



2022|2

# SKÝRSLA

PENINGASTEFNUNEFDAR TIL ALÞINGIS





# SKÝRSLA

PENINGASTEFNUNEFNDAR TIL ALÞINGIS 2022/2

12. janúar 2023

# Ítarefni

## Með þessari skýrslu fylgir eftirfarandi ítarefni

---

Yfirlýsing peningastefnunefndar frá 24. ágúst 2022	10
Yfirlýsing peningastefnunefndar frá 5. október 2022	11
Yfirlýsing peningastefnunefndar frá 23. nóvember 2022	12
Fundargerð peningastefnunefndar í ágúst 2022	13
Fundargerð peningastefnunefndar í október 2022	20
Fundargerð peningastefnunefndar í nóvember 2022	27
Um síðustu vaxtaákvörðun. Grein eftir Gylfa Zoëga, ytri nefndarmann í peningastefnunefnd, sem birtist í Vísbendingu 2. september 2022.	35
Erindi varaseðlabankastjóra peningastefnu um efnahagshorfur hjá Samiðn 19. september 2022.	37
Vaxtaákvörðun á viðsjárverðum tímum. Grein eftir Gylfa Zoëga, ytri nefndarmann í peningastefnunefnd, sem birtist í Vísbendingu 7. október 2022.	46
Erindi seðlabankastjóra um efnahagshorfur á Peningamálafræðingaráðs 24. nóvember 2022.	48
Um vaxtaákvörðun 23. nóvember. Grein eftir Gylfa Zoëga, ytri nefndarmann í peningastefnunefnd, sem birtist í Vísbendingu 2. desember 2022.	56
Yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands um verðbólguþolmið, mars 2001	59

# Skýrsla peningastefnunefndar til Alþingis

## 12. janúar 2023

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

Ný lög um Seðlabanka Íslands tóku gildi 1. janúar 2020 og kveða svo á að peningastefnunefnd haldi fundi að minnsta kosti sex sinnum á ári. Frá því að síðasta skýrsla var send Alþingi hefur nefndin haldið þrjá reglulega fundi, síðast 23. nóvember 2022. Eftirfarandi skýrsla fjallar um störf nefndarinnar frá júlí til desember 2022.

### 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% verðbólguþáttur miðað við vísitölu neysluverðs í sam- eiginlegri yfirlýsingu Seðlabankans og ríkisstjórnar frá 27. mars 2001. Peningastefnunefnd tekur samkvæmt lögnum ákvarðanir um beitingu stjórnþækja bankans í peningamálum og skulu ákvarðanir nefndarinnar byggðar á ítarlegu og vönduðu mati á ástandi og horfum í efnahagsmálum m.a. eins og það birtist í riti Seðlabankans, *Peningamálum*. Í yfirlýsingu og fundargerðum peningastefnunefndar, sem fylgja þessari skýrslu, er að finna röksemdir fyrir ákvörðunum nefndarinnar á seinni hluta ársins 2022.

### Þróunin frá júlí til desember 2022

Peningastefnunefnd ákvað á fundi sínum í ágúst að hækka vexti bankans um 0,75 prósentur. Verðbólguhorfur höfðu áfram versnað og verðbólguvæntingar aukist á flesta mælikvarða. Verri verðbólguhorfur endurspegluðu kröftugri umsvif í þjóðarþúskapnum en gert hafði verið ráð fyrir og þrálátari hækkanir á húsnæðismarkaði auk

Tafla 1. Vaxtaákvörðanir Seðlabanka Íslands á seinni ársþingum 2022 (%)

Dags.	Viðskipta- reikningar	Bundin innlán til 7 daga	Veðlán	Daglán
24. ágúst	5,25	5,50	6,25	7,25
5. október	5,50	5,75	6,50	7,50
23. nóvember	5,75	6,00	6,75	7,75

Mynd 1

Meginvextir Seðlabanka Íslands<sup>1</sup>  
3. janúar 2001 - 30. desember 2022



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.

meiri alþjóðlegrar verðbólgu. Uppfærð þjóðhagsspa bankans gaf til kynna að hagvaxtarhorfur hefðu batnað, einkum vegna þróttmeiri einkaneyslu og hraðari bata ferðaþjónustu. Störfum hafði fjölgað áfram, atvinnuleysi hafði minnkað og meiri spenna myndast í þjóðarbúinu en áður var áætlað.

Á fundi sínum í október ákvað nefndin að hækka vexti um 0,25 prósentur og var það í fyrsta skipti á árinu sem þeir voru hækkaðir um minna en 0,75 prósentur. Nefndarmenn voru sammála um að vaxtahækkanir undanfarin misseri hefðu hægt á vexti almennrar eftirspurnar og umsvifum á húsnæðismarkaði. Verðbólga hafði hjaðnað milli funda og útlit var fyrir að verðbólguhorfur hefðu batnað til skamms tíma þrátt fyrir að undirliggjandi verðbólga hefði aukist. Verðbólguvæntingar höfðu tekið að lækka á ný en voru enn yfir verðbólguþætti bankans. Vísbendingar voru um að hægja myndi á eftirspurn eftir því sem liði á veturinn. Þá bentu vísbendingar á vinnumarkaði jafnframt til þess að spenna í þjóðarbúskapnum hefði náð hámarki. Í ljósi þessara vísbendinga taldi nefndin ekki víst að nauðsynlegt yrði að hækka vexti áfram heldur myndi peningastefnan á næstunni ráðast af því hver þróunin yrði.

Á fundinum í nóvember ákvað nefndin að hækka vexti um 0,25 prósentur til viðbótar en þá höfðu nokkrir þættir breyst til verri vegar á ný, undirliggjandi verðbólga haldið áfram að aukast og verðhækkanir voru enn á afar breiðum grunni. Gengi krónunnar hafði lækkað milli funda og verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til lengri tíma hækkað nokkuð. Vísbendingar voru um að kjölfesta verðbólguvæntinga í verðbólguþætti bankans hefði veikt og því gæti tekið lengri tíma en ella að ná verðbólgu niður í markmið. Hagvaxtarhorfur fyrir árið 2023 höfðu jafnframt batnað samkvæmt nýrri þjóðhagsspa bankans þar sem horfur voru á hraðari vexti innlendrar eftirspurnar en áður hafði verið talið. Spenna á vinnumarkaði var enn töluverð þótt heldur hefði dregið úr henni og útlit var fyrir að spennan sem hafði myndast í þjóðarbúinu myndi minnka heldur hæggar en áður var gert ráð fyrir. Meginvextir Seðlabankans voru því 6% í lok desember eða 1,25 prósentum hærrí en þegar síðasta skýrsla var send Alþingi í lok júní.<sup>1</sup>

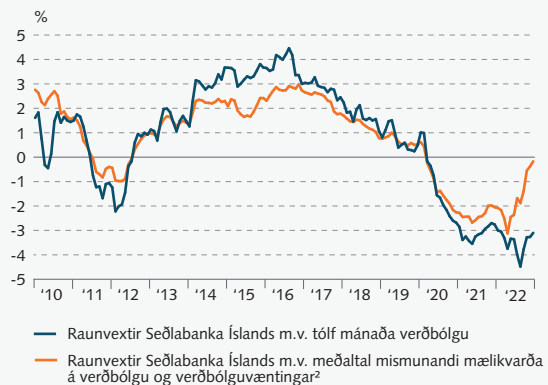
Taumhald peningastefnunnar, mælt með raunvöxtum Seðlabankans, jókst á síðari hluta ársins í takt við hækkun meginvaxta. Raunvextir bankans miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs voru -0,3% í lok desember

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 innlánnum.

Mynd 2

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

Janúar 2010 - desember 2022



1. Fram til maí 2014 er miðað við meðaltal innlánsvaxta og hámarksvaxta á innstæðubréfum með 28 daga binditíma sem meginvexti bankans en frá maí 2014 er miðað við vexti 7 daga bundinna innlána. 2. Fram til janúar 2012 er miðað við 12 mánaða verðbólgu, verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs, verðbólguvæntingar heimila til eins árs, verðbólguálag á fjármálamarkaði og spa 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.

eða 1,8 prósentum hærrí en um mitt ár. Raunvextir bankans miðað við tólf mánaða verðbólgu hækkuðu um 0,4 prósentur á sama tíma og voru -3,3% í lok desember.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hélt áfram að hækka á seinni hluta ársins. Ávöxtunarkrafa á tíu ára óverðtryggðum ríkisskuldabréfum var 6,2% í lok árs og hefur því hækkað um 0,8 prósentur frá miðju ári og um 2 prósentur frá lokum árs 2021. Verðtryggðir langtímavextir hafa einnig hækkað á sama tíma en ávöxtunarkrafa á verðtryggðum tíu ára ríkisskuldabréfum var 2% í lok árs eða 1 prósentu hærrí en um mitt ár.

Ársvöxtur peningamagns (M3) var 9½% að meðaltali á seinni hluta ársins. Heldur hægði á vextinum sl. sumar en vöxturinn jókst á ný er leið á veturinn. Ársvöxtur útlána til heimila er enn kröftugur og hefur mælst í kringum 10% allt árið þrátt fyrir töluverðar vaxtahækkunarir á árinu og hertar reglur um lánþegaskilyrði. Vextir á óverðtryggðum húsnæðislánum héldu áfram að hækka á síðari hluta ársins samhliða vaxtahækkunum Seðlabankans. Vextir verðtryggðra íbúðalána hafa einnig hækkað frá fyrri hluta ársins í takt við almennt hækkingu raunvexti. Vextir á útlánum til fyrirtækja hækkuðu einnig og vaxtaálag á fyrirtækjalán hefur heldur aukist miðað við þá innlámsvexti sem þeim standa til boða. Stofn útlána til fyrirtækja hefur vaxið frá því í mars sl. eftir samfelldan samdrátt frá því í ársbyrjun 2021.

Innstreymi fjármagns vegna nýfjárfestingar var um 96,6 ma.kr. á seinni hluta ársins 2022 og var nánast eingöngu tengt kaupum á skráðum og óskráðum hlutabréfum. Á sama tímabili nam útlæði fjármagns sem áður kom inn sem nýfjárfesting um 26,4 ma.kr. og var að mestu vegna sölu á skráðum hlutabréfum og ríkisskuldabréfum. Hreint innflæði vegna nýfjárfestingar nam því 70,2 ma.kr. á síðari hluta ársins samanborið við 11,0 ma.kr. innflæði á fyrri hluta ársins.

Gengi krónunnar hækkaði um rúmlega 5% gagnvart meðaltali gjaldmiðla helstu viðskiptalanda á fyrri hluta ársins en töluverðrar bjartsýni gætti um innlendar efnahagshorfur sl. vor eftir slökun á sóttvarnaaðgerðum og væntinga um kröftugan bata ferðapjónustu. Þróunin snerist þó við er leið á árið og almennur þrýstingur til lækkunar á gengi krónunnar jókst er leið á veturinn. Í lok árs var viðskiptavegið gengi krónunnar um 7% lægra en um mitt ár og um 2% lægra en í árslok 2021. Þróunin endurspeglar líklega aukinn þrýsting vegna hratt vaxandi innflutnings og viðskiptahalla. Þá hefur vaxtamunur gagnvart útlöndum minnkað eftir nýlegar vaxtahækkunarir erlendra seðlabanka. Á seinni hluta ársins hefur bankinn selt gjaldeyri á gjaldeyrismarkaði fyrir 10,8 ma.kr. og námu viðskiptin um 6½% af heildarveltu á markaðnum á tímabilinu.

Mynd 3

Ávöxtunarkrafa ríkistryggðra skuldabréfa<sup>1</sup>

2. janúar 2013 - 30. desember 2022



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

Mynd 4

Gengi krónu og gengisflókt

4. janúar 2010 - 30. desember 2022



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

Verðbólga var áfram mikil á seinni hluta ársins og horfur til lengri tíma versnuðu frá því í júní. Hún mældist 9,6% í desember en hafði þá hjaðnað frá því að hún náði hámarki í 9,9% í júlí. Á fjórða ársfjórðungi var verðbólga að meðaltali 9,4% eins og gert var ráð fyrir í nóvemberspá *Peningamála*. Verðbólga án húsnæðis mældist 7,5% í desember eða jafn mikil og þegar hún náði hámarki í júlí sl. Undirliggjandi verðbólga mældist 7% sé miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða samanborið við 6% þegar síðasta skýrsla var send Alþingi.

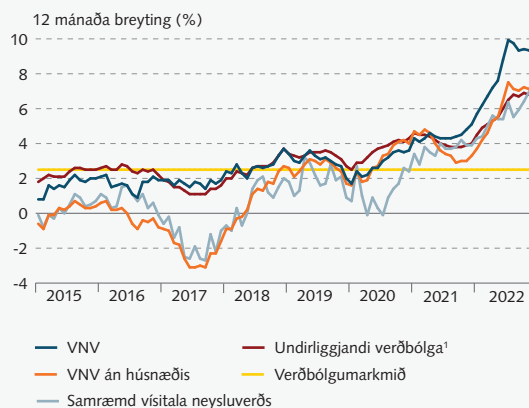
Skýrari merki eru um breyttar aðstæður á fasteignamarkaði og hefur hægt á hækkingu húsnæðisverðs undanfarið. Kostnaður vegna eigin húsnæðis hafði í desember hækkað um 19,4% sl. tólf mánuði samanborið við tæplega 21% þegar síðasta skýrsla var send Alþingi.

Innflutt verðbólga stóð á heildina lítið nokkurn veginn í stað þegar leið á seinni hluta ársins eftir miklar hækkanir á fyrri hluta ársins eftir að stríðið hófst í Úkraínu. Hún jókst hins vegar í desember. Olíu- og hrávöruverð á heimsmarkaði hafði aftur á móti lækkað frá sl. sumri en innlent eldsneytisverð er þó enn tæplega 24% hærra en á sama tíma fyrir ári. Á seinni hluta ársins hefur verð innlendrar mat- og drykkjarvöru og annarrar innlendrar vöru haldið áfram að hækka. Á heildina hefur verð innfluttrar vöru hækkað um 6,7% sl. tólf mánuði og verð innlendrar vöru um 10,2%.

Samkvæmt nóvemberspá *Peningamála* er útlit fyrir að verðbólga minnki á árinu 2023 en verði ekki komin niður fyrir 4% fyrr en á fyrri hluta árs 2024. Spáð er að hún verði komin í grennd við markmið á síðari hluta ársins 2025.

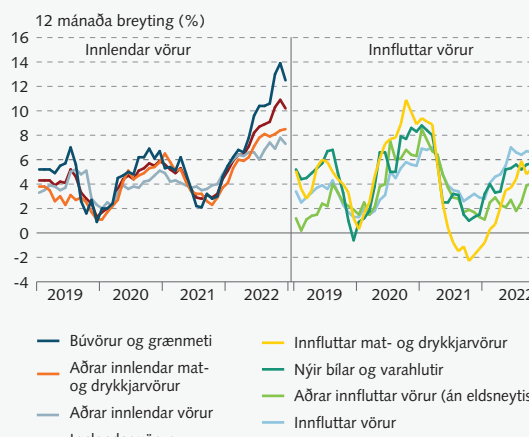
Verðbólguhorfur hafa versnað frá því að síðasta skýrsla var send Alþingi í júní. Verðbólga í viðskiptalöndum Íslands hefur aukist enn frekar síðastliðna mánuði þótt hægt hafi á aukningu hennar og því útlit fyrir að innflutt verðbólga aukist. Einnig hefur húsnæðisverð hækkað meira á seinni hluta ársins en búist var við þegar síðasta skýrsla var send. Nýleg verðbólguþróun er óvenjuleg fyrir þær sakir hversu keimlík hún hefur verið víða um heim og bendir það til þess að rekja megi stóran hluta verðbólgunnar til sameiginlegra undirliggjandi þátta. Þar má einna helst nefna hækkingu alþjóðlegs hrá- og olíuverðs, framboðshnökra og hraða breytingu neyslumynsturs í kjölfar farsóttarinnar. Við það bætast áhrif kröftugrar aukningar eftirspurnar í kjölfar umfangsmikilla stuðningsaðgerða í ríkis- og peningamálum til að sporna gegn efnahagssamdrættinum. Stríðið í Úkraínu og viðskiptaþvinganir Vesturlanda gegn Rússlandi hafa til viðbótar haft mikil áhrif á þróun orku- og matvælavæðs.

Mynd 5  
Verðbólga á ýmsa mælikvarða  
Janúar 2015 - desember 2022



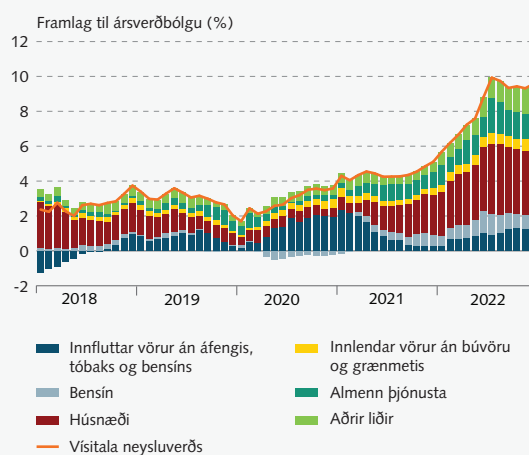
1. Undirliggjandi verðbólga sýnir meðaltal fimm ólíkra mælikvarða.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6  
Verð innlendrar og innfluttrar vöru  
Janúar 2019 - desember 2022



Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 7  
Undirlíðir verðbólgu  
Janúar 2018 - desember 2022



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



Verðbólguvæntingar hafa hækkað á flesta mæli-  
kvarða frá því í sumar. Nýleg könnun á væntingum  
markaðsaðila gefur til kynna að þeir vænti þess að  
verðbólga verði komin niður í 4% eftir tvö ár og hafa  
verðbólguvæntingar þeirra hækkað frá því að síðasta  
skýrsla var send Alþingi. Stjórnendur fyrirtækja búast  
við að verðbólga verði 5% eftir tvö ár samkvæmt  
vetrarkönnun Gallup sem er óbreytt frá sumarkönnuninni  
en heimilin gera ráð fyrir að hún minnki hægar og verði  
6%.

