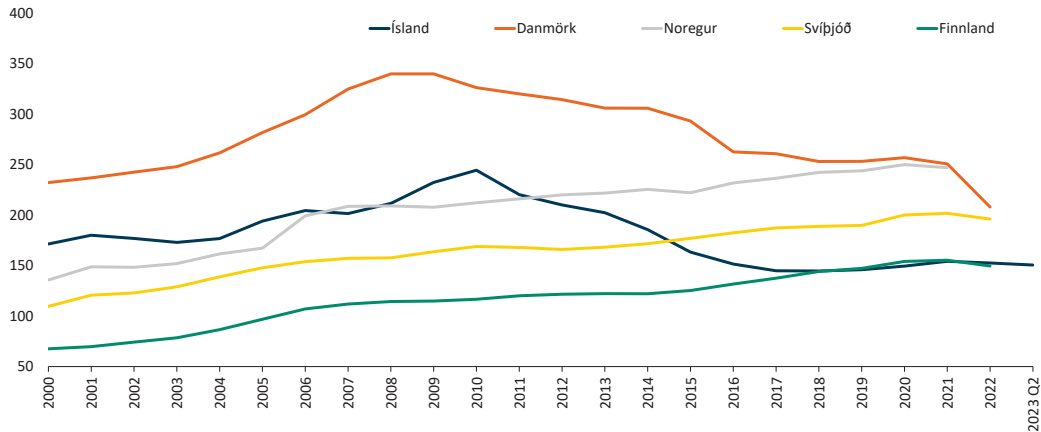
Heimildir: OECD, Hagstofa Íslands.

Verðbólga á Íslandi og undirliðir, br. milli ára (%)



## Lánþegaskilyrðin hafa takmarkað skuldsetningu heimila og hægt á hækkun húsnæðisverðs

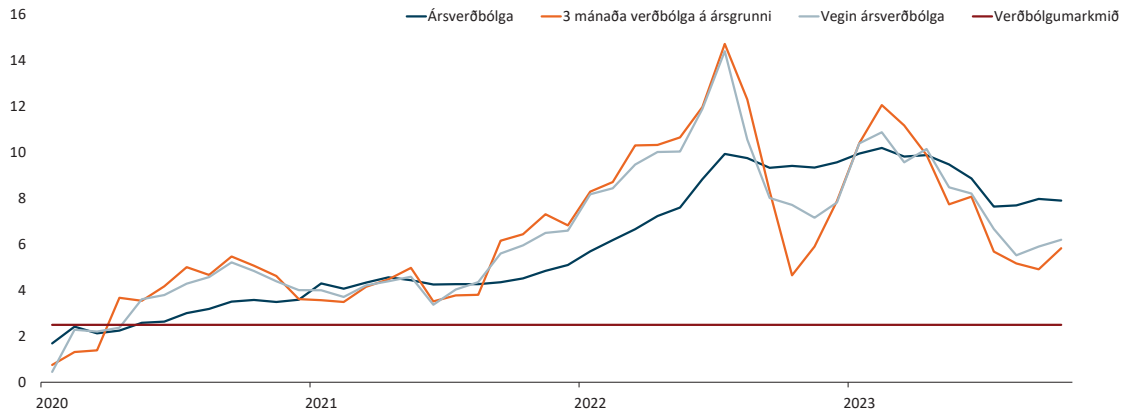
Skuldir heimila sem hlutfall af ráðstöfunartekjum (%)



Heimildir: Eurostat, Seðlabanki Íslands.

## Verðbólguþrýstingur minnkað undanfarna mánuði

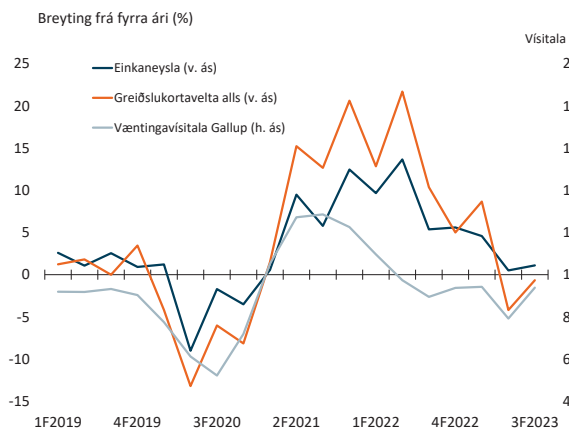
Verðbólga og verðbólguhraði (%)



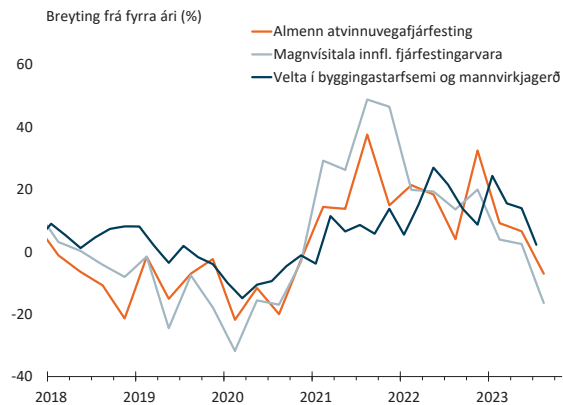
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Vísbending um að tekið sé að hægja á efnahagsumsvifum

Einkaneysla og vísbendingar<sup>1</sup>



Almenn atvinnuvegafjárfesting og vísbendingar<sup>2</sup>



1. Grunnspá Seðlabankans fyrir vöxt einkaneyslu á 3. ársfj. 2023. 2. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnufjárfesting án stórdju, skipa og flugvéla. Grunnspá Seðlabankans fyrir vöxt almennrar atvinnuvegafjárfestingar á 3. ársfj. 2023.  
Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



## Sjö vörður að stöðugleika

### Sjö vörður að stöðugleika í litlu opnu hagkerfi

1

**Verðbólga** er grundvöllur hagstjórnar.

2

**Samþætt óskoruð ábyrgð Seðlabankans** á verðstöðugleika, fjármálastöðugleika og fjármálaeftirliti

3

**Stöðugleiki greiðslujafnaðar** er forsenda efnahagslegs stöðugleika í litlu opnu hagkerfi

4

**Þjóðhagsvarúðartæki** eru nauðsynleg til að tryggja öruggt fjármálakerfi og geta stutt við peningastefnuna

5

**Öflugt fjármálaeftirlit** er mikilvægt til að takmarka áhættutöku í fjármálakerfinu

6

**Stöðugleiki á vinnumarkaði** er undirstaða verðstöðugleika

7

**Pólitískur stuðningur** er nauðsynlegur fyrir peningastefnuna

## Fyrsta varða: Verðbólguþáttur er grundvöllur hagstjórnar – hvað felst í því?

- a) Stjórnvöld ákveða að verðstöðugleiki sé aðalmarkmið peningastefnunnar
- b) Seðlabankinn hefur sjálfstæði til að beita stjórnáttækjum sínum til þess að ná markmiði sínu
- c) Seðlabankinn tekur ábyrgð á framfylgd markmiðs með sérstakri áherslu á gagnsæi og upplýsingagjöf til stjórnvalda og almennings
- d) Seðlabankinn fylgir þeirri stefnureglu að bregðast við verðbólgu með hækkun á stýrivöxtum sem tryggir hækkun raunvaxta
- e) Raunvextir hreyfast gegn hagsveiflunni og stuðla að bæði stöðugleika í verðlagi og hagvexti

## Önnur varða: Samþætt ábyrgð Seðlabankans og gagnsæ ákvörðunartaka

- a) Seðlabanki Íslands sameinaðist Fjármálaeftirliti árið 2020 og fer nú einn með ábyrgð á **verðstöðugleika, fjármálastöðugleika og fjármálaeftirliti**
- b) Ákvarðanir um beitingu stjórnáttækja bankans eru teknar af **þremur nefndum**, að hluta skipaðar ytri nefndarmönnum sem **tryggir gagnsæi valddreifingar**
- c) Sú aðferðafræði sem felst í verðbólguþáttu leggur áherslu á **gagnsæi og opinbera ábyrgð** og fellur mjög vel að leikreglum lýðræðissamfélags - hefur nú einnig verið útfærð fyrir hin tvö markmið Seðlabankans
- d) **Beiting þjóðhagsvarúðar** snýst um að varðveita fjármálastöðugleika – en hún getur einnig stutt við peningastefnuna með því að draga úr útlánvexti og skuldsetningu í efnahagslífinu

## Þriðja varða: Stöðugleiki greiðslujafnaðar er forsenda efnahagslegs stöðugleika í litlu opnu hagkerfi

Dæmi um aðgerðir sem gripið hefur verið til:

a) Búa yfir nægum gjaldeyrisforða: hafa áhrif á gjaldeyrismarkað með takmörkuðum en stefnumótandi inngripum

Þjóðhagsvarúðartæki

b) Draga úr getu innlendra aðila til að safna erlendum skammtímaskuldum t.d. með reglum um stöðuga fjármögnun

c) Takmarka svigrúm til stöðutöku með því að setja takmarkanir á afleiðuviðskipti innlendra banka með krónur

## Fjórtða varða: Beiting þjóðhagsvarúðartækja er nauðsynleg til að koma í veg fyrir skuldabólu

Þjóðhagsvarúðartæki

a) Viðhalda háu eiginfjárlutfalli banka: Núverandi krafa á KMB er yfir 20% að meðtöldum 2,5% sveiflujöfnunarauka

b) Nýta lánþegaskilyrði: Takmarka bæði skuldsetningu og greiðslubyrði heimila

c) Takmarka útlán í erlendum gjaldeyri til fyrirtækja og heimila sem hafa ekki tekjur í erlendum gjaldeyri

## Fimmta varða : Öflugt fjármálaeftirlit þarf til þess að takmarka áhættutöku og bóllumyndun í fjármálakerfinu

- a) Gagnsæi er lykillinn að trausti almennings á eftirliti með fjármálastarfsemi - Eftirlitið birtir ákvarðanir opinberlega
- b) Draga þarf ályktanir kerfisbundið út frá gögnum eftirlits: T.d. þegar leggja þarf mat á áhættu í starfsemi eftirlitsskyldra aðila og líkleg áhrif hennar
- c) Strangar reglur þurfa að gilda um bónusgreiðslur - þar með talið hámark á þær
- d) Ýmsar aðrar takmarkanir eru mikilvægar:
  - Þak á lán til tengdra aðila
  - Ítarlegt hæfismat framkvæmt á stjórnarmönnum og stjórnendum
  - Aukinn eiginfjárfkrafa lögð á áhættusöm lána til eignarhaldsfélaga

## Sjötta varða: Stöðugleiki á vinnumarkaði er undirstaða verðstöðugleika

- a) Á Norðurlöndunum eru kjarasamningar almennt miðlægir með þátttöku allra vinnumarkaðsfélaga og hins opinbera til þess að koma í veg fyrir höfrungahlaup
- b) Hérlandis ríkir ekki sátt um hver hlutfallslegur launamunur eigi að vera milli ólíkra stétta: Tíðar deilur á vinnumarkaði þar sem verkfallskraftur fremur en sanngirni ræður niðurstöðunni
- c) Launahækkningar umfram framleiðnivöxt draga úr samkeppnishæfi, auka innlenda eftirspurn og draga úr útflutningi, sem leiðir til viðskiptahalla og óhagstæðari skuldastöðu við útlönd, veikingar gengis og efnahags – og fjármálalegs óstöðugleika

## Sjöunda varða: Peningastefnan þarf pólitískan stuðning



- a) Peningastefna getur ekki orðið árangursrík án pólitísku stuðnings og viðeigandi ríkisfjármálastefnu, a.m.k. ekki til langs tíma litið
- b) Í kjölfar þess að Ísland fór í gegnum AGS prógramm á árunum eftir hrun var ríkisfjármálareglu komið á fót - henni var vikið til hliðar í Covid-faraldrinum og langan tíma hefur tekið að koma henni aftur á
- c) Mestu máli skiptir að bæði Alþingi og ríkisstjórn standi vörð um sjálfstæði Seðlabankans – og tryggi athafnarými hans til þess að verja almannahag þrátt fyrir þrýsting hagsmunahópa

## Sjö vörður eftir 100 ára tilraunastarfsemi á Íslandi við að koma á fót trúverðugri efnahagsstefnu í litlu opnu hagkerfi