Markaðsaðilar vænta þess að verðbólga verði að  
meðaltali 3,5% á næstu fimm og tíu árum og hækkuðu  
verðbólguvæntingar þeirra til tíu ára um 0,5 prósentur  
frá sumarkönnuninni. Heimilin vænta þess að meðal-  
verðbólga til fimm ára verði 5% og stjórnendur fyrirtækja  
4%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu  
ára lækkaði hins vegar á seinni hluta ársins en fimm ára  
álagið eftir fimm ár var svipað í lok desember, um 3,6%,  
og þegar síðasta skýrsla var send.

Á nóvemberfundi peningastefnuneftndar var  
nefndin sammála um að nauðsynlegt væri að tryggja  
áfram að taumhald peningastefnunnar væri nægjanlegt  
til að verðbólga hjaðni í markmið innan ásættanlegs  
tíma. Rætt var um að undirliggjandi verðbólga hefði  
aukist áfram og verðhækkningar væru á mjög breiðum  
grunni. Verðbólguvæntingar væru háar á alla mælikvarða  
og vísbendingar væru jafnframt um að kjölfesta verð-  
bólguvæntinga í verðbólgu markmiði bankans hefði  
veikst. Töluverð hættu væri því á að mikil verðbólga yrði  
þrálátari en ella. Að auki var rætt um að raunvextir væru  
enn neikvæðir og að í ljósi þeirrar spennu sem ríkir bæði  
á vinnumarkaði og í þjóðarbúskapnum þyrftu þeir að vera  
hærri. Peningastefnan á næstunni myndi ráðast af þróun  
efnahagssumsvifa, verðbólgu og verðbólguvæntinga. Í  
ljósi þess myndu ákvarðanir í atvinnulífi, á vinnumarkaði  
og í ríkisfjármálum skipta miklu um þróun vaxta á næstu  
misserum.

Fyrir hönd peningastefnuneftndar Seðlabanka Íslands,



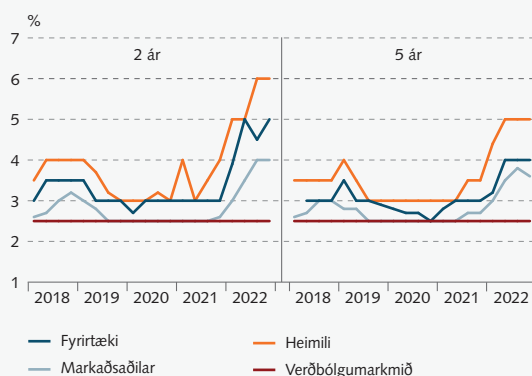
Ásgeir Jónsson

seðlabankastjóri og formaður peningastefnuneftndar

Mynd 8

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

1. ársfj. 2018 - 4. ársfj. 2022

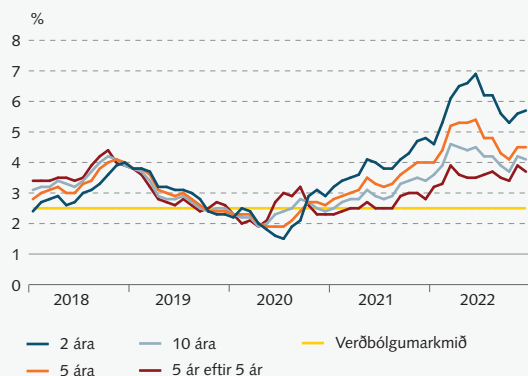


1. Kannanir Gallup á verðbólguvæntingum heimila og fyrirtækja og könnun Seðla-  
bankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila. Miðgildi svara.  
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

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

Janúar 2018 - desember 2022



1. Meðaltal mánaða.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Yfirlýsing peningastefnunefndar 24. ágúst 2022

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka vexti bankans um 0,75 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 5,5%.

Samkvæmt uppfærðri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birt er í ágústhefti *Peningamála* eru horfur á tæplega 6% hagvexti í ár sem er 1,3 prósentum meiri vöxtur en spáð var í maí. Stafar það einkum af þróttmeiri einkaneyslu og hraðari bata í ferðapjónustu. Störfum heldur áfram að fjölga og atvinnuleysi að minnka og meiri spenna hefur myndast í þjóðarbúinu en áætlað var í maí.

Verðbólguhorfur hafa áfram versnað. Verðbólga jókst í júlí og mældist 9,9%. Gert er ráð fyrir að hún nái hámarki undir lok ársins í tæplega 11%. Verri verðbólguhorfur endurspeгла kröftugri umsvif í þjóðarbúskapnum en gert var ráð fyrir í maí og þrálátari hækkunir á húsnæðismarkaði auk meiri alþjóðlegrar verðbólgu. Þá hafa verðbólguvæntingar hækkað enn frekar á flesta mælikvarða.

Peningastefnunefnd telur líklegt að herða þurfi taumhald peningastefnunnar enn frekar til að tryggja að verðbólga hjaðni í markmið innan ásættanlegs tíma. Peningastefnan mun á næstunni ráðast af þróun efnahagsumsvifa, verðbólgu og verðbólguvæntinga. Ákvarðanir í atvinnulífi, á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum munu skipta miklu um hversu hátt vextir þurfa að fara.

## Yfirlýsing peningastefnunefndar 5. október 2022

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 5,75%.

Vísbendingar eru um að vaxtahækkunar undanfarin misseri hafi hægt á vexti almennrar eftirspurnar og umsvifum á húsnæðismarkaði. Verðbólga mældist 9,3% í september og hefur hjaðnað um 0,6 prósentur frá ágústfundi peningastefnunefndar. Undirliggjandi verðbólga jókst hins vegar milli funda. Þá eru vísbendingar um að verðbólguvæntingar séu farnar að lækka á ný þótt þær séu enn yfir verðbólguþröskulmarkmiði bankans.

Samkvæmt bráðabirgðatölum þjóðhagsreikninga var 6,8% hagvöxtur á fyrri hluta þessa árs. Eftirspurn á þriðja fjórðungi ársins virðist hafa verið kröftug en útlit er fyrir að heldur hægi á umsvifum eftir því sem líður á veturinn. Nýlegar vísbendingar af vinnumarkaði benda jafnframt til þess að spennan í þjóðarbúskapnum hafi náð hámarki. Þá hafa alþjóðlegar efnahagshorfur versnað og óvissa aukist sem kann að leiða til þess að hraðar dragi úr innlendri eftirspurn en áður var gert ráð fyrir.

Peningastefnunefnd mun áfram tryggja að taumhald peningastefnunnar sé nægjanlegt til að verðbólga hjaðni í markmið innan ásættanlegs tíma. Peningastefnan mun á næstunni ráðast af þróun efnahagsumsvifa, verðbólgu og verðbólguvæntinga. Ákvarðanir í atvinnulífi, á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum munu skipta miklu um þróun vaxta á næstu misserum.

## Yfirlýsing peningastefnunefndar 23. nóvember 2022

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 6%.

Verðbólga jókst lítillega á ný í október og mældist 9,4%. Verðhækkanir eru á breiðum grunni og undirliggjandi verðbólga hefur áfram aukist. Gert er ráð fyrir að verðbólga verði að meðaltali 9,4% á síðasta fjórðungi ársins en taki svo smám saman að hjaðna og verði um 4½% á síðasta ársfjórðungi 2023.

Gengi krónunnar hefur lækkað frá októberfundi peningastefnunefndar. Þá hefur verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til lengri tíma hækkað nokkuð. Vísbindingar eru jafnframt um að kjölfesta verðbólguvæntinga í verðbólguálagi bankans hafi veikst og því gæti tekið lengri tíma en ella að ná verðbólgu í markmið.

Samkvæmt nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans er gert ráð fyrir að hagvöxtur verði 5,6% í ár. Horfur fyrir næsta ár hafa batnað og nú er spáð 2,8% hagvexti í stað 1,9% í ágúst. Skýrist það af horfum um hraðari vöxt innlendra eftirspurnar en áður var talið. Spenna á vinnumarkaði er enn töluverð þótt heldur hafi dregið úr henni.

Peningastefnunefnd mun áfram tryggja að taumhald peningastefnunnar sé nægjanlegt til að verðbólga hjaðni í markmið innan ásættanlegs tíma. Peningastefnan mun á næstunni ráðast af þróun efnahagssumsvifa, verðbólgu og verðbólguvæntinga. Ákvarðanir í atvinnulífi, á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum munu skipta miklu um þróun vaxta á næstu misserum.



# FUNDARGERÐ

## PENINGASTEFNUNEFND



2022

Ágúst  
110. fundur  
Birt 7. sept. 2022

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Ágúst 2022 (110. fundur)

Birt: 7. september 2022

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 22. og 23. ágúst 2022, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, ákvarðanir um beitingu stjórnækja bankans í peningamálum og kynningu þeirra ákvarðana 24. ágúst.

### 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 22. júní 2022 eins og þær birtust í uppfærðri spá í *Peningamálum 2022/3* hinn 24. ágúst.

### Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í júní hafði gengi krónunnar lækkað um 2,8% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Seðlabankinn átti engin viðskipti með gjaldeyri á tímabilinu.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði minnkað frá fundi nefndarinnar í júní. Raunvextir bankans voru -2,3% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og voru 0,5 prósentum lægri en rétt eftir birtingu vaxtaákvörðunar nefndarinnar í júní. Miðað við ársverðbólgu voru þeir -4,7% og höfðu lækkað um 2 prósentur á sama tímabili.

Vextir á ótryggðum innlánnum í viðskiptum til einnar nætur (IKON) og vextir á millibankamarkaði með krónur hækkuðu í takt við hækkun meginvaxta í júní en engin velta var á millibankamarkaði á milli funda nefndarinnar. Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði lækkað um allt að 0,3 prósentur frá fundinum í júní en krafa lengri verðtryggðra ríkisbréfa hafði lítið breyst. Þá höfðu meðalvextir óverðtryggðra íbúðalána hækkað í kjölfar hækkunar meginvaxta í júní og meðalvextir verðtryggðra íbúðalána hækkað lítillega.

Skammtíavaxtamunur miðað við þriggja mánaða millibankavexti gagnvart evrusvæðinu var nánast óbreyttur á milli funda og var 5,1 prósentu en gagnvart Bandaríkjunum minnkaði hann um 0,3 prósentur og var 2,6 prósentur. Mismunur langtíavaxta hafði aukist um 0,4 prósentur gagnvart Þýskalandi á milli funda og var 4,4 prósentur og hafði aukist um 0,2 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og var 2,7 prósentur. Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga

ríkissjóðs höfðu hækkað lítillega á milli funda nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var 0,5% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldabréfum var 1,4-1,5 prósentur.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd í ágúst sl. bjuggust þeir við því að meginvextir Seðlabankans yrðu hækkaðir í 5,5% á yfirstandandi fjórðungi og að þeir hækki enn frekar á fjórða fjórðungi og verði 6% á fyrsta fjórðungi næsta árs. Þá væntu þeir þess að vextir yrðu lækkaðir á ný og yrðu 5,5% eftir eitt ár og 4,5% eftir tvö ár. Þetta eru hærri vextir en markaðsaðilar bjuggust við í könnun bankans í apríl sl. Nokkur breyting var á afstöðu svarenda til taumhalds peningastefnunnar en þeim fækkaði sem töldu að taumhaldið væri of laust og var hlutfall þeirra 67% en hlutfallið var 79% í apríl. Þá fjölgaði þeim sem töldu taumhaldið hæfilegt og var hlutfall þeirra um 29% samanborið við 17% í síðustu könnun. Rúmlega 4% svarenda í könnuninni voru þeirrar skoðunar að taumhaldið væri of þétt sem er sama hlutfall og í apríl.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu þess að peningastefnunefnd myndi hækka vexti um 0,75 prósentur. Vísuðu þær til þess að verðbólga hefði aukist enn frekar frá síðasta fundi nefndarinnar og að íbúðaverð færi enn hækkanði. Þá væru raunvextir neikvæðir og verðbólguvæntingar til skamms tíma hefðu hækkað. Nefndu þær jafnframt að efnahagssumsvif væru kröftug um þessar mundir og að verulegur skortur á vinnuafli væri í sumum greinum. Efnahagshorfur erlendis hefðu hins vegar versnað að undanförunu og áhrif vaxtahækkana bankans undanfarin misseri og herðingar þjóðhagsvarúðartækja ættu enn eftir að koma fram.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) hefur minnkað lítillega frá byrjun árs og mældist rúmlega 10% í júní. Á sama tíma er áætlað að ársvöxtur útlána lánakerfisins til heimila hafi verið 10% sem er svipaður vöxtur og verið hefur undanfarna mánuði. Ársvöxtur útlána til fyrirtækja hefur heldur aukist á árinu og mældist rúm 6% í júní.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI10, hækkaði um 8,7% milli funda nefndarinnar en hefur lækkað um 15,5% á fyrstu sjö mánuðum ársins. Velta á aðalmarkaði nam 634 ma.kr. á fyrstu sjö mánuðum ársins sem er tæplega 12% meiri velta miðað við árið á undan.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í júlí, er gert ráð fyrir 3,2% hagvexti í heimsbúskapnum í ár. Það er 0,4 prósentum minni vöxtur en sjóðurinn spáði í apríl sl. Þá er búist við 2,9% hagvexti á næsta ári sem er 0,7 prósentum minna en í aprílspánni. Lakari horfur í heimsbúskapnum skýrast að stórum hluta af verri horfum í Bandaríkjunum og Kína. Þá hafa hagvaxtarhorfur á evrusvæði einnig versnað verulega vegna neikvæðra áhrifa af stríðsátökunum í Úkraínu, einkum á næsta ári. Alþjóðlegar verðbólguhorfur hafa einnig versnað frekar að mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins vegna verðhækkunar á matvælum og orkugjöfum auk viðvarandi áhrifa misvægis milli framboðs og eftirspurnar í heimsbúskapnum. Spáð er 6,6% verðbólgu í þróuðum ríkjum heims í ár sem er 0,9 prósentum meira en í aprílspánni. Þá er talið að verðbólga verði 3,3% á næsta ári eða 0,8 prósentum meiri en spáð var í apríl.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands nam halli vöruviðskipta liðlega 10 ma.kr. í júní og 72 ma.kr. á fyrstu sex mánuðum ársins samanborið við 77 ma.kr. halla á sama tíma í fyrra (á föstu gengi). Án skipa og flugvéla mældist hallinn minni eða um 51 ma.kr., sem er svipaður halli og á sama tíma í fyrra. Útflutningsverðmæti vara jókst um 48% á fyrri helmingi ársins en allir helstu undirflokkar höfðu áhrif til hækkunar, að undanskildu útflutningsverðmæti landbúnaðarvara sem dróst saman milli ára. Mest áhrif hafði áfram aukið verðmæti álafurða vegna umtalsverðar verðhækkunar. Á sama tíma jókst innflutningsverðmæti vara um 37% en

án skipa og flugvéla mældist vöxturinn 42%. Allir helstu undirflokkar höfðu áhrif til hækkunar en mest áhrif hafði aukið verðmæti eldsneytis og smurolúu.

Heimsmarkaðsverð á áli lækkaði um 3% frá júnifundi peningastefnufundar og var rúmlega 2.400 Bandaríkjadalir á tonnið. Það er um 13% lægra verð en í byrjun þessa árs og um 7% lægra en í ágúst í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli hafi hækkað um 3% milli mánaða í júní og um 21% á fyrstu sex mánuðum ársins. Heimsmarkaðsverð á Brent-hráolíu lækkaði um 13% milli funda nefndarinnar og var 100 Bandaríkjadalir á tunnu á ágústfundinum. Það er þó um 27% hærra verð en í upphafi þessa árs og tæplega 50% hærra en í ágúst 2021. Verð á ýmissi annarri hrávöru hefur einnig lækkað á heimsmarkaði frá síðasta fundi nefndarinnar og er nú heilt yfir svipað og það var undir lok síðasta árs. Verð á jarðgasi hefur hins vegar hækkað mikið frá júnifundinum, einkum í Evrópu vegna frekari skerðingar á gasflæði frá Rússlandi og hefur óvissa um framboð þess í vetur aukist. Verð á jarðgasi í álfunni hefur ríflega tvöfaldast frá því í júní og var meira en sexfalt hærra en það var í ágúst 2021.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 0,4% milli mánaða í júlí og var þá 9,1% yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs en um 0,5% lægra en í desember 2019. Raungengi á þennan mælikvarða hækkaði um 4,1% á fyrstu sjö mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra og má rekja hækkunina til 4,2% hækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var svipuð og að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) fjölgaði störfum um 8,3% milli ára á öðrum fjórðungi og meðalvinnustundum fjölgaði milli ára í fyrsta sinn síðan árið 2019. Heildarvinnustundum fjölgaði því um 9,1% milli ára sem er mesta fjölgun frá upphafi könnunarinnar. Samkvæmt árstíðarleiddréttum niðurstöðum VMK minnkaði atvinnuþátttaka um 0,7 prósentur milli fjórðunga en hlutfall starfandi stóð í stað. Atvinnuleysi minnkaði um 0,7 prósentur milli fjórðunga og var 3,3%. Skráð atvinnuleysi Vinnumálastofnunar var 3,7% á öðrum fjórðungi sé tekið tillit til árstíðar. Atvinnuleysi hefur því minnkað hratt frá hámarki sínu í fyrra og er nú svipað og árið 2019. Dregið hefur úr slaka á vinnumarkaði samkvæmt VMK samhliða minnkandi atvinnuleysi og mælist hann nú svipaður og undir lok árs 2018.

Landsmönnum fjölgaði um 2,6% milli ára á öðrum fjórðungi. Aðfluttir umfram brottflutta voru 3.600. Þar af voru 3.510 erlendir ríkisborgarar eða sem nemur 1,3% af mannfjöldanum 16-74 ára sem er svipað hlutfall og þegar það fór hæst á öðrum ársfjórðungi 2017.

Launavísitalan hækkaði um 8,4% milli ára á öðrum fjórðungi og jókst árshækkunin um 1,1 prósentu frá fyrri fjórðungi en ákvæði kjarasamninga um hagvaxtarauka kom til framkvæmda í apríl. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna var 0,4% meiri á fjórðungnum en á sama tíma í fyrra en í júlí minnkaði hann um 1,7% milli ára.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á öðrum ársfjórðungi benda til að hún hafi áfram verið kröftug og talið er að hún hafi aukist um 14% milli ára. Þar vegur þungt mikil fjölgun utanlandsferða Íslendinga í vor og sumar en einnig áframhaldandi mikil aukning neysluútgjalda innanlands. Heimilin eru svartsýnni nú um efnahagshorfur en þau voru fyrr á árinu.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok júlí, hækkaði um 2,7% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðarsveiflu en um 24,9% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 1,4% milli mánaða í júlí að teknu tilliti til árstíðar en um 25,5% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 29,6% á fyrstu sjö mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en kaupsamningum um nýbyggingar



um 30,8% á sama tímabili. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu í júlí mældist um 1,7 mánuðir sem er töluvert meira en í júlí í fyrra þegar hann var 1,1 mánuður og íbúðum til sölu hefur fjölgað töluvert undanfarna mánuði.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 1,17% milli mánaða í júlí og jókst ársverðbólga í 9,9%. Verðbólga án húsnæðis jókst einnig og mældist 7,5%. Undirliggjandi verðbólga var 6,5% miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða.

Verð almennrar þjónustu hækkaði töluvert í júlí, einkum vegna hækkunar flugfargjalda, og mældist 8,5% hærra en á sama tíma í fyrra. Hækkun kostnaðar vegna eigin húsnæðis hafði einnig mikil áhrif líkt og undanfarið og nam árshækkunin rúmlega 22%. Verð á fatnaði, skóm og húsgögnum lækkaði vegna sumarútsölu og voru áhrifin meiri en undanfarin tvö ár. Jafnframt dró úr verðhækkunum á matvöru og eldsneyti.

Samkvæmt könnun bankans meðal markaðsaðila frá því í byrjun ágúst hækkuðu verðbólguvæntingar þeirra og búast þeir við því að verðbólga verði 4% eftir tvö ár, að meðaltali 3,8% á næstu fimm árum og 3,5% á næstu tíu árum. Langtímaverðbólguvæntingar þeirra hafa því hækkað áfram. Hins vegar hefur verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára heldur lækkað frá því í júní en fimm ára álagið eftir fimm ár hefur lítið breyst og var um 3,6% um miðjan ágúst.

Samkvæmt uppfærðri spá sem birtist í *Peningamálum* 24. ágúst hafa verðbólguhorfur versnað enn á ný. Verðbólga hefur aukist og mældist 9,9% í júlí. Þótt hækkun húsnæðisliðar vísitölu neysliverðs og hækkunir á alþjóðlegu olíu- og hrávöruverði vegi þungt er verðbólga almenns eðlis: án húsnæðisliðar er hún 7,5% og undirliggjandi verðbólga mælist 6,5%. Verðbólguvæntingar hafa jafnframt haldið áfram að hækka á flesta mælikvarða. Talið er að verðbólga eigi eftir að aukast enn frekar og verði komin í 10,8% á fjórða ársfjórðungi en hjaðni síðan smám saman.

Hægt hefur á alþjóðlegum hagvexti frá miðju síðasta ári og svartsýni um efnahagshorfur aukist frá síðustu spá bankans þrátt fyrir lækkun olíu- og hrávöruverðs undanfarið og minnkandi álag á alþjóðlegar aðfangakeðjur. Verðbólga hefur aukist áfram um allan heim og horfur eru á að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði minni í ár og á næsta ári en gert var ráð fyrir í maíspá *Peningamála*.

Þrátt fyrir lakari alþjóðahorfur hafa hagvaxtarhorfur hér á landi batnað frá maíspá bankans. Vísbendingar eru um áframhaldandi mikinn vöxt einkaneyslu á öðrum fjórðungi ársins og virðist sem heimilin hafi dregið hraðar úr sparnaði en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Þá fjölgaði ferðamönnum á landinu hraðar í sumar en spáð var í maí og innlendum fyrirtækjum virðist hafa tekist betur að leysa úr framboðshnökrum sem mynduðust í kjölfar stríðsins í Úkraínu. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur verði 5,9% í ár sem er 1,3 prósentum meiri vöxtur en spáð var í maí. Líkt og þá er spáð að hagvöxtur á næstu tveimur árum verði um 2% á ári.

Enn er óvissa mikil vegna áhrifa stríðsins í Úkraínu. Erfitt er að sjá fyrir hve djúpstæð og langvinn þau áhrif verða og horfur gætu versnað enn frekar lokist fyrir innflutning á jarðgasi frá Rússlandi til Evrópu. Þá hefur svartsýni heimila hér á landi og alþjóðlega aukist og erfitt er að meta að hve miklu leyti aukin svartsýni muni lita útgjaldaákvörðanir þeirra þegar líður á árið og fram á næsta ár.

## II Ákvarðanir um stjórnþæki bankans í peningamálum

Nefndin ræddi taumhald peningastefnunnar í ljósi framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu lækkað frá júnífundum nefndarinnar. Rætt var um hvort taumhaldið

væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en nefndin ákvað í júní að hækka vexti enn frekar. Á þeim tíma voru vísbendingar um að þróttur innlendra umsvifa yrði áfram kröftugur en á móti höfðu væntingar bæði heimila og fyrirtækja heldur dalað. Þá hafði verðbólga aukist áfram og verðbólguvæntingar hækkað á flesta mælikvarða.

Nefndarmenn ræddu að samkvæmt uppfærðri þjóðhagsspa Seðlabankans sem var birt í ágústhefti *Peningamála* væru horfur á tæplega 6% hagvexti í ár sem væri 1,3 prósentum meiri vöxtur en spáð var í maí. Stafaði það einkum af þróttmeiri einkaneyslu og hraðari bata í ferðaþjónustu. Fram kom að störfum héldi áfram að fjölga og atvinnuleysi að minnka og að meiri spenna hefði myndast í þjóðarbúinu en áætlað var í maí.

Nefndin ræddi að verðbólguhorfur hefðu áfram versnað og að verðbólga hefði aukist í júlí og mælst 9,9%. Fram kom að gert væri ráð fyrir að hún næði hámarki undir lok ársins í tæplega 11%. Verri verðbólguhorfur endurspegluðu kröftugri umsvif í þjóðarbúskapnum en gert var ráð fyrir í maí og þrálátari hækkanir á húsnæðismarkaði auk meiri alþjóðlegrar verðbólgu. Þá hefðu verðbólguvæntingar hækkað enn frekar á flesta mælikvarða.

Allir nefndarmenn voru þeirrar skoðunar að hækka þyrfti áfram vexti bankans og var rætt um hækkun á bilinu 0,5-1 prósentu. Þar vó þungt að innlend eftirspurn hefði reynst sterkari en nefndin hafði búist við og ljóst að mikill kraftur væri í þjóðarbúinu. Vísbendingar væru um að einkaneysla hefði aukist mun meira en nefndarmenn höfðu gert ráð fyrir og virtist sem heimilin hefðu dregið hraðar úr sparnaði en áætlað var. Að sama skapi hefði batinn í ferðaþjónustu verið hraðari en búist var við. Að mati nefndarmanna endurspegladist þetta m.a. í að spenna hefði aukist verulega á vinnumarkaði á alla mælikvarða. Verðbólguhorfur hefðu því áfram versnað. Að mati nefndarinnar væri einnig áhyggjuefni að verðbólguvæntingar hefðu hækkað enn frekar enda gæti það aukið hættuna á að fyrirtæki, í krafti mikillar eftirspurnar og vegna undangenginna hækkana launa og aðfangakostnaðar, veltu auknum kostnaði í meira mæli út í verðlag.

Helstu rök nefndarmanna fyrir að taka minna skref en ella voru þau að hröð hækkun meginvaxta bankans undanfarið væri farin að hafa áhrif, m.a. á húsnæðismarkaðinn, en jafnframt að áhrifin væru ekki að fullu komin fram. Einnig gætu miklar hækkanir á framfærslukostnaði og horfur um minni kaupmátt leitt til viðsnúnings á efnahagshorfum. Jafnframt höfðu alþjóðlegar efnahagshorfur áfram versnað milli funda sem gæti haft áhrif á horfur um útflutning hér á landi. Þá hefðu heimili og fyrirtæki víða aldrei verið jafn svartsýn um horfur í efnahagsmálum. Ennfremur hefði alþjóðlegt olíu- og hrávöruverð lækkað undanfarið sem drægi úr verðbólguþrýstingi. Rökin sem komu fram fyrir því að taka stærra skref voru þau að nauðsynlegt væri að gefa því meira vægi hversu hratt spenna á vinnumarkaði hefði aukist og að þar væru skýr merki um að hagkerfið væri að ofhitna. Bent var á að ef taumhaldið yrði ekki hert nægjanlega hratt væru meiri líkur á að mikil verðbólga festist í sessi og erfiðara yrði að ná verðbólgu niður í markmið.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu hækkaðir um 0,75 prósentur. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 5,5%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 5,25%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 6,25% og daglánavextir 7,25%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra en Gylfi Zoëga hefði þó fremur kosið að hækka vexti bankans um 1 prósentu.

Nefndin ræddi að líklegt væri að herða þyrfti taumhald peningastefnunnar enn frekar til að tryggja að verðbólga hjaðni í markmið innan ásættanlegs tíma. Peningastefnan myndi á næstunni ráðast af þróun efnahagsumsvifa, verðbólgu og verðbólguvæntinga. Ákvarðanir í atvinnulífi, á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum myndu skipta miklu um hversu hátt vextir þyrftu að fara.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Ásgeir Jónsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Rannveig Sigurðardóttir, varaseðlabankastjóri peningastefnu

Gunnar Jakobsson, varaseðlabankastjóri fjármálastöðugleika

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Herdís Steingrímisdóttir, dósent, 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 peningastefnuneftardarinnar verður birt miðvikudaginn 5. október 2022.



# FUNDARGERÐ

## PENINGASTEFNUNEFND



2022

Október  
111. fundur  
Birt 19. október 2022

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Október 2022 (111. fundur)

Birt: 19. október 2022

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 3. og 4. október 2022, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, ákvarðanir um beitingu stjórnækja bankans í peningamálum og kynningu þeirra ákvarðana 5. 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 24. ágúst 2022.

#### Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í ágúst hafði gengi krónunnar staðið í stað gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á milli funda nam gjaldeyrissala Seðlabankans 42 m. evra (5,9 ma.kr.) og hlutur bankans af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði var um 13% á tímabilinu.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði aukist frá fundi nefndarinnar í ágúst. Raunvextir bankans voru -1,2% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og voru 0,3 prósentum hærri en rétt eftir birtingu vaxtaákvörðunar nefndarinnar í ágúst. Miðað við ársverðbólgu höfðu þeir þó hækkað um 0,5 prósentur á sama tímabili og voru -3,5%.

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 hafði hækkað um 0,1 prósentu frá fundinum í ágúst en krafa lengri verðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um allt að 0,6 prósentur. Þá höfðu meðalvextir óverðtryggðra íbúðalána hækkað í kjölfar hækkunar meginvaxta í ágúst og meðalvextir verðtryggðra íbúðalána hækkað lítillega.

Skammtíavaxtamunur miðað við þriggja mánaða millibankavexti var nánast óbreyttur á milli funda og var 5,1 prósentu gagnvart evrusvæðinu en 2,6 prósentur gagnvart Bandaríkjunum. Mismunur langtíavaxta hafði minnkað um 0,5 prósentur gagnvart Þýskalandi á milli funda og var 3,9 prósentur og hafði minnkað að sama skapi gagnvart Bandaríkjunum og var 2,2 prósentur.

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs höfðu hækkað á milli funda nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var 0,7% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldbréfum var 1,6 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu þess að peningastefnunefnd myndi hækka vexti um 0,25-0,5 prósentur. Vísuðu þær til þess að verðbólga hefði líklega náð hámarki, verðbólguhorfur hefðu batnað og verðbólguvæntingar þokast niður á við frá síðustu vaxtaákvörðun. Þá hefði mikill viðsnúningur orðið á þróun fasteignaverðs og alþjóðlegar efnahagshorfur almennt versnað. Nefndu þær þó að talsverð þenslumerki væru í hagkerfinu, enn skorti vinnuafli og vinnumarkaði og verðbólguvæntingar væru yfir verðbólguþröskulmiði Seðlabankans.

Hægt hefur lítillega á ársvexti víðs peningamagns (M3) eftir því sem liðið hefur á árið og mældist hann rúmlega 8½% í ágúst. Á sama tíma má áætla að ársvöxtur útlána lánakerfisins til heimila hafi verið 10% sem er svipaður vöxtur og það sem af er ári. Ársvöxtur útlána til fyrirtækja hefur aukist á árinu og var rúm 7% í ágúst.

Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMX10, lækkaði um 11,9% milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 808 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins sem er 6% meiri velta miðað við 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 jafn mikill hagvöxtur og stofnunin spáði í júní sl. Þá er spáð 2,2% hagvexti á næsta ári sem er 0,6 prósentum minna en í júnispánni. Verðbólguhorfur hafa jafnframt versnað. Spáð er 8,2% verðbólgu í ríkjum OECD í ár og 6,6% á næsta ári. Það er 0,6 og 0,3 prósentum meiri verðbólga en spáð var í júní. Versnandi efnahagshorfur í heiminum skýrast að miklu leyti af neikvæðum afleiðingum stríðsátakanna í Úkraínu, einkum verðhækkunum á orku og matvælum sem ýtt hefur upp verðbólgu um allan heim. Gert er ráð fyrir að minnkandi kaupmáttur heimila og aukin svartsýni ásamt hækkandi orkuverði, einkum á jarðgasi í Evrópu, muni hafa neikvæð áhrif á bæði einkaneyslu og fjárfestingu í heiminum að mati OECD. Hert taumhald peningastefnunnar í flestum af stærstu hagkerfum heims í ljósi versnandi verðbólguhorfa undanfarið ár er einnig lykilkþáttur í hægari efnahagssumsvifum í heimsbúskapnum. Þá hefur einnig hægt verulega á efnahagssumsvifum í Kína vegna afleiðingar farsóttarinnar og veikleika á þarlandum fasteignamarkaði.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands nam halli á vöruskiptajöfnuði 12 ma.kr. í ágúst og 112 ma.kr. á fyrstu átta mánuðum ársins samanborið við 117 ma.kr. halla á sama tíma í fyrri á föstu gengi (FOB/FOB). Útflutningsverðmæti vara jókst um 47% á fyrstu átta mánuðum ársins. Allir helstu undirflokkar höfðu áhrif til hækkunar, að undanskildu útflutningsverðmæti landbúnaðarvara. Mest áhrif hafði aukið verðmæti iðnaðarvara, einkum áls, vegna umtalsverðrar verðhækkunar milli ára. Á sama tíma jókst innflutningsverðmæti vara um 36%. Allir helstu undirflokkar höfðu áhrif til hækkunar en mest áhrif hafði aukið verðmæti eldsneytis og smurólíu.

Heimsmarkaðsverð á áli lækkaði um 4% frá ágústfundi nefndarinnar og var um 2.300 Bandaríkjadaliir á tonnið. Það er um 20% lægra verð en í byrjun október í fyrri. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hafi hækkað um 2,6% milli mánaða í ágúst og um 22% á fyrstu átta mánuðum ársins. Heimsmarkaðsverð á Brent-hráolíu lækkaði um ríflega 8% milli funda nefndarinnar og var um 92 Bandaríkjadaliir á tunnu á

ágústfundinum. Það er þó um 16% hærra verð en í upphafi þessa árs og um 13% hærra en í byrjun október 2021.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 0,9% milli mánaða í ágúst og var þá 8,1% yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs en um 1,4% lægra en í desember 2019. Raungengi á þennan mælikvarða lækkaði um 4% á fyrstu átta mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra og má rekja hækkunina að nær öllu leyti til hækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var svipuð og að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofan birti í lok ágúst var hagvöxtur á öðrum ársfjórðungi um 6,1% og var það lítillega minni vöxtur en gert var ráð fyrir í spá *Peningamála* í ágúst. Að teknu tilliti til árstíðarsveiflu jókst landsframleiðslan á milli ársfjórðunga um 3,9% eftir samdrátt á fjórðungnum á undan. Þjóðarútgjöld jukust um 4,8% milli ára á fjórðungnum og voru undirliðir þeirra að mestu leyti í samræmi við síðustu spá að undanskildu framlagi birgðabreytinga og íbúðafjárfestingar. Framlag utanríkisviðskipta til breytingar landsframleiðslunnar var jákvætt um eina prósentu á fjórðungnum eða lítillega meira en spáin hafði gert ráð fyrir.