- 1 **Verðbólgaþol** er grundvöllur hagstjórnar.
- 2 **Samþætt óskorun ábyrgð Seðlabankans** á verðstöðugleika, fjármálastöðugleika og fjármálaeftirliti
- 3 **Stöðugleiki greiðslujafnaðar** er öxull íslenskrar hagstjórnar.
- 4 **Þjóðhagsvarúðartæki** er grundvöllur peningastefnu til framtíðar
- 5 **Öflugt fjármálaeftirlit** er mikilvægt til að takmarka áhættutöku í fjármálakerfinu
- 6 **Stöðugleiki á vinnumarkaði** er undirstaða verðstöðugleika
- 7 **Pólitískur stuðningur** er nauðsynlegur fyrir peningastefnuna



## Að taka leikinn alvarlega -Hvað felst í því?

*Að fylgja leikreglum skiptir meira máli en hvaða leikur er valinn. Sérhver peningastefna hefur kosti og galla. Ástæða þess að Íslendingar hafa frá fullveldi yfirleitt búið við óstöðugleika og verðbólgu er ekki sú að þeir hafi ávallt valið sér ranga peningastefnu – eða hafi ekki enn fundið þá stefnu sem hentar þeim. Ástæðan er sú að þeir hafa ekki fylgt þeim leikreglum sem viðkomandi fyrirkomulag hefur krafist hvað varðar beitingu hagstjórnartækja til að viðhalda efnahagslegum stöðugleika.*

*Ásdís Kristjánsdóttir, Ásgeir Jónsson og Illugi Gunnarsson. Framtíð Íslenskrar peningastefnu - Endurmat á ramma peningastefnunnar, Forsætisráðuneytið 2018*

## Leikreglur og samfélagssáttmáli

- a) Ísland er fámenn en í alþjóðlegum samanburði eru norrænu löndin einnig fámenn og sum háð útflutningi á hrávörum
- b) Finnland hefur valið að taka upp evru. Danmörk hefur valið einhliða fastgengið við evru. Svíþjóð og Noregur hafa valið verðbólguþakið
- c) Frammistaða þessa fjögurra landa hefur verið mjög sambærileg sama hvaða peningastefnu þau hafa valið
- d) Allar Norðurlandþjóðirnar fylgja leikreglum þeirrar peningastefnu sem þau hafa valið - Leikreglurnar hafa verið felldar inn í samfélagssáttmála þessara landa
- e) Þetta hafa Íslendingar enn ekki náð að leika eftir

## Árangur og staðfesta

- a) Íslendingar virðast álíta að þeir geti búið við langtum meiri hagvöxt og launahækkanir en aðrar þjóðir en samt búið við sömu vexti og verðbólgu – það er ekki mögulegt
- b) Núverandi verðbólguvandi er gamaldags þensluverðbólga sem við höfum oft gengið í gegnum áður. Hjá flestum öðrum þjóðum í Evrópu er vandamálið verra – verðbólga er ríkjandi en lítill eða neikvæður hagvöxtur
- c) Með þeim stofnanaramma sem hefur verið byggður upp í kringum beitingu peningastefnunnar af hálfu Seðlabankans – ætti stefnan að vera álíka skilvirk og hjá öðrum þjóðum með verðbólguþröskulmið
- d) Við munum ná árangri – þó aðeins ef við sýnum staðfestu

## Að taka leikinn alvarlega

*„Mörgum hættir við að taka Ísland eitt sér í allri veröldinni og vilja neita að reynsla annarra landa eigi þar við.“*

*Jón Sigurðsson, forseti. Um verzlun á Íslandi. Ný Félagsrit, þriðji árgangur, 1843.*

Takk fyrir

**Höfundur:**

Ásgerður Ósk Pétursdóttir  
Lektor í hagfræði við Háskólann í Bath

## Vaxtaákvörðun og verðbólguhorfur

Peningastefnunefnd ákvað á vaxtaákvörðunarfundi sínum í ágúst 2023 að hækka vexti um 0,5 prósentur. Við það hækkuðu meginvextir bankans í 9,25%. Þótt vísbendingar væru um að hægt hafi á vexti innlendrar eftirspurnar, sem ætti að draga úr verðbólguþrýstingi, taldi nefndin samt sem áður nauðsynlegt að herða taumhald peningastefnunnar. Áfram er spennan í þjóðarbúinu, sérstaklega á vinnumarkaði og verðbólguvæntingar eru vel yfir 2,5% verðbólguþrýstingum Seðlabankans.

### Verðbólguvæntingar

Íslenska hagkerfið tók fljótt við sér í kjölfar heimsfaraldursins. Innlend eftirspurn jókst hratt sem ásamt alþjóðlegum áhrifum leiddi til aukinnar verðbólgu á Íslandi. Með hækkanum verðbólguvæntingum jukust bæði skammtíma- og langtímaverðbólguvæntingar.

Kjölfesta verðbólguvæntinga er jafnan veikari í löndum eins og Íslandi sem hafa sögu um mikla verðbólgu. Verðbólguvæntingar geta þá hækkað hratt þegar verðbólga eykst. Hækkun verðbólguvæntinga getur haft í för með sér launahækkunir umfram langtíma framleiðnivöxt og að fyrirtæki hækki verð þrátt fyrir að verða ekki fyrir beinum kostnaðarauka. Kröftug innlend eftirspurn og lítið atvinnuleysi ýta undir þá framvindu. Háar verðbólguvæntingar geta því leitt til svokallaðra seinni umferðar áhrifa og afleiðingin er meiri verðbólga, sem rýrir virði peninga og minnkar kaupmátt launa. Mikilvægt er fyrir seðlabanka að bregðast við þessu ástandi með hækkanum vaxta.

Þar sem Ísland á sér sögu um mikla verðbólgu, þarf Seðlabanki Íslands að bregðast fyrir við verðbólguþrýstingi með því að hækka vexti, hækka vexti meira og halda vöxtum á hærra stigi lengur en seðlabankar í löndum sem hafa sögu um minni verðbólgu. Til skemmri tíma lítið geta áhrifin á efnahagssumsvif verið meiri en hefði þurft ef kjölfesta verðbólguvæntinga væri sterk en ábatinn ætti að skila sér í minni verðbólgu en ella. Til lengri tíma lítið má því búast við meiri stöðugleika og aukinni velferð þar sem verðbólga og verðbólguvæntingar eru lægri en annars hefði verið.