Á fyrri helmingi ársins mældist vöxtur landsframleiðslu 6,8%. Samkvæmt tölum Hagstofunnar voru flestir undirliðir þjóðarútgjalda í samræmi við ágústspá bankans en framlag birgðabreytinga var minna en áætlað var. Útflutningur jókst um 23,3% og innflutningur um 24,5% og var því framlag utanríkisviðskipta neikvætt um 1,4 prósentur. Var það heldur minna neikvætt en í spá bankans sem má að hluta til rekja til endurskoðunar á fyrsta ársfjórðungi.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi benda til áframhaldandi kröftugrar eftirspurnar. Ársvöxtur kortaveltu var áfram mikill þótt heldur hafi dregið úr honum. Heimilin eru þó enn nokkuð svartsýn miðað við væntingavísitölu Gallup sem mældist tæplega 100 stig í september, sem gefur til kynna að jafnmargir séu bjartsýnir og svartsýnir um horfurnar.

Samkvæmt frumvarpi til fjárlaga fyrir árið 2023 er gert ráð fyrir að halli á rekstri ríkissjóðs nemi 89 ma.kr. eða um 2,3% af landsframleiðslu og að hann batni um tæplega 53 ma.kr. milli ára. Er það minni halli en gert var ráð fyrir í fjármálaáætlun sl. sumar sem skýrist einkum af auknum efnahagssumsvifum sem áætlað er að skili auknum tekjum á næsta ári auk þess sem aðgerðir á tekjuhlið leggjast á sömu sveif. Þá er áætlað að frumjöfnuður ríkissjóðs verði neikvæður um 0,7% af landsframleiðslu á næsta ári. Útgjaldavöxtur frumvarpsins er minni en sem nemur bæði tekjuaukningu og áætlun um aukningu landsframleiðslunnar og lækka útgjöld því í hlutfalli við landsframleiðslu á árinu. Í kjölfar mikillar slökunar á aðhaldi ríkisfjármála á tímum farsóttarinnar jókst aðhaldið umtalsvert í ár þar sem að mótvægisáðgerðir vegna farsóttarinnar runnu út og útlit er fyrir að það aukist áfram 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 neikvæðari en í sumarkönnuninni. Væntingar stjórnenda til næstu sex mánaða voru einnig verri þar sem tæplega 41% stjórnenda taldi að efnahagsaðstæður versni eftir sex mánuði eða nokkru fleiri en í sumar. Um fjórðungur stjórnenda taldi að efnahagsaðstæður muni batna næstu sex mánuði. Stjórnendur voru einnig nokkru svartsýnni um innlenda og erlenda eftirspurn en í sumarkönnuninni, einkum stjórnendur í samgöngum, flutningum og ferðapjónustu.

Horfur um afkomu fyrirtækja höfðu versnað frá því í vorkönnuninni en enn taldi um þriðjungur stjórnenda að hagnaður yrði meiri í ár en í fyrra. Framlegð jókst síðustu sex mánuði hjá meirihluta fyrirtækja í könnuninni en um helmingur stjórnenda vænti þess að hún myndi haldast óbreytt næsta hálfu árið á meðan 28% töldu að hún myndi aukast. Horfur um fjárfestingu versnuðu einnig lítillega milli kannana þó enn væri útlit fyrir að fjárfesting yrði meiri í ár en á síðasta ári.

Árstíðarleiðréttar niðurstöður haustkönnunar Gallup sýndu að enn væri mikill kraftur í vinnuafleifirspurn þótt hann hefði minnkað lítillega milli kannana. Þriðjungur fyrirtækja vildi fjölga starfsfólki en tæplega 7% vildu fækka því og munurinn því jákvæður um 27 prósentur en hann hefur verið nálægt 30 prósentum síðan í vorkönnuninni í fyrra. Fyrirtæki standa enn frammi fyrir miklum mönnunarvanda og erfiðleikum við að auka framleiðslu. Um 54% stjórnenda töldu vera skort á starfsfólki sem er sama hlutfall og í síðustu könnun. Þá töldu heldur færri stjórnendur en í síðustu könnun fyrirtæki sitt í vanda með að mæta óvæntri eftirspurn eða 56%. Vandí tengdur mönnun starfa og aukinni framleiðslu var mestur í byggingastarfsemi, verslun og í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu.

Launavísitalan hækkaði um 0,2% milli mánaða í ágúst og um 8% milli ára. Raunlaun voru 1,6% lægri en á sama tíma í fyrra.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok september, stóð nánast í stað milli mánaða að teknu tilliti til árstíðarsveiflu en hækkaði um 22,6% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Húsnæðis- og mannvirkjastofnun reiknar út, lækkaði um 0,4% milli mánaða í ágúst að teknu tilliti til árstíðar en hækkaði um 23% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 28,1% á fyrstu átta mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en kaupsamningum um nýbyggingar fækkaði um 26,4% á sama tímabili. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu í ágúst mældist 1,8 mánuðir sem er töluvert meira en í ágúst í fyrra þegar hann var 1,1 mánuður en íbúðum á sölu hefur fjölgað töluvert undanfarna mánuði.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,09% milli mánaða í september og minnkaði ársverðbólga, annan mánuðinn í röð, í 9,3%. Verðbólga án húsnæðis hjaðnaði einnig og mældist 7%. Undirliggjandi verðbólga var 6,7% miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða og hefur aukist frá ágústfundi peningastefnunefndar.

Lækkun flugfargjalda og verðhækkun á fatnaði, húsgögnum og heimilisbúnaði vegna útsöluloka höfðu mest áhrif í september. Eldsneytisverð lækkaði einnig nokkuð. Kostnaður vegna eigin húsnæðis stóð í stað milli mánaða og var rúmlega fimmtungi hærri en á sama tíma fyrir ári. Verð á matvöru og ýmsum undirliðum þjónustu hækkaði áfram í september.

Verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins og tveggja ára lækkuðu samkvæmt haustkönnun Gallup og búast stjórnendur þeirra við að verðbólga verði 4,5% eftir tvö ár. Verðbólguvæntingar heimila til tveggja ára hækkuðu hins vegar og námu 6%. Langtímaverðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja voru hins vegar óbreyttar milli kannana og búast heimili við að verðbólga verði að meðaltali 5% á næstu fimm árum og fyrirtæki vænta 4% verðbólgu. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hafði lækkað frá því í ágúst og var fimm ára álagið eftir fimm ár um 3,3% í byrjun október.

## 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 í ágúst að hækka vexti enn frekar. Á þeim



tíma voru horfur á meiri hagvexti á þessu ári en áður var spáð og meiri spenna hafði myndast í þjóðarbúinu. Verðbólguhorfur höfðu áfram versnað og verðbólguvæntingar hækkað á flesta mælikvarða.

Nefndarmenn voru sammála um að skýrari vísbendingar hefðu komið fram milli funda um að vaxtahækkunar undanfarin misseri hefðu hægt á vexti almennrar eftirspurnar og umsvifum á húsnæðismarkaði. Verðbólga mældist 9,3% í september og hafði hjaðnað um 0,6 prósentur frá ágústfundi peningastefnunar. Fram kom að undirliggjandi verðbólga hefði hins vegar aukist milli funda sem gæti bent til þess að verðbólguþrýstingur væri enn vanmetinn. Vísbendingar væru um að verðbólguvæntingar væru farnar að lækka á ný þótt þær væru enn yfir verðbólguþrýstingum bankans.

Nefndin ræddi bráðabirgðatölur þjóðhagsreikninga en samkvæmt þeim mældist 6,8% hagvöxtur á fyrri hluta þessa árs. Fram kom að eftirspurn á þriðja fjórðungi ársins virtist hafa verið kröftug en útlit væri fyrir að heldur myndi hægja á umsvifum eftir því sem liði á veturinn. Nefndarmenn fjölluðu um að nýlegar vísbendingar af vinnumarkaði bentu jafnframt til þess að spenna í þjóðarbúskapnum hefði náð hámarki. Þá hefðu alþjóðlegar efnahagshorfur versnað og óvissa aukist sem kynni að leiða til þess að hraðar drægi úr innlendri eftirspurn en áður hefði verið gert ráð fyrir.

Nefndarmenn töldu að bæði væru rök fyrir að halda meginvöxtum óbreyttum eða hækka þá um 0,25-0,5 prósentur. Helstu rök sem komu fram fyrir því að halda vöxtum óbreyttum voru þau að verðbólga hefði reynst minni undanfarið en búist var við og verðbólguhorfur til skamms tíma batnað. Verðbólguvæntingar hefðu einnig lækkað á nokkra mælikvarða. Raunvextir bankans hefðu því hækkað á milli funda og útlit væri fyrir að þeir myndu hækka áfram héldi verðbólga áfram að hjaðna. Nefndarmenn voru sammála um að komin væru greinileg merki um að aðgerðir bankans væru farnar að hafa áhrif á eftirspurn þar sem m.a. hefði dregið úr umsvifum og verðhækkunum á húsnæðismarkaði. Spenna á vinnumarkaði virtist einnig hafa minnkað undanfarið. Einnig mætti búast við hægari vexti einkaneyslu að öðru óbreyttu þar sem kaupmáttur heimila væri farinn að dragast saman. Jafnframt væru alþjóðlegar efnahagshorfur verri en búist var við, einkum í ljósi hækkandi framfærslukostnaðar heimila í Evrópu og viðsjárverðra horfa varðandi framboð á orku. Að mati nefndarinnar gæti sú þróun haft neikvæð áhrif á útflutningshorfur hér á landi.

Rökin sem komu fram fyrir því að hækka vexti voru þau að þótt verðbólga hefði hjaðnað á milli funda væri hún enn vel yfir markmiði auk þess sem undirliggjandi verðbólga hefði aukist. Þá væru langtímaverðbólguvæntingar einnig yfir markmiði. Verðbólguhorfur hefðu þar að auki versnað í viðskiptalöndum. Hættan á annarrar umferðar áhrifum á innlenda verðbólgu myndi að sama skapi aukast ef fyrirtæki hleyptu auknum aðfangakostnaði út í innlent verðlag. Árshækkun launa hefur einnig verið töluverð um nokkra hríð og að mati nefndarmanna er enn töluverð spenna á vinnumarkaði og innlend eftirspurn kröftug. Bent var á að aðhald peningastefnunnar væri því ekki nægjanlegt miðað við stöðu hagsveiflunnar og spennuna í þjóðarbúskapnum þar sem raunvextir bankans væru enn neikvæðir og undir jafnvægisraunvöxtum. Mikilvægt væri að draga ekki of snemma úr aðhaldsstiginu þar sem annars gæti orðið enn kostnaðarsamara en ella að ná verðbólgu niður.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu hækkaðir um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 5,75%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 5,5%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 6,5% og daglánvextir 7,5%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndin var sammála um að nauðsynlegt væri að tryggja áfram að taumhald peningastefnunnar væri nægjanlegt til að verðbólga hjaðni í markmið innan ásættanlegs tíma. Peningastefnan myndi á næstunni ráðast af þróun efnahagsumsvifa, verðbólgu og verðbólguvæntinga. Ákvarðanir í atvinnulífi, á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum myndu skipta miklu um þróun vaxta á næstu misserum.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Ásgeir Jónsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar  
Rannveig Sigurðardóttir, varaseðlabankastjóri peningastefnu  
Gunnar Jakobsson, varaseðlabankastjóri fjármálastöðugleika  
Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður  
Herdís Steingrímsdóttir, dósent, utanaðkomandi nefndarmaður

Þórarinn G. Pétursson, aðal­hagfræðingur 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 23. nóvember 2022.



# FUNDARGERÐ

## PENINGASTEFNUNEFND



2022

Nóvember  
112. fundur  
Birt 7. desember 2022

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Nóvember 2022 (112. fundur)

Birt: 7. desember 2022

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. nóvember 2022, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, ákvarðanir um beitingu stjórnækja bankans í peningamálum og kynningu þeirra ákvarðana 23. nóvember.

### 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 5. október 2022 eins og þær birtust í nýrri spá og óvissumati í *Peningamálum 2022/4* hinn 23. nóvember.

#### Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í október hafði gengi krónunnar lækkað um 1,9% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á milli funda nam gjaldeyrissala Seðlabankans 33 m. evra (4,9 ma.kr.) og hlutur bankans af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði var um 8% á tímabilinu.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði lítið breyst frá fundi nefndarinnar í október. Raunvextir bankans voru -0,4% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og voru 0,1 prósentu hærri en rétt eftir birtingu vaxtaákvörðunar nefndarinnar í október. Miðað við ársverðbólgu höfðu þeir lækkað um 0,1 prósentu á sama tímabili og voru -3,3%.

Vextir á ótryggðum innlánnum í viðskiptum til einnar nætur (IKON) og vextir á millibankamarkaði með krónur hækkuðu í takt við hækkun meginvaxta í október en engin velta var á millibankamarkaði á milli funda nefndarinnar. Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um allt að 0,9 prósentur frá fundinum í október og krafa lengri verðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um allt að 0,3 prósentur. Þá höfðu meðalvextir óverðtryggðra íbúðalána hækkað í kjölfar hækkunar meginvaxta í október og meðalvextir verðtryggðra íbúðalána hækkað lítillega.

Skammtíamavaxtamunur miðað við þriggja mánaða millibankavexti hafði minnkað um 0,6 prósentur á milli funda gagnvart evrusvæðinu og var 4,6 prósentur en minnkaði um 0,8

prósentur gagnvart Bandaríkjunum og var 1,7 prósentur. Mismunur langtímavaxta hafði aukist um 0,5 prósentur gagnvart Þýskalandi á milli funda og var 4,4 prósentur og hafði minnkað um 0,4 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og var 2,6 prósentur. Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs höfðu lækkað á milli funda nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var 0,5% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldabréfum var 1,4 prósentur.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í nóvember sl. bjuggust þeir við því að meginvextir Seðlabankans yrðu óbreyttir í 5,75% næstu misseri en að þeir yrðu lækkaðir í 5,5% á þriðja fjórðungi næsta árs og yrðu 4,5% eftir tvö ár. Þetta eru lægri vextir en markaðsaðilar bjuggust við í könnun bankans í ágúst sl. Afstaða svarenda til taumhalds peningastefnunnar breyttist nokkuð milli kannana en þeim fækkaði sem töldu að taumhaldið væri of laust og var hlutfall þeirra 18% samanborið við 67% í ágúst. Þá fjölgaði þeim sem töldu taumhaldið hæfilegt í 67% úr 29% í ágúst. Um 15% svarenda töldu taumhaldið of þétt en einungis 4% í síðustu könnun.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu þess ýmist að peningastefnunefnd héldi vöxtum óbreyttum eða hækkaði þá um 0,25 prósentur. Vísuðu þær til þess að gengi krónunnar hefði gefið eftir að undanfögnu, verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefði hækkað og að enn væri kraftur á íbúðamarkaði. Þá hefði innlend eftirspurn verið í miklum vexti og spenna væri á vinnumarkaði. Nefndu þær þó að full áhrif undangenginna vaxtahækkana ættu enn eftir að koma fram, töluverð óvissa væri um kjaraviðræður og efnahagshorfur erlendis hefðu versnað enn frekar.

Eftir að hægt hafði lítillega á ársvexti víðs peningamagns (M3) sl. sumar jókst hann á ný í október og mældist um 11½%. Á sama tíma má áætla að ársvöxtur útlána lánakerfisins til heimila hafi verið tæplega 10% sem er svipaður vöxtur og það sem af er ári. Ársvöxtur útlána til fyrirtækja hefur aukist á árinu og var tæp 10% í október.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI10, hækkaði um 7,9% milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 881 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum ársins sem er svipuð velta og var árið á undan.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var um miðjan október, er gert ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum minnki úr 6% í fyrra í 3,2% í ár. Þá er talið að hagvöxtur minnki enn frekar á næsta ári og verði 2,7%. Yrði það minnsti hagvöxtur í heimsbúskapnum síðan árið 2001, að frátöldum þeim samdrætti sem varð í kjölfar fjármálakreppunnar og í kjölfar heimsfaraldursins. Hagvaxtarhorfur ársins í ár eru óbreyttar frá júlispá sjóðsins en horfur fyrir næsta ár hafa verið færðar niður um 0,2 prósentur. Hvort tveggja er hins vegar talsvert veikara en sjóðurinn spáði í apríl sl., einkum í þróuðum ríkjum heims. Verri horfur endurspegla áhrif aukinnar verðbólgu um allan heim, verri fjármálaleg skilyrði í takt við væntingar um meiri vaxtahækkanir helstu seðlabanka og neikvæð áhrif á heimsbúskapinn í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu, einkum í Evrópu vegna skerts orkuframboðs frá Rússlandi. Einnig hefur hægt meira á efnahagssumsvifum í Kína en búist var við í kjölfar hertra sóttvarna og veikleika á þarlandum fasteignamarkaði. Alþjóðlegar verðbólguhorfur hafa versnað áfram að mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Spáð er

7,2% verðbólgu í þróuðum ríkjum heims í ár og 4,4% á næsta ári. Það er 0,6 og 1,1 prósentu meiri verðbólga en sjóðurinn spáði í júlí.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands nam halli á vöruskiptajöfnuði liðlega 49 ma.kr. í október sem er mesti halli sem mælst hefur í einum mánuði síðan mælingar hófust (FOB/FOB). Til samanburðar mældist hallinn tæplega 7 ma.kr. í sama mánuði í fyrra á föstu gengi. Hallinn skýrist af miklum vexti innflutnings, einkum á olíu og fjárfestingarvörum en einnig var útflutningsverðmæti vara liðlega 15% lægra en í mánuðinum á undan. Á fyrstu tíu mánuðum ársins mælist halli á vöruviðskiptum því 196 ma.kr. samanborið við 128 ma.kr. halla á sama tíma í fyrra á föstu gengi. Hallinn á fyrstu tíu mánuðum ársins er orðinn meiri en hann var á árinu í heild í fyrra og er orðinn álíka mikill og á öllu árinu 2018 á föstu gengi. Útflutningsverðmæti vara jókst um 41% á fyrstu tíu mánuðum ársins en allir helstu undirflokkar höfðu áhrif til hækkunar. Mest áhrif hafði aukið verðmæti iðnaðarvara, einkum áls, vegna umtalsverðrar verðhækkunar á fyrri hluta ársins. Á sama tíma jókst innflutningsverðmæti vara um 43% og höfðu allir helstu undirflokkar áhrif til hækkunar. Mest áhrif hafði aukið verðmæti eldsneytis og smurolíu sem hefur aukist um liðlega 200% milli ára.

Heimsmarkaðsverð á áli hækkaði lítillega frá októberfundi nefndarinnar og var um 2.400 Bandaríkjadalir á tonnið. Það er þó um 11% lægra verð en í nóvember 2021. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hafi hækkað um 4,5% milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi en hækkað um 22% á milli ára á fyrstu níu mánuðum ársins. Heimsmarkaðsverð á Brent-hráolíu lækkaði um 4% milli funda nefndarinnar og var um 88 Bandaríkjadalir á tunnu á nóvemberfundinum. Það er þó ríflega 10% hærra verð en bæði í upphafi þessa árs og í nóvember 2021.

Raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 1,1% milli mánaða í október og var þá 7,5% yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs en 2,8% lægra en í desember 2019. Raugengi á þennan mælikvarða hækkaði um 4,1% á fyrstu tíu mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra og má rekja hækkunina að nær öllu leyti til hækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var svipuð og að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) voru heildarvinnustundir 3,2% fleiri á þriðja ársfjórðungi en á sama fjórðungi í fyrra. Störf voru 3,7% fleiri en á móti vó 0,4% stytting meðalvinnutíma. Þótt störfum fjölgi enn milli ára hefur hægt á fjölguninni undanfarna mánuði og á þriðja ársfjórðungi fækkaði þeim lítillega milli fjórðunga ef litið er fram hjá árstíðarsveiflu. Þá hefur einnig hægt á fjölgun launafólks á staðgreiðsluskrá en fjöldi þeirra stóð í stað milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi.

Árstíðarleiðréttar niðurstöður VMK fyrir þriðja ársfjórðung benda til þess að atvinnuþátttaka sé tekin að minnka á ný. Hún mældist 79,3% á fjórðungnum sem er 0,7 prósentum minna en á öðrum ársfjórðungi. Þá lækkaði hlutfall starfandi nokkru meira. Atvinnuleysi jókst þannig um 0,5 prósentur milli fjórðunga og mældist 4%. Skráð atvinnuleysi stóð hins vegar í stað milli fjórðunga og mældist 3,7% á þriðja ársfjórðungi ef leiðrétt er fyrir árstíð. Það minnkaði þó áfram í október og mældist 3,3%.

Íbúum landsins fjölgaði um 2,8% milli ára á þriðja ársfjórðungi. Aðfluttum erlendum ríkisborgurum umfram brottflutta fjölgaði um 3.410 á fjórðungnum. Þeir koma til viðbótar liðlega 3.500 erlendum ríkisborgurum sem bættust við íbúafjöldann á öðrum ársfjórðungi en

Það er mesta fjölgun á einum fjórðungi frá upphafi ársfjórðungslegra mannfjöldatalna Hagstofunnar.

Launavísitalan hækkaði um 0,4% milli fjórðunga á þriðja fjórðungi ársins og um 8,1% milli ára. Raunlaun voru 1,4% lægri á fjórðungnum en á sama tíma árið 2021.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu benda til hægari vaxtar á seinni hluta ársins enda líklegt að gengið hafi á uppsafnaðan ferðavilja undanfarið eftir ferðatakmarkanir á farsóttartímabilinu. Væntingavísitala Gallup bendir jafnframt til þess að svartsýni neytenda hafi haldið áfram að aukast. Grunnspá Seðlabankans gerir ráð fyrir 5,7% vexti einkaneyslu milli ára á þriðja ársfjórðungi sem er svipað og búist var við í ágústspá bankans. Horfur um vöxt einkaneyslu á árinu öllu hafa jafnframt lítið breyst frá ágústspánni og gert er ráð fyrir líðlega 7% vexti.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok október, hækkaði um 0,4% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðarsveiflu og um 21,6% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Húsnæðis- og mannvirkjastofnun reiknar út, hækkaði um 0,6% milli mánaða í október að teknu tilliti til árstíðar og um 21,5% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 28,4% á fyrstu 10 mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en kaupsamningum um nýbyggingar um 26,1% á sama tímabili. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu í október mældist 3,3 mánuðir sem er töluvert meira en í október í fyrra þegar hann var 1,2 mánuðir en íbúðum á sölu hefur fjölgað mikið undanfarna mánuði.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,67% milli mánaða í október og jókst ársverðbólga á ný í 9,4%. Verðbólga án húsnæðis jókst einnig í október og mældist 7,2%. Undirliggjandi verðbólga var 6,9% miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða og hefur aukist samfleytt undanfarið ár. Hækkun kostnaðar vegna eigin húsnæðis og verðhækkun matvöru hafði mest áhrif í október og hefur matvöruverð hækkað um 9,6% sl. tólf mánuði. Verð á húsgögnum og heimilisbúnaði hækkaði einnig töluvert í október.

Samkvæmt könnun bankans meðal markaðsaðila lækkuðu væntingar þeirra um verðbólgu til eins árs og búast þeir við að hún verði rúmlega 5%. Væntingar þeirra um verðbólgu eftir tvö ár voru aftur á móti óbreyttar í 4%. Þeir gera ráð fyrir að verðbólga verði að meðaltali um 3½% á næstu fimm og tíu árum og hafa væntingar þeirra til lengri tíma heilt yfir lítilla lækkað frá síðustu könnun í ágúst. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur hins vegar hækkað milli funda nefndarinnar. Fimm ára álag eftir fimm ár var um 4% um miðjan nóvember sem er um 0,8 prósentum hærra en í byrjun október.

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 23. nóvember hafa verðbólguhorfur til skamms tíma batnað en horfur lengra fram á veginn hafa lítið breyst. Verðbólga mældist 9,4% í október og jókst lítilla milli mánaða en hefur minnkað um 0,5 prósentur frá því að hún náði hámarki í júlí sl. Undirliggjandi verðbólga mælist einnig mikil og er verðbólga á sífellt breiðari grunni enda hefur meirihluti undirliða vísitölu neysliverðs hækkað talsvert í verði undanfarið ár. Verðbólga hefur þó ekki aukist eins mikið og spáð var í ágúst sem endurspeglar hraðari viðsnúning á húsnæðismarkaði og meiri lækkun eldsneytisverðs og flugfargjalda í haust en þá var gert ráð fyrir. Nú er spáð að verðbólga verði 9,4% á síðasta fjórðungi ársins en taki svo smám saman að hjaðna í svipuðum takti og gert var ráð fyrir í ágústspánni.

Þótt alþjóðlegur hagvöxtur hafi verið heldur meiri á fyrri hluta þessa árs en áður var áætlað eru vísbendingar um að hann hafi gefið meira eftir á seinni hluta ársins. Horfur fyrir næsta ár hafa einnig versnað. Orkukreppan sem skall á í Evrópu í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu heldur áfram að dýpka og alþjóðleg verðbólga hefur aukist mikið. Hagvaxtarhorfur fyrir helstu viðskiptalönd

hafa því versnað enn frekar og á næsta ári er spáð minnsta hagvexti í helstu viðskiptalöndum frá árinu 2008 að frátöldum þeim samdrætti sem varð árið 2020 í kjölfar heimsfaraldursins.

Bráðabirgðatölur þjóðhagsreikninga benda til þess að hagvöxtur hér á landi hafi verið 6,8% á fyrri hluta ársins sem er heldur minni vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Talið er að hagvöxtur verði 5,6% á árinu í heild sem er 0,3 prósentum minni vöxtur en áður var spáð. Horfur fyrir næsta ár hafa hins vegar batnað og nú er spáð 2,8% hagvexti í stað 1,9% í ágúst. Þar vega horfur um hraðari vöxt innlendar eftirspurnar þungt, m.a. vegna þess að endurskoðaðar tölur um þróun ráðstöfunartekna benda til þess að heimilin hafi meira borð fyrir báru til að styðja við útgjöld sín en áður var áætlað. Svipað og í ágúst er gert ráð fyrir að hagvöxtur verði um 2½% á ári að meðaltali á seinni hluta spátímans.

Mikil óvissa er í efnahagsmálum. Stríðsátökin í Úkraínu hafa valdið miklu umróti á alþjóðlegum hrávörumörkuðum og sett viðskiptasambönd og aðfangakeðjur í uppnám. Átökin hafa leitt til orkukreppu í Evrópu sem ekki sér fyrir endann á. Svo gæti farið að það yrði alvarlegur orkuskortur sem kallaði á víðtæka skömmun á orkugjöfum sem leitt gæti til mikilla efnahagsþrenginga í álfunni. Gerist það er líklegt að hagvöxtur verði minni hér á landi en grunnspá bankans gerir ráð fyrir og verðbólga meiri. Verðbólguhorfur gætu einnig reynst of bjartsýnar ef yfirstandandi kjaraviðræður leiða til þess að laun hækki meira en grunnspá bankans gerir ráð fyrir. Jafnframt er aukin hætta á að víxlverkun launa og verðlags fari af stað þar sem vísbendingar eru um að kjölfesta verðbólguvæntinga í verðbólgu markmiði bankans hafi veikst.

## II Ákvarðanir um stjórnþæki bankans í peningamálum

Nefndin ræddi taumhald peningastefnunnar í ljósi framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans væru áfram neikvæðir og höfðu lítið breyst frá októberfundi nefndarinnar. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en nefndin ákvað á fundi sínum í október að hækka vexti en taka minna skref en áður. Á þeim tíma hafði verðbólga hjaðnað milli funda en undirliggjandi verðbólga aukist áfram og eftirspurn á þriðja fjórðungi ársins virtist hafa verið kröftug.

Nefndarmenn ræddu að verðbólga hefði aukist lítillega á ný og mældist 9,4% í október. Verðhækkanir væru á breiðum grunni og undirliggjandi verðbólga hefði áfram aukist. Fram kom að gert væri ráð fyrir að verðbólga yrði að meðaltali 9,4% á síðasta fjórðungi ársins en tæki svo smám saman að hjaðna og yrði um 4½% á síðasta ársfjórðungi 2023. Verðbólguhorfur hefðu því batnað til skamms tíma samanborið við spá bankans í ágúst en ekki eins hratt og útlit var fyrir að októberfundi nefndarinnar.

Nefndin fjallaði um að gengi krónunnar hefði lækkað frá októberfundi peningastefnunnar. Þá hefði verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til lengri tíma hækkað nokkuð. Fram kom að vísbendingar væru jafnframt um að kjölfesta verðbólguvæntinga í verðbólgu markmiði bankans hefði veikst og því gæti tekið lengri tíma en ella að ná verðbólgu í markmið.

Nefndarmenn ræddu að samkvæmt nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans væri gert ráð fyrir að hagvöxtur yrði 5,6% í ár. Fram kom að horfur fyrir næsta ár hefðu batnað og nú væri spáð 2,8% hagvexti í stað 1,9% í ágúst. Skýrðist það af horfum um hraðari vöxt innlendar eftirspurnar en áður var talið. Þá væri spennan á vinnumarkaði enn töluverð þótt heldur hefði dregið úr henni.

Nefndin fjallaði einnig um stöðu viðskiptabankanna og nýleg uppgjör þeirra. Fram kom að hægt hefði á vexti íbúðalána þeirra til heimila og dregið hefði úr eftirspurn eftir þeim. Hins vegar hefðu útlán til fyrirtækja aukist. Bent var á að vanskil virtust ekki hafa aukist þrátt fyrir



vaxtahækkunar og vanskilahlutföll væru afar lág í sögulegu samhengi auk þess sem hlutfall lána með ívilnun færi lækkandi.

Nefndarmenn töldu að bæði væru rök fyrir að halda meginvöxtum óbreyttum og hækka þá um 0,25 eða 0,5 prósentur. Helstu rök sem komu fram fyrir því að halda vöxtum óbreyttum voru þau að þótt verðbólga hefði aukist milli fundna væru horfur á að hún myndi fara minnkandi. Áfram hefði hægt á fasteignamarkaði þótt það virtist taka heldur lengri tíma en búist hefði verið við. Jafnframt virtust enn vera merki um að spenna á vinnumarkaði hefði náð hámarki.

Rökin sem komu fram fyrir því að hækka vexti voru þau að enn væri talsverður kraftur í þjóðarbúskapnum. Hagvaxtarhorfur fyrir næsta ár hefðu batnað töluvert og gert væri ráð fyrir að framleiðsluspenna yrði meiri á næsta ári en búist hafði verið við og að hún hjaðnaði hægur. Fram kom að útlit væri fyrir hraðari vöxt innlendrar eftirspurnar m.a. vegna meiri vaxtar ráðstöfunartekna undanfarið en áður var áætlað. Að mati nefndarinnar væri áhyggjuefni að undirliggjandi verðbólga hefði aukist áfram og að verðhækkunar væru á svo breiðum grunni. Meirihluti undirliða vísitölu neysluverðs hefði hækkað mikið í verði undanfarið og hlutfallið færi enn lækkandi. Gengi krónunnar hefði síðan lækkað frá síðasta fundi nefndarinnar og alþjóðlegar verðbólguhorfur versnað sem að öðru óbreyttu myndi leiða til meiri innfluttrar verðbólgu. Verðbólguvæntingar væru háar á alla mælikvarða og kjölfesta verðbólguvæntinga í markmiði virtist hafa veikst. Talsverð hætta væri því á að mikil verðbólga myndi dragast á langinn. Einnig kom fram að talin væri meiri hætta á að verðbólgu væri vanspáð en að henni væri ofspáð. Jafnframt var bent á að raunvextir væru enn neikvæðir og að í ljósi spennunnar á vinnumarkaði og í þjóðarbúskapnum þyrftu þeir að vera hærri.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu hækkaðir um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 6%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 5,75%, vextir af lánnum gegn veði til sjö daga 6,75% og daglánvextir 7,75%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra en Gylfi Zoëga hefði þó fremur kosið að hækka vexti um 0,5 prósentur.

Nefndin var sammála um að nauðsynlegt væri að tryggja áfram að taumhald peningastefnunnar væri nægjanlegt til að verðbólga hjaðni í markmið innan ásættanlegs tíma. Peningastefnan myndi á næstunni ráðast af þróun efnahagsumsvifa, verðbólgu og verðbólguvæntinga. Ákvarðanir í atvinnulífi, á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum myndu skipta miklu um þróun vaxta á næstu misserum.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Ásgeir Jónsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Rannveig Sigurðardóttir, varaseðlabankastjóri peningastefnu

Gunnar Jakobsson, varaseðlabankastjóri fjármálastöðugleika

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Herdís Steingrímisdóttir, dósent, 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 8. febrúar 2023.

## Um síðustu vaxtaákvörðun



Gylfi Zoega  
hagfræðiprófessor við HÍ

Í síðustu vaxtaákvörðun peningastefnu-nefndar Seðlabankans voru vextir hækkadír um 0,75 prósentur, meginvextir fóru úr 4,75% í 5,5%. Hafa þá vextir bankans hækkað úr 0,75% í 5,5% á rúmu ári eða um 4,75% í nokkrum skrefum.

Þessum hækkunum er ætlað að draga úr vexti innlestrar eftirspurnar og spennu á vinnumarkaði til þess að minnka verðbólguþrýsting. Samkvæmt nýlegri spá Seðlabankans, er áætlað er að hagvöxtur verði 5,9% í ár. Á öðrum ársfjórðungi hafði heildarvinnustundum fjölgað um 9,1% á milli ára og hlutfall fyrirtækja sem segjast skorta starfsfólk hefur einungis einu sinni mælst hærra. Skráð árstíðaleiðrætt atvinnuleysi á öðrum ársfjórðungi var 3,7%. Framleiðsla er yfir framleiðslugetu.