### Verðbólga enn á breiðum grunni

Nýleg þróun vísitölu neysluverðs sýnir að mæld verðbólga er byrjuð að hjaðna. Hún er þó ennþá vel yfir verðbólguþrýstingum bankans og hækkanir eru á breiðum grunni. Nýjasta mæling sem lá fyrir við vaxtaákvörðun sýnir að enn hækkar um 80% af neyslukörfu vísitölu neysluverðs meira en 5% á milli ára. Jákvætt er þó að hlutfall vara sem hefur hækkað um meira en 10% er tekið að lækka þótt það hafi að mestu gerst með því að hlutfall vara sem hækkar á bilinu 5-10% jókst. Hækkanir eru því enn of miklar og almennar til að samrýmast verðbólguþrýstingum bankans.

Við mat á verðbólguþrýstingi er gagnlegt að líta til mælinga um undirliggjandi verðbólgu. Þá er horft fram hjá tímabundnum þáttum, eins og t.d. verðhækkunum vegna uppskerubrests eða stríðs, sem peningastefnan hefur ekki áhrif á. Vert er þó að nefna að tímabundnir atburðir geta haft áhrif á almenna verðbólgu í gegnum seinni umferðar áhrif ef kjölfesta verðbólguvæntinga er brostin.

Undirliggjandi verðbólga hefur hjaðnað hægar en mæld verðbólga. Samkvæmt meðaltali mælinga var hún 6,7% í júlí samanborið við 7,3% í maí og júní. Hún er því enn mikil sem bendir til verðbólguþrýstings í hagkerfinu.

Innlendar verðhækkanir vöru og þjónustu, sem tilkomnar eru vegna kröftugrar innlendrar eftirspurnar, hafa reynst þrálátar og eru enn að aukast. Húsnæðisverð hefur þó lækkað skart undanfarið og einnig hefur hægt nokkuð á innfluttum verðhækkunum. Fræðin og reynslan sýna að vaxtahækkanir eru mikilvægt tæki til að hægja á eftirspurnardrífinni verðbólgu.

### **Gengið og innflutt verðbólga**

Vaxtahækkanir geta einnig haft óbein áhrif á innflutta verðbólgu. Vaxtamunur við útlönd styður við gengi íslensku krónunnar. Hvati er fyrir markaðsaðila að halda fjármagni í íslenskum krónum þegar ávöxtun eykst á Íslandi. Þegar gengið styrkist þá verða innfluttar vörur ódýrari í krónum talið. Ef litið er til viðskiptalanda okkar þá hefur hækkun vöruverðs hjaðnað. Í ofanálág hefur orku- og matvælaverð lækkað á alþjóðavísu. Því hefur hægt verulega á hækkun innflutningsverðs í erlendum gjaldmiðli.

Allt þetta leiðir til lækkunar innflutningsverðs og ætti að draga úr innfluttri verðbólgu. Þróunin fer þó eftir því hversu vel verðlækkanir innflytjenda skila sér til neytenda og þar með í mælda verðbólgu. Ef innlend eftirspurn er sterk eru minni líkur á að þessar verðlækkanir skili sér. Hins vegar ætti hægari innlend eftirspurn að auka hvata til að skila verðlækkunum til neytenda. Vaxtahækkunum er einmitt ætlað að draga úr eftirspurn og styðja þannig við þá þróun.

### **Spenna í þjóðarbúinu**

Í yfirlýsingu peningastefnunefndar er bent á að enn sé spenna í þjóðarbúinu. Skýrasta birtingarmynd þessarar spennu er að atvinnuleysi er mjög lágt og minnkaði milli funda nefndarinnar. Hefur það ekki mælst minna síðan haustið 2017. Störfum heldur jafnframt áfram að fjölga sem og heildarvinnustundum. Töluverð framleiðsluspenna er til staðar í hagkerfinu og hlutfall fyrirtækja sem starfa við full afköst hefur aldrei mælst eins hátt. Til að manna laus störf hefur þurft að flytja inn vinnuafli sem eykur innlenda eftirspurn eftir vörum og húsnæði.

Raunvaxtastig hefur áhrif á spennu í þjóðarbúinu. Í hagkerfi þar sem atvinnuleysi er undir jafnvægisatvinnuleysi og framleiðsla umfram getu, er æskilegt að raunvextir séu hærri en jafnvægisraunvextir til að draga úr spennu. Þótt meginvextir Seðlabankans hafi verið hækkaðir mikið á síðustu tveimur árum hefur raunvaxtastig ekki hækkað í takt við hækkun nafnvaxta. Raunstyrivextir miðað við meðaltal mælinga á verðbólgu og verðbólguvæntinga hafa verið neikvæðir þar til nýverið vegna mikillar verðbólgu og hárra verðbólguvæntinga. Síðasta vaxtahækkun var skref í því að ná æskilegu raunvaxtastigi til að ná tókum á spennunni sem er í hagkerfinu.

## Einkaneysla

Peningastefnunefnd benti á í yfirlýsingu sinni að vísbendingar væru um að áhrif vaxtahækkana séu að koma skýrar fram. Ein birtingarmynd þess eru vísbendingar um að dregið hafi úr vexti einkaneyslu. Almenn er samdráttur í útgjöldum til varanlegra vara eitt fyrsta merki þess að byrjað sé að hægja á einkaneyslu. Þetta eru vörur sem endast lengi og neytendur geta haft nytjar af yfir langt tímabil, eins og húsgögn og raf- og heimilstæki og því oftast fyrsti flokkurinn af vörum sem heimili fresta kaupum á.

Upplýsingar úr þjóðhagsreikningum og greiðslukortveltu í verslunum innanlands benda til samdráttis í útgjöldum á varanlegum vörum. Vísitala fyrirhugaðra stórkaupa heimilanna fer einnig lækkandi. Því má áætla að hægja sé tekið á eftirspurn heimilanna í landinu.

Sparnaðahlutföll gefa einnig vísbendingar um framvindu einkaneyslu. Sparnaður heimilanna sem hlutfall af ráðstöfunartekjum jókst gífurlega í heimsfaraldrinum. Notkun á uppsöfnuðum sparnaði, ásamt miklum launahækkunum hafa ýtt undir innlenda eftirspurn heimila og leitt til verðbólguþrýstings. Undanfarið ár hafa heimilin sparað minni hluta af tekjum en þau gerðu á farsóttartímanum og er sparnaðarhlutfallið komið undir langtímameðaltal.