Ársverðbólga mældist 9,8% í ágúst og hafði hækkað úr 4,3% á einu ári. Þótt hækkun húsnæðisliðar vísitölu neysliverðs hafi vegið þungt í vaxandi verðbólgu þá var hún engu að síður um 7,5% síðustu 12 mánuði þegar húsnæðisliðurinn er ekki hafður með. Þegar húsnæðisliðurinn er skilinn eftir og einnig sveiflukennir liðir þá er svokölluð undirliggjandi verðbólga engu að síður um 6,5%. Laun hafa síðan vaxið um 7-8% síðasta árið og þjónustuverðbólga, sem einkum endurspeglar launaþróun, var 8,5% í júlí. Verðbólguvæntingar á alla mælikvarða hafa hækkað og eru töluvert yfir markmiði.

Verðbólgan stafar að hluta af framboðskelli erlendis sem orsakast af erfiðleikum í aðfangakeðjum á alþjóðamörkuðum og einnig af hækkun hrávöruverðs síðustu mánuði. Þessir þættir koma bæði beint inn í verðvísitöluna og einnig óbeint í gegnum verð á aðföngum. En við verðbólgu á framboðshlið bætist innlend eftirspurnarverðbólga sem birtist m.a. í mikilli hækkun á verði húsnæðis, á verði annarra eigna og í



Ljósmynd: Shutterstock.com.

eftirspurn eftir þjónustu iðnaðarmanna. Lágir vextir Seðlabankans þegar hagkerfið hristi af sér áhrif Covid-19 farsóttarinnar stuðluðu að mikilli eftirspurn eftir vörum og síðar þjónustu en við bætist hærri kaupmáttur launa og uppsafnaður sparnaður heimila í farsóttinni sem að hluta varð til þegar þau frestuðu ferðalögum til útlanda og drógu úr neyslu sinni.

Mikið hefur verið rætt um þátt húsnæðismarkaðar í verðbólguþróuninni. Hér verður athygli vakin á tvennu. Í fyrsta lagi þá felst vaxtafarvegur peningastefnunnar í áhrifum vaxtabreytinga á eignaverð. Hækkun húsnæðisverðs jók innlenda eftirspurn bæði í byggingageiranum og einnig einkaneyslu vegna auðsáhrifa eins og til var ætlast. Með vaxtalækkunum var reynt að lágmarka áhrif falls ferðajónustu á aðrar atvinnugreinar. Í öðru lagi hækkaði húsnæðisverð í borgum í flestöllum öðrum ríkjum vegna viðbragða peningastefnu þarlanda við farsóttinni. Það er því ekkert séríslenskt við hækkun húsnæðisverðs svo sem skipulagsmistök á sveitarstjórnarstigi. En mikil hækkun húsnæðisverðs frá 2021 í samanburði við hækkun launa vekur engu að síður ótta um bólumyndun. Þannig hækkaði íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu um 25,5% milli ára

**Þegar vextir nú hækka og búast má við lækkun eignaverðs þá bitnar vaxtahækkunin mest á þeim sem minnstan höfuðstól hafa, þ.e.a.s. eignaminnsta fólkinu**

í júlí sl. sem er mesta hækkun sem mælst hefur milli ára frá því í desember 2005.

Vaxtahækkunir síðustu mánaða hafa verið gagnrýndar með þeim rökum að greiðslubyrði óverðtryggðra húsnæðislána hafi hækkað. En þá vaknar sú spurning hvort lántakendur hafi ekki getað séð fyrir að vextir yrðu 5,5% eða jafnvel hærri á lánstímanum. Reyndar varaði varaseðlabankastjóri peningastefnu lántakendur við því að lágir vextir væru ekki komnir til að

framb. á bls. 4

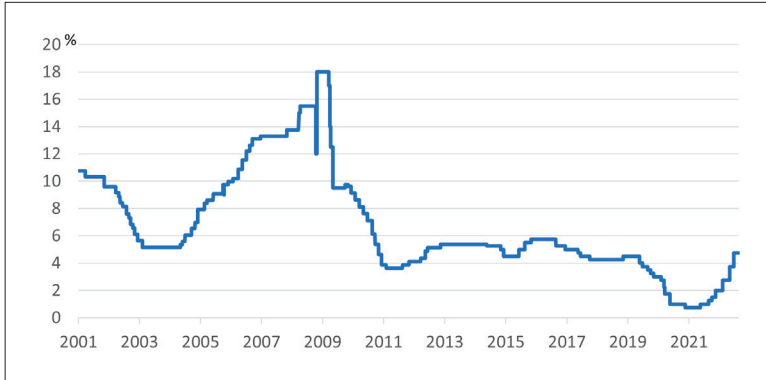
**1** Gylfi Zoega fjallar um síðustu vaxtaákvörðun

**2** Með því að bregðast skjótt við verðbólgu verður hægt að hafa lægri vexti næstu árin

**3** Bergþóra Baldursdóttir skrifar um hvort íbúðamarkaður sé farinn að kólna

**4** Bit efnahagsþvingana á Rússland lítið og orkuverð Evrópu í hæstu hæðum

**Mynd 1** Meginvextir Seðlabanka Íslands  
1. janúar 2001 - 31. ágúst 2022



Heimild: Seðlabanki Íslands

vera í lok ágústmánaðar 2020.<sup>1</sup> Myndin hér sýnir meginvexti Seðlabankans frá árinu 2001 til ágúst á þessu ári. Augljóst má vera af myndinni að vextir eru um þessar mundir ekki sögulega háir og undir meðaltali síðustu tveggja áratuga sem er 6,47%. En stór hluti lántakenda hefur breytt húsnæðislánum í óverðtryggð lán með fasta vexti í þrjú ár og því skipta vextir Seðlabankans næstu árin ekki síður máli. Með því að bregðast skjótt við verðbólgu verður vonandi hægt að hafa lægri vexti næstu árin. Próunin fram að vaxtahækkunum var að fólk tók í meira mæli óvertryggð lán með breytilegum vöxtum en frá því að farið var að hækka vexti fóru fleiri að festa þá. Þeir sem hafa fest eru á lægri vöxtum en nú eru. En enn er um þriðjungur nýrra lána óverðtryggður með breytilega vexti – og fjórðungur lánastabbans.

Það er óumdeilt að mikil lækkun vaxta hér á landi jafnt sem erlendis á COVID tímanum jók misskiptingu eigna. Þegar hlutabréf hækka í verði þá hagnast þeir sem mest eiga af slíkum bréfum. Vaxtalækkun hefur sömuleiðis í för með sér hækkan á verði skuldabréfa bæði ríkis og einkaaðila sem eykur eignir þeirra sem slík bréf eiga. Hækkun húsnæðisverðs kemur sömuleiðis þeim best sem stærstu eignirnar eiga o.s.frv. Og þegar vextir nú hækka og búast má við lækkun eignaverðs þá bitnar vaxtahækkunin mest á þeim sem minnstan höfuðstól hafa, þ.e.a.s. eignaminnsta fólkinu.

Í þessu samhengi verður að hafa í huga að ríkisstjórn og Alþingi hafa lýðræðislegt umboð til þess að leggja á skatta og greiða bætur til ákveðinna þjóðfélagshópa. Ef að

lýðræðislega kjörnum fulltrúum finnst áhrif peningastefnu á tekju- og eignadreifingu vera óáskileg þá er það þeirra að beita sínum stjórnáttækjum til þess að leiðrétta þessi áhrif. Peningastefnunefnd eða Seðlabankinn hefur ekki umboð til slíkra aðgerða.

Þegar verðbólga fer vaxandi er mikilvægt að kippa sem fyrst í taumana í stað þess að horfa upp á hana stigmagnast. Það er auðveldara að ná verðbólgu niður fyrr en seinna en slíkt krefst þess að fyrstu skrefin í vaxtahækkunarferli séu stærri en þau sem á eftir koma. Sú aukning verðbólgu sem varð í vor vegna styrjalda í Úkraínu og sóttvarnaaðgerða í Kína var ekki fyrirséð en reynslan frá áttunda áratug síðustu aldar kennir okkur að tímabundin framboðsáfall geta valdið langvarandi verðbólgu ef spenna er mikil á innlendum vinnumarkaði.

Á komandi vetri verður gengið til kjarasamninga. Þá er mikilvægt að friður skapist á vinnumarkaði þannig að bæði launafólk og atvinnurekendur verði sáttir við sinn hlut í þjóðarkökunni og verðbólguvandinn magnist ekki frekar. Þótt launa- og starfslokasamningar forstjóra vegi ekki þungt í þjóðhagslegu samhengi né launakjör helstu ráðamanna, sveitarsjóra og annarra sem gegna trúnaðarstöðum, þá eru óhófleg launakjör og jafnvel sjálf taka þessara aðila friðarspillir á vinnumarkaði og geta orðið til þess að verðbólga verði erfiðari viðureignar. **V**

*Höfundur er ytri meðlimur í peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands. Þær skoðanir og ályktanir sem fram koma í þessari grein endurspeglar ekki viðhorf annarra meðlima peningastefnunefndar.*

1 Sjá <https://www.ruv.is/fretti/2020/08/28/greidslubyrdi-gaeti-haekkad-um-tugi-thusunda>.

## Aðrir sálmar

### Efnahagsþvinganir og olíuverð

Nú er um hálf tveggja ári síðan að Rússland ræðst inn í Úkraínu og efnahagsþvinganir gegn Rússlandi voru hertar. Sjaldan í sögu Vesturlanda hefur náðst jafn snögg og breið samstaða um jafn stóra aðgerð og um þær efnahagsþvinganir sem settar voru. Markmið þvinganna var m.a. að skapa lausafjárskreppu í Rússlandi til þess að gera Rússum erfitt fyrir að fjármagna stríðsrekstur sinn. Nú, hálfu ári seinna, er tvísýnt hvort aðgerðirnar hafa skilað þeim árangri sem ætlast var til.

Rússneskur efnahagur er þrautseigari en margir héldu. Samdráttur í vergri landframléiðslu fyrir árið 2022 er nú áætlað að verði um 6% sem er mun minna en spár fyrr á árinu gerðu ráð fyrir. Í mars síðastliðnum spáðu flestir samdrætti upp á 15% eða meir. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáir því nú að viðskiptaafgangur Rússlands verði sá næst stærsti í heiminum fyrir þetta ár en það verður aðallega til komið vegna orkusölu en stór hluti hennar er sala jarðefnaeldsneytis til Evrópu.

Orkuverð í Evrópu er nú í hæstu hæðum vegna þessa hækkan. Markaðsverð á gasi hefur hækkað um 140% frá ársbyrjun og 64,3% frá því í júlí. Markaðsverð á olíu hefur einnig hækkað talsvert yfir sama tímabil en hefur þó lækkað frá byrjun júní. Ursula von der Leyen, forseti framkvæmdastjórnar Evrópusambandsins sagði á ráðstefnu í Slóveníu í vikunni að aðildarþjóðir sambandsins hafi verið beðnar um að draga úr gasnotkun sinni um 15%. Einnig að sambandið sé búið að stóruka dreifingu birgja sem selja eldsneyti til að vera minna háð Rússlandi. Besta leiðin hins vegar sé að hraða flutningi yfir í græna orkugjafa en í dag er t.d. vind- og sólarorka ódýrari en jarðefnaeldsneyti. Þá kynnti hún að Evrópusambandið ætlar að setja 300 milljarða Evra í að hraða flutningi yfir í græna orkugjafa. Hún bætti síðan við að nú væri tímabil rússnesks jarðefnaeldsneytis í Evrópu að líða undir lok.

Ritstjóri: Emil Dagsson  
Ábyrgðarmaður: Eyrún Magnúsdóttir  
Útgefandi: Kjarninn miðlar ehf.,  
Fiskislóð 31 B, 101 Reykjavík  
Sími: 551 0708 Netfang: visbending@kjarninn.is  
Prentun: Umslag  
Öll réttindi áskilin.  
© Ritíð má ekki afrita án leyfis útgefanda.

## Haustblíða eða gluggaveður?

Hversu bjartsýn getum við verið á horfurnar?



Samiðn  
19. september 2022

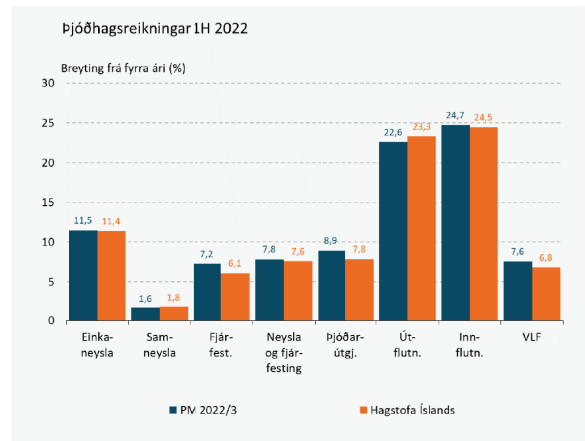
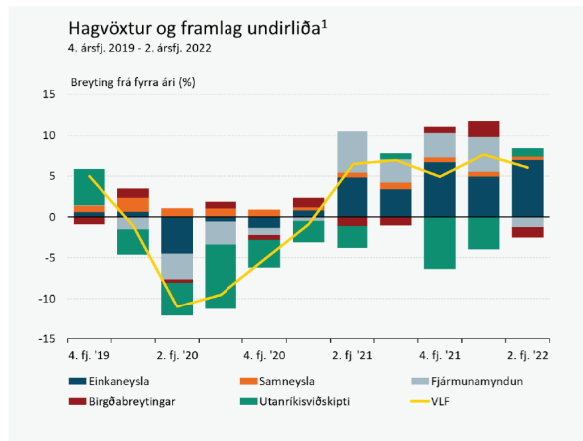
Rannveig Sigurðardóttir  
Varaþlabankastjóri peningastefnu



## Innlend efnahagsumsvif og horfur

## Áfram kröftugur vöxtur einkaneyslu á F2 ...

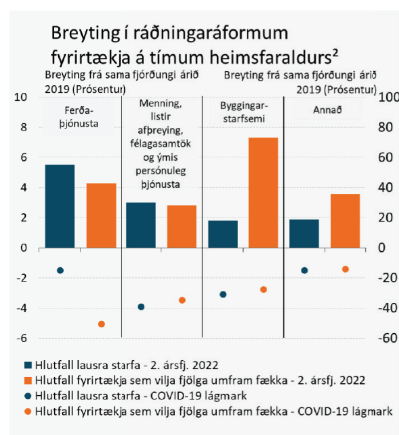
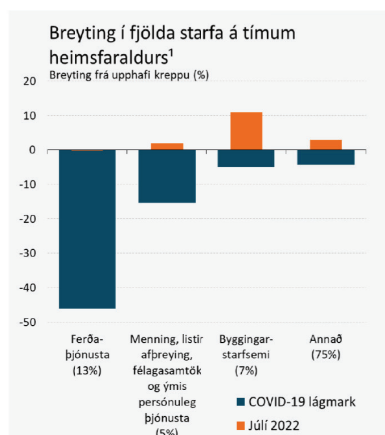
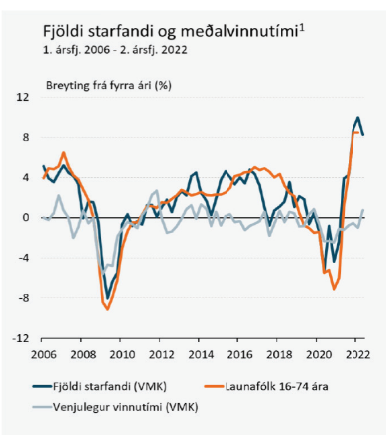
- Árshagvöxtur 6,8% á 1H - heldur minni en spáð í ágúst (7,6%) - frávik skýrast aðallega af minna jákvæðu framlagi birgðabreytinga
- Einkaneysla jókst um 13,5% á F2 - um 11,4% á 1H sem var í takt við ágústspá
- Minni vöxtur heildarfjárfestingar á 1H (6,1 í stað 7,2) en spáð en vöxtur atvinnuvegafjárfestingar meiri (12,1 í stað 11,1)
- Neysla og fjárfesting alls jukust svipað og spáð var á H1 en framlag utanríkisviðskipta var á móti minna neikvætt



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

## Aukin atvinna

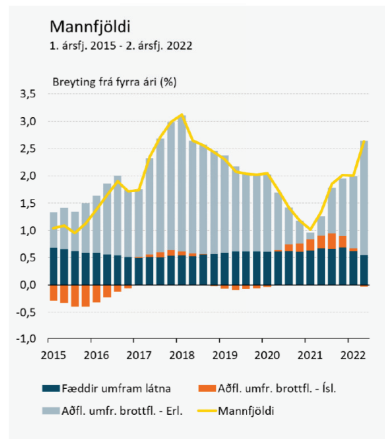
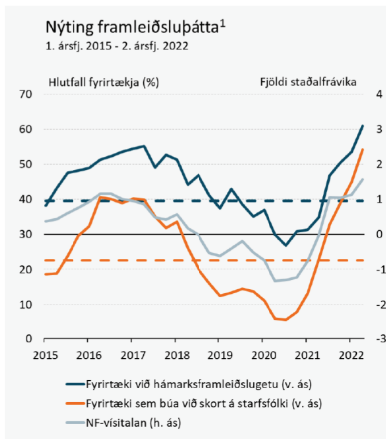
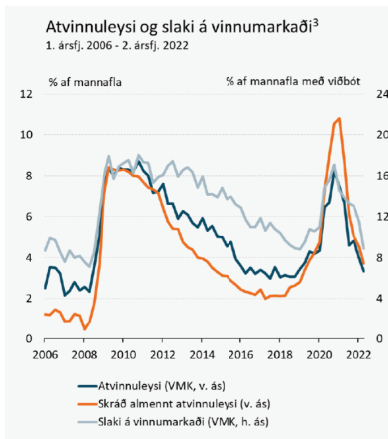
- Störfum fjölgaði um 8,3% milli ára á F2 og vinnuvikan lengdist í fyrsta sinn síðan 2019
- Heildarvinnustundum fjölgaði um 9,1% - sem er mesta ársfjölgun frá upphafi mælinga
- Lausum störfum fjölgaði um 5.300 milli fjórðunga á F2
- Lækkun atvinnuþátttökuhlutfalls og hlutfalls starfandi frá ársbyrjun 2019 er jafnframt að fullu gengin til baka