Síðustu mánuði hefur sparnaður heimila hins vegar aukist. Kann það að vera vegna þess að varúðarsparnaður þeirra hefur aukist vegna aukinnar svartsýni þeirra. Hins vegar hefur hærra vaxtastig einnig jákvæð áhrif á sparnað þar sem peningastefnan hefur miðlast vel út í innlánsvexti. Meiri sparnaður heimilanna ætti því að hægja á eftirspurn og leiða til minni verðbólguþrýstings.

## Peningastefnan

Þótt fleiri merki um áhrif vaxtahækkana Seðlabankans hefðu komið fram frá fundi peningastefnunefndar í maí, var það mat nefndarinnar í ágúst að herða þyrfti taumhald peningastefnunnar enn frekar, sérstaklega í ljósi mikillar spennu á vinnumarkaði. Leggist allir sem hafa áhrif á eftirspurn og verð á sömu sveif til að draga úr verðbólguþrýstingi þá eru meiri líkur á að ekki þurfi að koma til frekari vaxtahækkana og að vaxtalækkunarferlið geti hafist fyrr en ella. Peningastefnunefnd mun þó beita stýritækjum sínum eins og til þarf til að ná verðbólgu í markmið. Við mat á áframhaldandi taumhaldi peningastefnunnar mun nefndin sem fyrr horfa til gagna og skoða vísbendingar um þróun og horfur efnahagssumsvifa og verðbólguþrýstings í þjóðarbúskapnum.

## Fyrirvari:

Höfundur er ytri nefndarmaður í peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands. Þær skoðanir og ályktanir sem koma fram í þessari grein þurfa ekki að endurspeglar viðhorf annarra nefndarmanna.

**Höfundur:**

Ásgerður Ósk Pétursdóttir  
Lektor í hagfræði við Háskólann í Bath

## Vaxtaákvörðun peningastefnufndar

Peningastefnufnd ákvað á vaxtaákvörðunarfundi sínum í október 2023 að halda vöxtum óbreyttum í 9,25%. Eins og fram kemur í fundargerðinni þá hefði ég fremur kosið að hækka vexti um 0,25 prósentur. Að gefnum þeim fyrirvara ákvað ég þó að styðja tillögu seðlabankastjóra um óbreytta vexti. Þrátt fyrir að ég hafi áhyggjur af því að taumhaldið sé ekki nægjanlegt til að ná verðbólgu í markmið innan ásættanlegs tíma, þá get ég get séð rök fyrir því að staldra við þar sem stutt er í næsta fund nefndarinnar en á honum mun liggja fyrir ný þjóðhags- og verðbólguáspá Seðlabankans með uppfærðu óvissumati.

Í fundargerðinni eru útlustuð helstu rök nefndarmanna fyrir bæði óbreyttum vöxtum og hækkun vaxta. Þegar atkvæðagreiðsla sýnir að ekki er einhugur innan nefndarinnar má ætla að nefndarmenn leggi mismunandi vægi á þessa þætti.

### Raunhagkerfið

Innlend eftirspurn jókst hratt í kjölfar heimsfaraldursins. Samkvæmt nýjustu tölum Hagstofunnar jukust þjóðarútgjöld um 6,6% í fyrra, drifin áfram af kröftugri einkaneyslu og fjárfestingu, og um 4% á fyrsta ársfjórðungi þessa árs. Nokkuð dró úr krafti innlendrar eftirspurnar á öðrum ársfjórðungi, sérstaklega á vexti einkaneyslu og jukust þjóðarútgjöld um 1,4% á fjórðungnum. Vísbendingar eru um að enn frekar hafi hægt á einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi þar sem greiðslukortavelta dróst lítillega saman á milli ára í júlí og ágúst.

Þegar eftirspurn eykst umfram það framboð sem hagkerfið getur framleitt á skilvirkan hátt myndast verðbólguþrýstingur þar sem hvati er fyrir fyrirtæki að hækka verð. Þau bregðast einnig iðulega við umframeftirspurn með því að ráða auka starfsfólk. Þegar atvinnuleysi er lítið getur aukin eftirspurn eftir starfsfólki leitt til launaþrýstings, þar sem fyrirtæki þurfa að bjóða hærri laun til að laða til sín starfsfólk. Við mikla umframeftirspurn, og ef launahækkarnir eru umfram það sem samrýmist framleiðnivexti, þá getur það leitt til þess að fyrirtæki velti auknum launakostnaði út í verðlag sem veldur enn meiri verðbólguþrýstingi.

### Verðbólguhorfur og verðbólguvæntingar

Vísbendingar sem við sjáum um að hægt hafi á vexti efnahagssumsvifa eru jákvæðar fyrir verðbólguhorfur. Nýjustu tölur benda til þess að dregið hafi úr tíðni verðhækkana og að þær séu ekki á jafn breiðum grunni og áður. Hlutfall þeirra vörflokka sem hækka í verði lækkaði á þriðja ársfjórðungi. Hlutfall þeirra sem hafa hækkað umfram 2,5% á ársgrundvelli lækkaði einnig á þriðja ársfjórðungi. Svipuð þróun átti sér hins vegar einnig stað á þriðja ársfjórðungi síðasta árs. Því er of snemmt að segja til um hvort þessi þróun sé varanleg.

Verðbólguvæntingar eru enn of háar til að samrýmast verðbólguálagi Seðlabankans. Hins vegar er jákvætt að langtímaverðbólguvæntingar fyrirtækja og heimila lækkuðu frá síðasta fundi peningastefnunar. Má ætla að skammtímaverðbólguvæntingar þeirra séu meira í takt við mældu verðbólgu og muni koma niður þegar mæld verðbólga hjaðnar meira.

Jafnframt var kynnt fyrir nefndinni mat á fræðilegri túlkun verðbólguálags á skuldabréfamarkaði. Samkvæmt því er verðbólguálag nú umfram metnar verðbólguvæntingar vegna jákvæðrar verðbólguáhættuþóknunar. Má ætla að hún sé tilkomin vegna óvissu um verðbólguhorfur, þar sem áhættufælinn fjárfestir þarf umbun til að leggja að jöfnu þekkta raunávöxtun verðtryggðra og óþekkta raunávöxtun óverðtryggðra fjárfestingakosta. Eftir því sem meiri árangur næst í baráttunni við verðbólgu ætti að draga úr óvissunni og verðbólguálaginu.

Þótt vísbendingarnar um að dregið hafi úr vexti einkaneyslu séu jákvæðar fyrir verðbólguhorfur, þá væri ákjósanlegt að það kæmi skýrar fram í verðbólguálagi. Samdráttur í útgjöldum til varanlegra vara eins og húsgagna og raftækja og til sérvöru eins og fatnaðar er oftast fyrsta merki um að tekið sé að hægja á eftirspurn heimila. Minni eftirspurn eftir þessum vöruflokkum ætti þá að leiða til minni verðhækkana og jafnvel verðlækkana. Ef horft er á undirflokkka vísitölu neysliverðs, sérstaklega raftæki og föt, þá endurspeglast vísbendingar um hægari eftirspurn og útgjöld enn sem komið er ekki í verðlagsþróun.

### **Spenna í þjóðarbúinu**

Hins vegar eru önnur merki sem benda til að enn sé töluverð spenna í þjóðarbúinu sem ýtir undir verðbólguþrýsting. Samkvæmt niðurstöðum haustkönnunar Gallup meðal stjórnenda 400 stærstu fyrirtækja landsins kemur fram að enn starfi meirihluti fyrirtækja við full afköst. Má því ætla að þau fyrirtæki ættu erfitt með að mæta aukinni eftirspurn og verðbólguþrýstingur því til staðar. Könnunin sýnir að enn eru fleiri fyrirtæki sem sjá fram á að fjölga starfsfólki heldur en fækka á næstu mánuðum. Jákvætt er þó að hlutfall fyrirtækja sem búa við skort á starfsfólki lækkar áfram og var 36%, en er þó enn vel fyrir ofan sögulegt meðaltal.

Enn eru því vísbendingar um að töluverð spenna sé á vinnumarkaði. Atvinnuleysi er lítið og fólk á vinnufærum aldri heldur áfram að fjölga, þótt hægt hafi á árstaktinum. Ef mikill vöxtur innflutts vinnuafis heldur áfram þá gæti það ýtt enn frekar undir innlenda eftirspurn og skapað þrýsting á húsnæðismarkaði. Atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi jókst áfram á þriðja ársfjórðungi og hefur ekki verið svo hátt frá því í maí 2017.

### **Raunvextir og taumhald peningastefnunar**

Þegar kemur að peningastefnunni þá er það raunvaxtastig sem hefur áhrif á eftirspurn og spennu í þjóðarbúinu og segir til um taumhaldið. Raunvaxtastigið hefur áhrif á sparnað og fjárfestingar þar sem það segir til um kaupmátt ávöxtunarinnar.

Raunstyrivextir miðað við meðaltal mælinga á verðbólgu og verðbólguvæntinga urðu jákvæðir í kjölfar vaxtahækkunar í mars sl. og hafa hækkað nokkuð í kjölfar vaxtahækkanna í maí og ágúst. Það hefur því tekist það sem lagt var upp með, að hækka vexti skarpt til að ná árangri fyrr. Við vaxtaákvörðun í október voru raunvextir bankans 2,9% miðað við þetta meðaltal.



Fræðin og reynslan sýna að til að draga úr spennu og innlendri eftirspurn þegar hagvöxtur hefur verið umfram það sem samræmist jafnvægi, að þá sé æskilegt að raunstýrivextir séu hærrí en jafnvægisraunvextir. Hversu hátt raunstýrivextir þurfa að fara og hversu þétt taumhaldið þarf að vera byggist á mati og þróun og horfum verðlags og efnahagssumsvifa. Vert er að nefna að taumhaldið getur einnig aukist ef verðbólga hjaðnar og verðbólguvæntingar minnka, og þarf peningastefnunefnd þá að bregðast minna við. Eftir skarpar vaxtahækkunar síðustu misseri og í ljósi þess að það tekur tíma fyrir vaxtahækkunar að miðlast að fullu út í verðlag var því lag á að staldra við í október.

### **Miðlun peningastefnunar**

Stýrivextir eru aðal peningastefnutæki Seðlabankans og hefur miðlun peningastefnunar í gegnum vaxtataekið gengið vel undanfarin misseri. Með því að breyta vöxtum í viðskiptum Seðlabankans við mótaðila hefur hann áhrif á markaðsveftri og einnig á þá út- og innlánaveftri sem fjármálastofnanir bjóða heimilum og fyrirtækjum. Undanfarið hafa vaxtabreytingar miðlast vel út í innlánsveftri, sem ætti að ýta undir sparnað og draga úr eftirspurn.

Misskilnings virðist stundum gæta í umræðunni um að áhrif vaxtahækkana Seðlabankans á framleiðslu og verðlag komi ekki fram að neinu leyti fyrir en að 18 – 24 mánuðum liðnum. Í raun tekur áhrifa að gæta um leið og fólk væntir þess að vextir verði hækkaðir og áhrifanna heldur áfram að gæta í kjölfar hækkunar. Talið er að áhrifin séu svo komin fram að fullu á 18 – 24 mánuðum. Hins vegar geta aðstæður í hagkerfinu og stærð vaxtaákvæðana haft áhrif á hversu hratt áhrif þeirra koma að fullu fram.

### **Peningastefnan**

Til skemmri tíma litið þá getur það haft neikvæð áhrif á raunhagkerfið ef taumhaldið er of þétt. Hins vegar hefur það neikvæð langtímaáhrif ef taumhaldið er ekki nægjanlegt, annað hvort vegna þess að vaxtahækkunarferlinu sé hætt of snemma eða vöxtum ekki haldið háum nógu lengi. Fræðin og reynslan sýna að hætta er á að verðbólga geti staðnað á stigi sem samræmist ekki verðbólguþrýstingunni ef taumhaldið er ekki nægjanlegt, með þeim langtímakostnaði sem verðbólga hefur í för með sér.

Enn er töluverð óvissa um hvort að taumhald peningastefnunar sé núna nægjanlegt til að ná verðbólgu í markmið innan ásættanlegs tíma. Raunstýrivextir hafa þó hækkað jafnt og þétt undanfarna mánuði og þróunin á milli ágúst og október funda peningastefnunefndar var í takt við það sem búist var við. Því var niðurstaða nefndarinnar að hækka ekki vexti. Eftir sem áður verður taumhaldið endurmetið á næsta fundi peningastefnunefndar í nóvember.