1. Launafólk skv. birtingu Hagstofu Íslands á vinnuafli eftir skrárn en önnur gögn eru úr vinnumarkaðsskönnun sömu stofnunnar. Fólk á aldrinum 16-74 ára. Þriggja mánaða hreyfanlegt meðaltal árstíðarleifréttra talna. 2. Laus störf skv. fyrirtækjakönnun Hagstofu Íslands og hlutfall fyrirtækja sem vilja fjölga eða fækka starfsfólki er úr könnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins og eru gögnin árstíðarleifréttd af Seðlabanki Íslands. Í tölu Gallup eru atvinnugreinar „Samgöngur, flutningar og ferðaþjónusta“ sýndar sem ferðaþjónusta og „Annað“ er fengið sem einfalt meðaltal annarra atvinnugreina en þeirra sem birtast á myndinni. Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Vaxandi skorti á starfsfólki mætt með innfluttu vinnuafli

- Atvinnuleysi minnkar áfram og er komið undir 4%
- 54% fyrirtækja segjast skorta starfsfólk og 61% starfa við full afköst (næst hæsta og hæsta gildi frá upphafi mælinga)
- Erlendu vinnuafli fjölga hratt: Nettófjölgun á F2 nam 1,6% af vinnuafinu skv. VMK – svipað hlutfall og á sama fjórðungi 2017

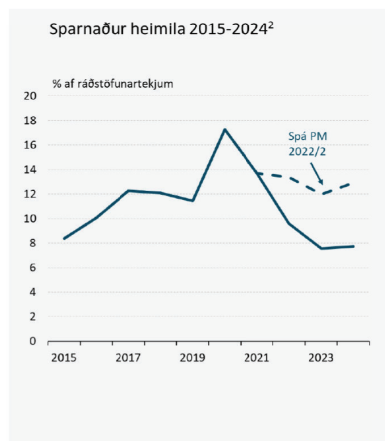
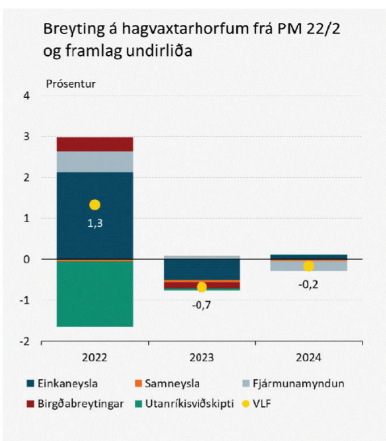
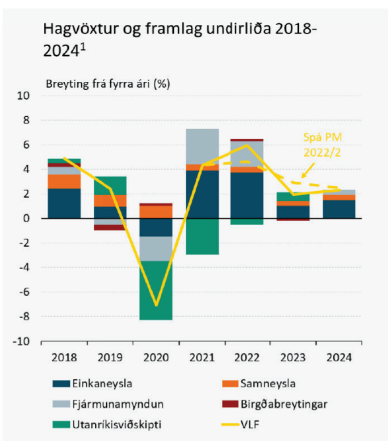


1. Mælikvarðar fyrir nýtingu framleiðslubátta byggjast á viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Visitlan nýtingar framleiðslubátta (NF-visitlan) er fyrsti frumþáttur valinna vísibendinga um nýtingu framleiðslubátta sem er skalaður til svo meðaltal hans er 0 og staðalfrávik 1. Ítarlegri lýsingu má finna í rammagrein 3 í PM 2018/2. Árstíðarleiðréttar tölur. Brotalínur sýna meðaltal frá 2006.

Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Horfur á meiri hagvexti í ár en spáð var í maí

- Útlit fyrir 5,9% hagvöxt á árinu öllu í stað 4,6% í maispánni
- Endurspeglar kröftugri vöxt innlestrar eftirspurnar en lakari utanríkisviðskipti vega á móti ... Þar skipta horfur um mun meiri vöxt einkaneyslu miklu sem aftur endurspeglar að heimilin eru að draga hraðar úr sparnaði en áður var talið



1. Grunnspá Seðlabankans 2022-2024. Brotalína sýnir spá frá PM 2022/2. 2. Við útreikning á hlutfalli sparnaðar er miðað við áætlun Seðlabankans um ráðstöfunartekjur. Grunnspá Seðlabankans 2022-2024. Brotalína sýnir spá frá PM 2022/2.

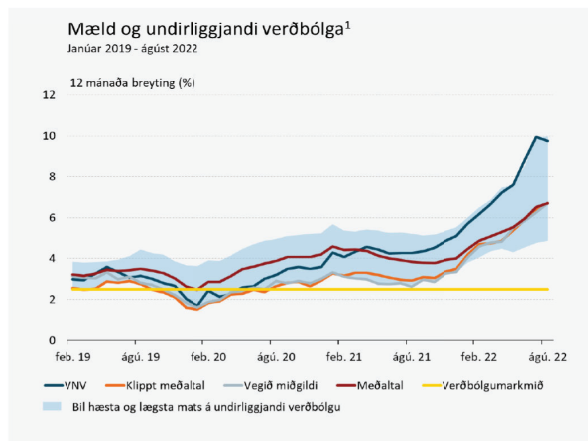
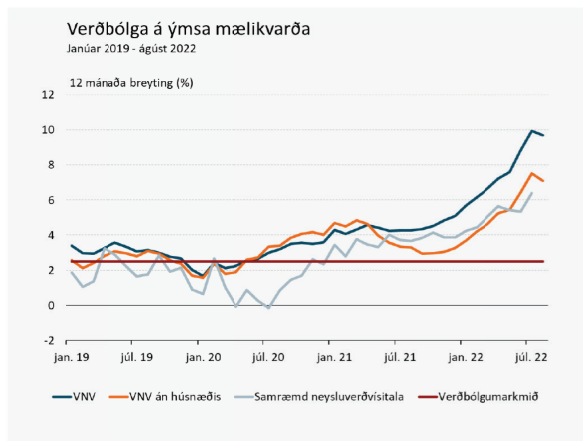
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



## Verðbólga

### Ársverðbólga minnkaði milli mánaða í ágúst á mælikvarða VNV

- VNV hækkaði um 0,29% milli mánaða í ágúst og hefur hækkað um 9,7% sl. tólf mánuði
- VNV án húsnæðis hjaðnaði einnig og mældist 7,1% en var 7,5% í júlí sem var mesta verðbólga á þann mælikvarða síðan 2010
- Allir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu hækkuðu þó áfram og var meðaltal þeirra 6,7% samanborið við 6,5% í júlí

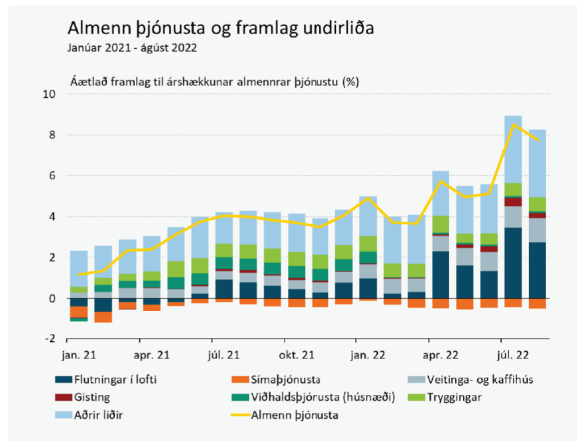
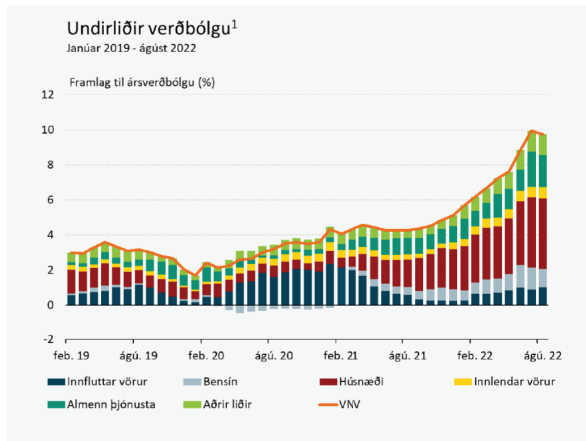


1. Við útreikningá klipptu meðaltali er þeim undirlíðum sem breytast mest í einstaka mánuðum sleppt en vegid miðgildi mælir miðgildi verðbreytinga allra undirlíða VNV. Meðaltalið sýnir meðaltal 5 ólíkra mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu (Kjarnavísitala án óbeinna skatta, sveiflukenndra matvöruhlúa, bensins, opinberrar þjónustu og raunvaxtakstnaðar húsnæðislaða, vegid miðgildi, klippt meðaltal, kvikt þáttalkan og sameiginlegur þáttur VNV).  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



## Húsnæðisliður vegur þungt og töluverð hækkun þjónustu

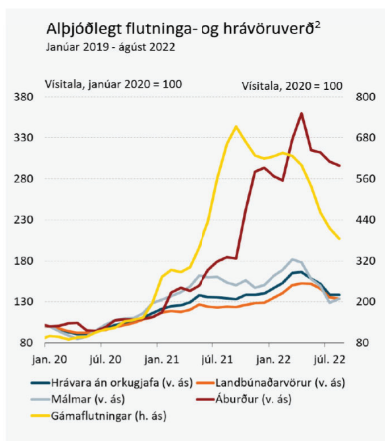
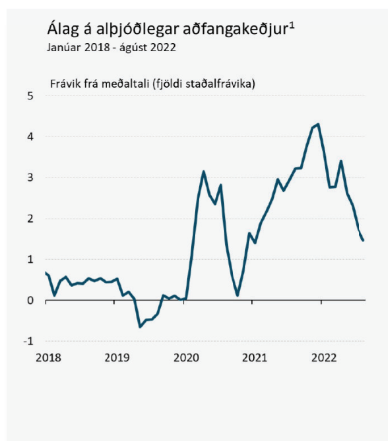
- Hækkun húsnæðisliðar skýrir enn stóran hluta mánaðarhækkunar – 0,17 pr. í ágúst en 0,4 pr. að meðaltali á árinu
- Innlend þjónustuverðbólga einnig nokkur – að hluta til vegna mikillar hækkunar flugfargjalda ...
- ... en jafnvel án þeirra mælist töluverð þjónustuverðbólga sem dreifist á fjölda undirliða



1. Innfluttar vörur án áfengis, tóbaks og bensins og innlendirar vörurán búvöru og grænmetis. 2. Brotalínur sýna meðaltöl yfir tímabilið janúar 2008 - ágúst 2022.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Olíu- og hrávöruverð tekið að lækka aftur

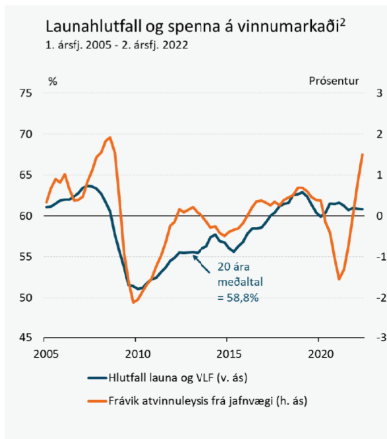
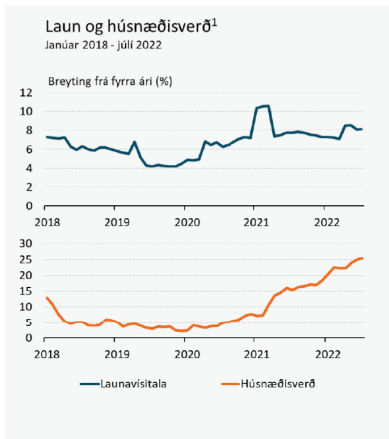
- Álag á alþjóðlegar framleiðslukeðjur virðist fara minnkandi og flutningskostnaður heldur áfram að lækka ...
- ... þótt enn sé nokkuð í land að aðfangakeðjur og flutningskostnaður komist í eðlilegt horf
- Verð á olíu og fjölda annarra hrávára hefur einnig lækkað undanfarið en verð á jarðgasi í Evrópu hefur hækkað enn frekar



1. Mælikvarðinn tekur saman áhrif 27 mismunandi mælikvarða á flutningskostnaði og afhendingartíma þar sem búið er að hreinsa út eftirspurnaráhrif. 2. Landbúnaðarafurðir skiptast í matvæli (62%), drykkjarvörur (13%) og hráefni (25%). Verðvisitala gámaflutninga er Freightos Global Container Index. Gögn til og með ágúst 2022. 3. Brent verð á hráolíu. Skygga svæðið sýnir tímabilið frá upphafi stríðsátaka í Úkraínu.  
Heimildir: Alþjóðabankinn, Freightos Limited, Refinitiv Datastream.

# Innlendir kraftar einnig að baki en ISK vegur á mót

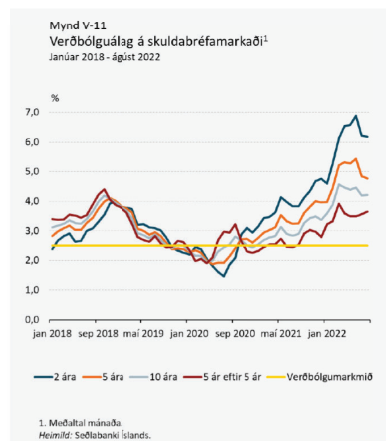
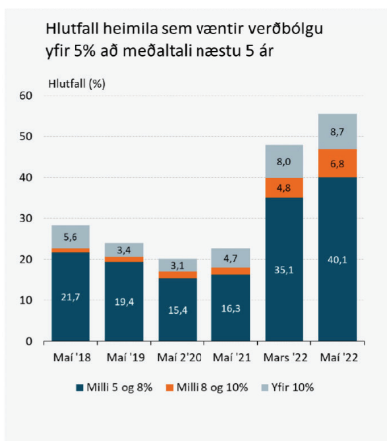
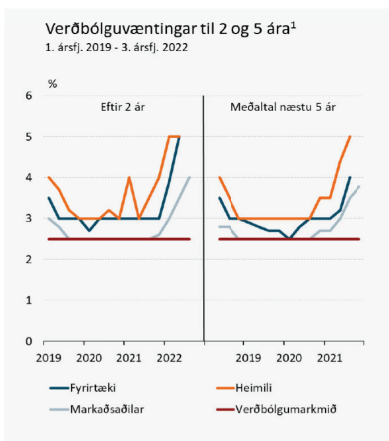
- Til viðbótar við innflutta verðbólgu bætist innlendum verðbólguþrýstingur sem endurspeglar kröftuga eftirspurn
- Árshækkun launa hefur haldist í um 7-8% frá mars 2021 og launahlutfallið hefur ekki lækkað eins og í fyrri niðursveiflum
- Á mót vegur hækkun á gengi krónunnar: þótt það hafi lækkað um 0,6% frá síðasta fundi PSN er það 3% hærra en í byrjun árs



1. Húsnæðisverð á höfuðborgarsvæðinu. 2. Hlutfall launakostnaðar og VLF annars vegar og frávik atvinnuleysis og jafnvægisatvinnuleysis hins vegar. Gögnin eru fjögurra 2. ársfj. hreyfanlegt meðaltal. Grunnspá Seðlabankans fyrir 2. ársfj. 2022. 3. Verð erlendra gjaldmiðla í krónum (þróng viðskiptavog).  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðskrár Íslands, Seðlabanki Íslands.