Rétt er að ítreka að leggist allir sem hafa áhrif á eftirspurn og verð á sömu sveif til að draga úr verðbólguþrýstingunni þá eru meiri líkur á að ekki þurfi að koma til frekari vaxtahækkana og að vaxtalækkunarferlið geti hafist fyrir en ella. Peningastefnunefnd mun sem fyrir horfa til gagna og fylgjast með þróun og horfum efnahagssumsvifa og verðbólguþrýstings í þjóðarþrýstingunni við mat á áframhaldandi taumhaldi peningastefnunar með það að leiðarljósi að ná verðbólgu í markmið innan ásættanlegs tíma.

### **Fyrirvari:**

Höfundur er ytri nefndarmaður í peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands. Þær skoðanir og ályktanir sem koma fram í þessari grein þurfa ekki að endurspeglar viðhorf annarra nefndarmanna.

**Höfundur:**

Ásgerður Ósk Pétursdóttir  
Lektor í hagfræði við Háskólann í Bath

## Neikvæð áhrif mikillar verðbólgu

Peningastefnunefnd ákvað á vaxtaákvörðunarfundi sínum í nóvember 2023 að halda vöxtum óbreyttum í 9,25%. Sem fyrr ræddi nefndin um taumhald peningastefnunnar í ljósi framvindu efnahagsmála og hvort það væri hæfilegt með tilliti til verðbólguhorfa. Áhyggjuefni er hversu þrálát verðbólgan hefur verið og að verðbólguhorfur hafi versnað á ný.<sup>1</sup> Hins vegar vó óvissan um umfang og efnahagslegar afleiðingar jarðhræringanna á Reykjanesi þyngst við ákvörðunina. Ekki er útséð um hvort hræringarnar muni auka eða draga úr verðbólguþrýstingi.

Í hinni almennu umræðu hefur stundum verið talað um að meginvextir Seðlabankans séu of háir og að þetta háa vaxtastig sé alltof kostnaðarsamt fyrir þjóðarbúið. Hins vegar gleymist oft í umræðunni hvers vegna nefndin hefur verið að hækka vexti síðustu mánuði og hverjar væru afleiðingarnar ef nefndin beitti ekki stýritækjum sínum til að ná verðbólgu niður í sitt lögbundna markmið. Þó að háu vaxtastigi geti fylgt kostnaður til skemmri tíma litið, þá yrði hann enn meiri fyrir öll heimili og fyrirtæki í landinu ef hátt verðbólguþigust næði fótfestu til lengri tíma litið. Því er vert að minna á þann kostnað sem fylgir mikilli verðbólgu.

### Kaupmáttur og verðmæti peninga

Þegar kemur að verðgildi peninga, þá er það raunvirðið sem skiptir máli. Fólk fær ekki nytjar af því að eiga þúsund krónur í veskinu eða inni á bankareikningi. Verðmæti þúsund krónanna felst í því magni af vörum og þjónustu sem fæst fyrir peninginn. Þegar verðlag hækkar þá lækkar raunvirðið þar sem sú vörurkarfa sem þúsund krónurnar geta keypt hefur minnkað. Það er því neikvæð fylgni á milli verðgildis peninga og verðlags.

Verðbólga er eins og skattur á peningalegar eignir því hún rýrir verðmæti þeirra. Kaupmáttur launa dregst saman þar sem færri vörur fást nú fyrir sömu nafnlaun. Hinir efnaminni sem halda stórum hluta eigna sinna í formi peninga, og hinir tekjulægri sem eyða stórum hluta af launum sínum í nauðsynjavörur verða því hvað mest fyrir barðinu á verðbólgunni. Verðstöðugleiki er því mikilvægur til að viðhalda verðmæti peninga og kaupmætti launa.

### Fljótandi mælieining

Eitt af þeim hlutverkum sem peningar gegna er að vera mælieining (e. unit of account). Vörur og þjónusta á Íslandi eru verðlagðar í íslenskum krónum. Þegar verðstöðugleiki er til staðar þá er virði krónunnar nokkuð stöðugt og það magn af vörum og þjónustu sem þúsund krónur geta keypt er sambærilegt á milli ára.

<sup>1</sup> Verðbólguhorfur miðað við nóvember spá Seðlabankans borið saman við ágúst spánna. Nóvember spáin byggir á gögnum sem lágu fyrir áður en neyðarstigi Almannaþinginn var lýst yfir á Reykjanesi.

Þar sem verðbólga rýrir virði peninga hefur hún þau áhrif að þessi mælikvarði er ekki stöðugur á milli ára. Mikil verðbólga þegar upplýsingar sem mælieiningin á að gefa og getur einnig brenglað verðskyn fólks, sem dregur úr líkum á hagkvæmri ákvörðanatöku með viðeigandi kostnaði fyrir heimilin.

### **Hlutfallsleg eftirspurn**

Verðbreytingar ættu að gefa vísbendingu um breytingar á hlutfallslegri eftirspurn. Ef hlutfallsleg eftirspurn eftir ákveðnum vöruflokki eða atvinnugrein eykst þá ætti verð á þeirri vöru að hækka. Hærra verð hjálpar til við að aðlaga framboð og eftirspurn og koma í veg fyrir umframeftirspurn.

Þegar verðbólga er til staðar þá er almennt verðlag að hækka. Þar sem fyrirtæki breyta ekki öll verði á sama tíma þá brenglast hlutfallslegu verðin við mikla verðbólgu sem aftur brenglar ákvarðanatöku heimila og fyrirtækja. Erfiðara verður t.d. að meta góða fjárfestingakosti og hagkvæmt frameiðslumagn vöru.

### **Kostnaður vegna verðbreytinga**

Það fylgir því kostnaður fyrir fyrirtæki að breyta nafnverði. Matseðlakostnaður (e. menu cost) á t.a.m. við um þann kostnað sem fellur til við að prenta nýja matseðla eða verðmerkingar. Fyrirtækin verða hins vegar ekki bara fyrir þessum áþreifanlega kostnaði. Því fylgir einnig kostnaður að taka ákvörðun um að breyta nafnverði, svokallaður upplýsingakostnaður (e. costly information) þar sem fyrirtæki þurfa að verða sér úti um og greina þær upplýsingar sem þarf til að taka hagkvæmustu ákvörðun um verð.

Þegar verðbólga er lítil eru fyrirtæki líklegri til að fylgja tímaháðri verðbreytingu (e. time-dependent price setting), þar sem nafnverði er t.d. einungis breytt einu sinni á ári. Fyrirtæki lágmarka þá upplýsingakostnað og óveruleg raunverðslækkun á sér stað á milli verðbreytinga.

Þegar mikil verðbólga er til staðar, þá getur tímaháð verðbreyting leitt til þess að raunverð lækki umfram það sem hagkvæmt er. Niðurstöður kannana um verðlagningu fyrirtækja sýna því þvert á lönd að fyrirtæki fylgi frekar svokallaðri ástandsháðri verðbreytingu (e. state-dependent price setting) á tímum mikillar verðbólgu. Þ.e. að þau breyti verði til að bregðast við kostnaðarskellum og þróun í hagkerfinu. Upplýsingakostnaður eykst, auk þess sem gögnin sýna að fyrirtæki breyta verði oftár þegar mikil verðbólga er til staðar með tilheyrandi kostnaði.

### **Skattkerfið og verðbólga**

Verðbólga getur leitt til aukinnar skattbyrði vegna þess að skattur er greiddur af nafnstærðum. T.a.m. er staðgreiðsluskattur sem dreginn er af launum iðulega í nokkrum skattþrepum. Ef tekjubil nafnlauna fyrir hvert skattþrep breytist ekki í takt við verðbólgu, þá getur skattgreiðandi færst upp í hærra skattþrep vegna nafnlaunahækkunar sem tilkomin er til að varðveita raunlaun.

England er dæmi um land þar sem tekjubilin hafa verið fryst til ársins 2028. Skattkerfið brenglast því þegar skattgreiðendur eru að færast upp um skattþrep vegna verðbólgu. Þessi aukna skattbyrði getur haft áhrif á ákvörðunartöku skattgreiðenda, m.a. um fjölda vinnustunda.

## Lánþegar og lánveitendur

Lánþegar hagnast þegar verðbólga er meiri en gert var ráð fyrir við gerð lánasamnings þar sem raunvirði greiðslna þeirra verður minna en búist var við. Kostnaðurinn af óvæntri verðbólgu leggst því á lánveitendur.

Það eru ekki bara fjármálastofnanir sem eru lánveitendur. Hægt er að kalla heimili sem eiga sparnað lánveitendur, því ef þau t.d. leggja sparnaðinn inn á bankareikning þá eru þau í raun að lána bankanum pening. Óvænt verðbólga er því kostnaðarsöm fyrir sparifjáreigendur sem geta átt erfitt með að verja raunvirði sparifjáreignar sinnar.

## Vextir og verðbólga

Eftir því sem verðbólguþing er hærra, því óútreiknanlegri getur verðbólga orðið. Kjölfesta verðbólguvæntinga veikir jafnan þegar verðbólga er vel yfir markmiði til lengri tíma. Verðbólguþing (e. inflation persistence) fylgir jafnan veikari kjölfestu. Það felur í sér að tímabundnir kostnaðarskellir lifa lengur í verðbólgunni og hún verður meiri og þrálátari en ella. Því er til mikils að vinna að koma í veg fyrir að verðbólga haldist á stigi sem samræmist ekki verðbólguþingmiði þar sem kostnaðurinn fyrir þjóðarbúið verður meiri og erfiðara getur orðið að ná verðbólgu niður.

Meginvextir Seðlabankans endurspeglar það taumhald sem peningastefnunefnd telur nauðsynlegt til að ná verðbólgu niður í markmið innan ásættanlegs tíma. Ef peningastefnan væri ekki að beita þessu aðhaldi þá mætti búast við að verðbólga væri meiri en hún er. Hins vegar er ekki sjálfgefið að hið almenna vaxtastig væri lægra án aðhalds peningastefnunnar. Vextir endurspeglar t.a.m. verðbólguvæntingar og áhættuálag. Verðbólguvæntingar eru líklegar til að rjúka upp í hagkerfi með mikilli verðbólgu og litlu aðhaldi peningastefnunnar. Óvissan vegna lítills aðhalds og vaxandi verðbólgu er einnig líkleg til að auka áhættuálag. Báðir þessir þættir myndu leiða til hærra vaxtastigs, ásamt því sem aukin óvissa væri um vexti með tilheyrandi kostnaði fyrir efnahagslífið.

## Verðstöðugleiki

Mikil og óvænt verðbólga gerir allar framtíðaráætlanir erfiðar, ekki síst þegar kemur að fjárfestingum, þar sem mikil óvissa er um kostnað og raunvirði. Til lengri tíma litið þá sýna gögnin að verðbólga hefur neikvæð áhrif á landsframleiðslu. Núverandi taumhaldi peningastefnunnar er því ætlað að búa til forsendur fyrir því að jafnvægi og verðstöðugleiki náist. Þegar heimilin og fyrirtækin í landinu geta gert ráð fyrir því að verðbólga haldist lítil og stöðug, auðveldar það alla ákvarðanatöku varðandi sparnað, lántökur og fjárfestingar og stuðlar að skilvirku hagkerfi.

Til mikils er því að vinna að ná verðbólgu niður í markmið innan ásættanlega tíma til að lágmarka langtímakostnað fyrir hagkerfið, og þar með fyrir heimilin og fyrirtækin í landinu.

## Fyrirvari:

Höfundur er ytri nefndarmaður í peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands. Þær skoðanir og ályktanir sem koma fram í þessari grein þurfa ekki að endurspeglar viðhorf annarra nefndarmanna.



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) Meginmarkmið 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 meginmarkmiða efnahagsstefnu ríkisstjórnarinnar að svo miklu leyti sem hann telur það ekki ganga gegn meginmarkmiði hans um verðstöðugleika.

(2) Í stað þess að miða peningastefnuna við að halda gengi krónunnar innan vikmarka mun Seðlabankinn hér eftir miða 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 stjórnartækjum sínum í því skyni að ná verðbólguþétti 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 meginmarkmið peningastefnunnar og um sjálfstæði Seðlabankans til að beita stjórnartækjum sínum.

(6) Verðbólguþétt 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 verðbólguþéttinu 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.