# Verðbólguvæntingar hækka og aukinn verðbólguótti

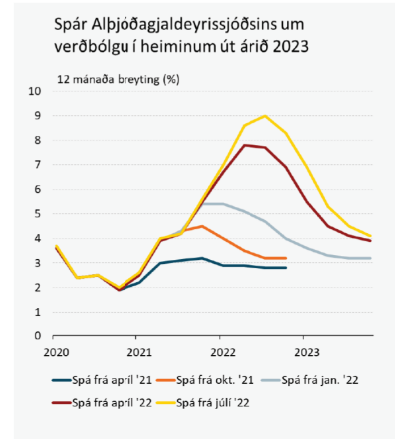
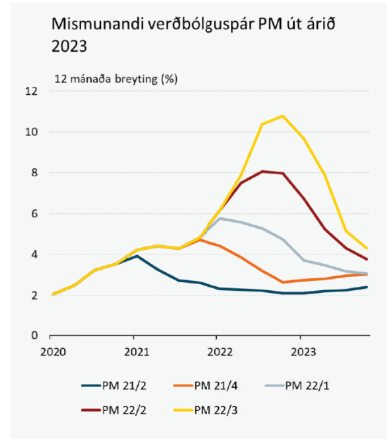
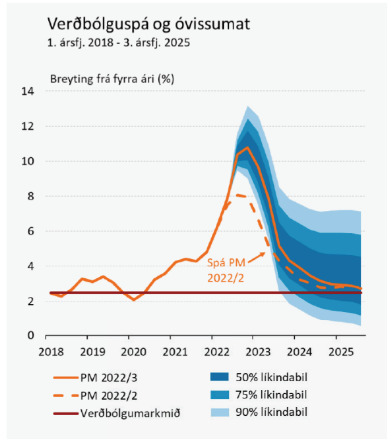
- Verðbólguvæntingar heimila, fyrirtækja og markaðsaðila hafa haldið áfram að hækka og vænta þau um 4-5% verðbólgu að meðaltali næstu 5 ár ... hlutfall heimila sem vænta mjög mikillar verðbólgu næstu 5 ár hefur einnig rokið upp
- Hækkun verðbólguálagsins virðist þó hafa stöðvast: 10-ára álagið hefur heldur lækkað undanfarið en 5/5-ára álagið lítið breyst



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

## Enn á ný versna verðbólguhorfur – eins og erlendis

- Verðbólga hefur ítrekað reynst meiri en spáð var og horfur versna enn á ný: 10,8% á Q4 skv. spánni en hjaðnar svo ... en hægt
- Kröftugri efnahagsumsvif, þrálátari hækkun húsnæðisverðs og mun meiri alþjóðleg verðbólga skýra lakari horfur
- Verðbólgu ítrekað vanspáð í spám bankans undanfarið ... eins og um allan heim

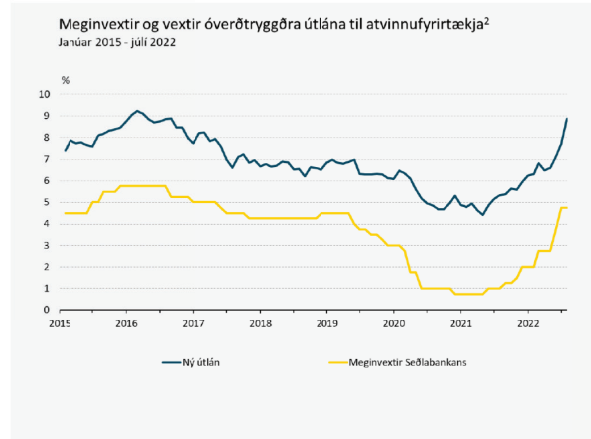
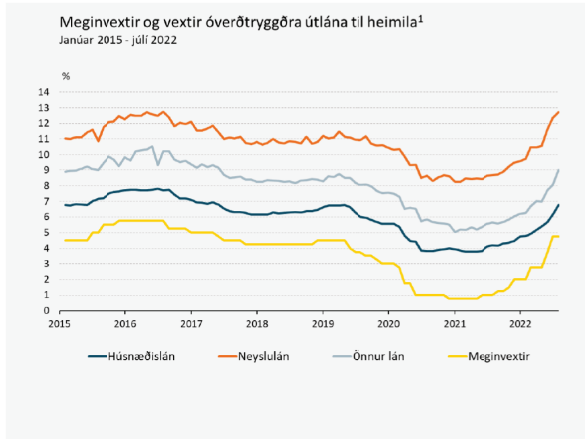


Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Miðlun peningastefnunnar

## Miðlun peningastefnunnar

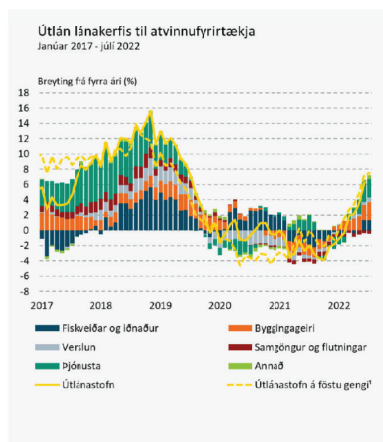
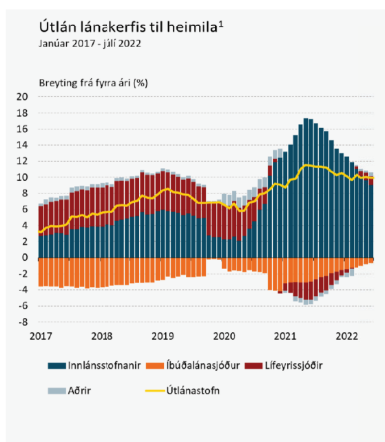
- Vextir nýrra óverðtryggðra lána til heimila og fyrirtækja lækkuðu þegar vextir voru lækkaðir í upphafi faraldursins ...
- ... en hafa hækkað á ný samhliða vaxtahækkunum Seðlabankans



1. Vegnir meðalvextir nýrra óverðtryggðra útlána stóru viðskiptabankanna þriggja miðað við fjárhæð útlána. 2. Vegnir meðalvextir á nýjum óverðtryggðum útlánunum stóru viðskiptabankanna þriggja með breytilegum vöxtum miðað við fjárhæð útlána.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

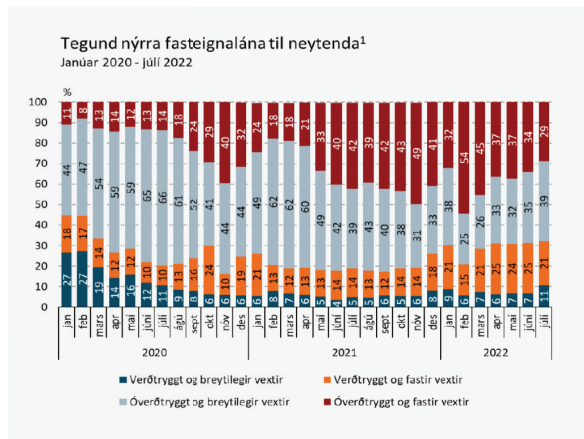
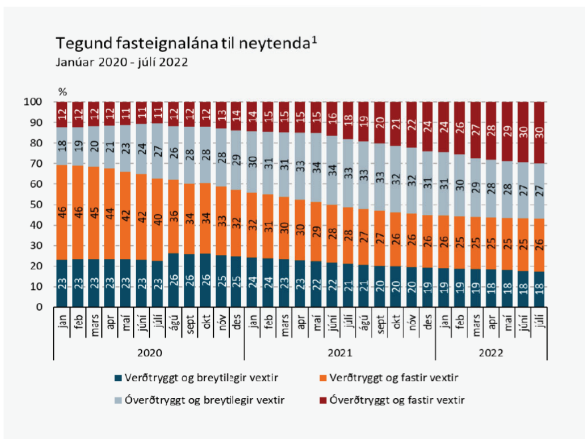
## Útlán til heimila og fyrirtækja

- Dreigið úr vexti útlána til heimila frá hápunkti um mitt síðasta ár og nam 10% í júní
- Útlán til atvinnufyrirtækja aukist frá í mars - nam 6,8% (nafnvirði) í júlí - útlán til flestra atvinnugreina tekið við sér
- Útlán fagfjárfestastjóða til fyrirtækja hafa aukist og einhver fyrirtæki sækja fjármagn með útgáfu markaðsskuldabréfa



1. Stofn útlána í erlendum gjaldmiðlum er reiknaður miðað við vísitölu meðalgengis í síðasta mánuðinum.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

# Meirihluti nýrra lána og lánastofns óverðtryggð lán



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

Takk fyrir



# Vaxtaákvörðun á viðsjárverðum tímum



**Gylfi Zoega**  
hagfræðiprófessor við HÍ

**V**æður eru válynd í efnahagsmálum. Vaxandi verðbólga hefur kallað á vaxtahækkunar seðlabanka á Vesturlöndum og orkuverð í Evrópu hefur margfaldast á skömmum tíma sem hefur bæði rýrt lífskjör og aukið verðbólgu. Vaxandi svartsýni gætir vegna styrjaldrarinnar í Úkraínu.

Hættuástand hefur ekki einungis skapast í stjórnámálum vegna styrjaldrarinnar í Úkraínu heldur einnig í fjármálaheiminum. Nýlegur titringur á breskum skuldabréfamarkaði eftir vanhugsaðar skattalækkningar og erfiðleikar í Credit Suisse bankanum eru merki um brot-hætta fjármálamarkaði. Ekki er ólíklegt að fleiri uppákomur verði á fjármálamörkuðum í vetur.

Á Íslandi hefur eftirspurn verið mikil, atvinna vaxið hratt og verðbólguþrýstingur aukið innlenda verðbólgu eins og reyndar einnig í mörgum stóru hagkerfanna. Lágir vextir og uppsafnaður sparnaður á dögum Covid sem hafa örvað einkaneyslu og fjárfestingu og lækkað atvinnuleysi hratt.

## Hærrir vextir

Vextir seðlabanka í Bandaríkjunum hafa hækkað úr 0,25% í vor í 3,5% í fimm skrefum, síðustu þrjár hækkningar hafa verið 75 punktar. Vextir hafa ekki verið hærrir þar í landi síðan fyrir fjármálakreppuna árið 2008. Verð á skuldabréfum hefur farið lækkandi í Bandaríkjunum, Bretlandi og í Evrópu og hlutabréfamarkaðir eru á niðurlæði. Góðu fréttirnar fyrir fjárfesta eru þær að þegar vextir hætta að hækka, verð á skuldabréfum hættir að lækka, þá munu þeir geta ávaxtað peningalegar eignir sínar á skuldabréfamarkaði þar sem vextir verða hærrir en síðustu árin. En skuldabréfamarkaðir eru ekki enn komnir á þann stað.

Allt frá því að dollarinn varð fordæmynt og leysti af breska pundið af hólmi fyrir um hundrað árum hefur bandaríski seðlabankinn ráðið mestu um vaxtastig í heiminum. Segja má að ákvarðanir hans slái taktinn fyrir aðra seðlabanka. Þegar sá bandaríski hækkar vexti þá standa aðrir seðlabankar frammi fyrir því vali hvort þeir fylgi þeim bandaríska og hækki einnig vexti eða hækki minna og hæggar. Ef þeir velja síðari kostinn og bandarísku vextirnir hækka meira þá veikt gengi gjaldmiðla þeirra gagnvart dollar og innflutningur hækkar í verði sem

eykur melda verðbólgu. Fjármagn flæðir þá inn í dollar sem einnig hefur slæm áhrif á innlent hagkerfi. Aðrir seðlabankar neyðast þá til þess að hækka vexti einnig, fylgja þeim bandaríska.

Hækkandi dollaravextir hafa einnig bein áhrif á þá aðila, bæði ríkissjóði og fyrirtæki um allan heim, sem hafa tekið lán í dollurum á breytilegum vöxtum síðustu árin þegar vextir voru lágir. Nú mun koma í ljós hvar veikleikar í alþjóðlega fjármálakerfinu eru faldir. Þegar dollaravextir voru síðast hækkaðir mikið í lok áttunda áratugarins og byrjun þess níunda varð fjármálakreppa í Suður Ameríku en Mexíkó, Chile og Argentína höfðu tekið mikið af ódýrum dollaralánum árið á undan hjá bandarískum bönkum. Nú getum við beðið og vonað að ekki skapist mikil vandamál af vaxtahækkunum. Það kæmi samt frekar á óvart ef svo yrði ekki. Vextir hafa verið lágir síðustu fjórtán árin, allt frá fjármálakreppunni árið 2008, og skuldir fyrirtækja og ríkissjóða vaxið mikið. Þar ber kannski hæst miklar lántökur nýmarkaðsríkja í dollurum. Hækkun dollars verður þá til þess að höfudstóll þessara lána mældur í mynt viðkomandi landa stökkbreytist og við bætast hærrir dollaravextir.

## Hærra orkuverð

Styrjöldin í Úkraínu hefur valdið hækkun á verði á gasi sem er notað til hitunar og einnig í framleiðslu iðnaði. Orkuskortur getur mögulega orðið slíkur í vetur að skammta þurfi orku til heimila og fyrirtækja. Þegar þetta er skrifað er útilit fyrir að ekki þurfi að skammta orku í Evrópu í vetur nema veturinn verði óvenju harður. Ef hins vegar friður kemst ekki á getur næsti vetur á eftir orðið enn erfiðari. Orkuverð verður engu að síður hátt í vetur sem mun hafa neikvæði áhrif á efnahag Evrópu.

Hækkun orkuverðs hefur margskonar áhrif á efnahag þjóða. Hækkun orkuverðs hefur áhrif á vísitölu neysluverðs og verðbólguáætlunguna, bæði beint vegna kostnaðar við húshitun og óbeint í gegnum vöruverð vegna áhrifa á framleiðslukostnað. Hún felur einnig í sér framboðsáfall sem veldur samdrætti í framboði á vörum og þjónustu. Þetta veldur einnig hækkun verðbólgu. Hærra orkuverð kallar þá á vaxtahækkunar sem minnkar eftirspurn, eykur slaka í hagkerfinu og kemur í veg fyrir spirall hækkunar verðlags og launa sem erfið gæti reynst að ráða. En slíkur spirall myndi kalla á enn hærrir vexti og atvinnuleysi í framtíðinni.

Hærra orkuverð veldur því einnig að lífskjör versna og fleiri heimili eiga í erfiðleikum með að ná endum saman. Það er þetta sem gengur undir nafninu „cost-of-living crisis“ í Bretlandi. Þessi krísa hefur það í för með sér að erfið er að hækka vexti nægilega til þess að ná innlendri verðbólgu niður, þ.e.a.s. þeirri verðbólgu sem hefur orðið til innanlands og stafar ekki beint af hækkun orkuverðs, vegna þess að vaxtahækkunar hækka vaxtabyrði húsnæðislána sem valda enn meiri kostnaðarhækkunum fyrir heimili með meðfylgjandi óróa í stjórnámálum.

## Aukin óvissa og hættuástand í Evrópu

Nú á haustmánuðum er hætta á að styrjöldin í Úkraínu breiðist út. Gasleiðslur í Eyrstrasalti hafa verið skemmdar og bæði Noregur og Bretland hafa aukið viðbúnað sinn til þess að verja neðansjárleiðslur og kapla. Slíkt ástand eykur óvissu í efnahagslífinu og er líklegt til þess að hamlar fjárfestingu og auka sparnað heimila sem minnkar eftirspurn og dýpkar samdrátt í Evrópu.

## Innlend hagstjórn

Landið okkar stendur betur en Evrópuríkin vegna innleðrar orkuframleiðslu. Sem neytendur (en ekki Landsvirkjun!) njótum við þess nú að vera ekki tengd við orkukerfi Evrópu. Bæði rafmagn og hiti kosta lítið í samanburði við það sem evrópsk heimila þurfa að greiða fyrir orkuna. En hátt orkuverð í Evrópu skerðir engu að síður lífskjör hér á landi í gegnum hærra verð á innflutningi.

Innanlands er eftirspurn mikil og spennan á vinnumarkaði getur haft í för með sér ófrið í vetur. Framleiðsla er meiri en framleiðslugeta hagkerfisins. Framleiðsla er þannig yfir þeirri framleiðslu sem gefur stöðugt verðlag. Verðbólga er nú 9,3% og stafar ekki einungis af hækkun fasteignaverðs heldur einnig af því að verð á innlendri framleiðslu, t.d. þjónustu, hefur hækkað hratt. Þannig hefur verð á almennri þjónustu hækkað um 6,6% síðustu 12 mánuði og verðbólga án húsnæðis er 7,0%. Verðbólguvæntingar á skuldabréfamarkaði er vel yfir verðbólgu-markmiði eða 4,24%.

Úkraínustríðið hefur hingað til bætt viðskiptakjör Ísland, útflutningur hækkað meira í verði en innflutningur. Þetta stafar af því að verð á útfluttum sjávarafurðum, einkum til Bretlands, hefur hækkað mikið vegna viðskiptabanns á Rússland. Hækkun

á innflutningsverði hefur hins vegar rýrt lífskjör almennings. Þannig verður styrjöldin til þess að flytja tekjur frá neytendum til fyrirtækja í sjávarútvegi. Gengisáhrif vega aftur á móti þessum áhrifum ef og þegar gjaldeyristekjurnar koma inn í landið og hækka gengi krónunnar sem vegur þá á móti verðhækkunum á innflutningi.

Hér á landi sem annars staðar hafa vextir hækkað síðustu mánuði. Síðan þeir náðu lágmarki í lok árs 2020 hafa þeir hækkað um 5 prósentustig og merki eru um að þessi vaxtahækkun ásamt öðrum aðgerðum Seðlabankans hafi náð að slá á þenslu á húsnæðismarkaði og mögulegt er að innlend verðbólga hafi nú náð hámarki.

Það er við þessi skilyrði mikillar óvissu sem peningastefnunefnd Seðlabankans ákvað að stíga varlega til jarðar og hækka vexti um 25 punkta í þessari viku. Sú stefna var tekin fyrir á árinu þegar verðbólga fór ört vaxandi að taka stærri skref í upphafi vaxtahækkunarferlisins til þess að slá sem fyrst á innlenda eftirspurn og

verðbólguþrýsting í stað að taka mörg smærri skref yfir lengri tíma.

Að lokum þetta. Mikilvægt er að koma á ódýru innlendu greiðslukerfi sem ekki er unnt að rjúfa með því að skemma þá neðansjávarstrengi og kapla sem fjarskipti okkar við umheiminn fara um. Það var bent á það fyrir rúmum þremur árum að greiðslukerfið hér á landi væri berskjaldað fyrir því að þessir strengir væru eyðilagðir. Nú hefur styrjöld brotit út og gasleiður í Eyrstrasalti verið sprengdar. Bretland og Noregur hafa gripið til aðgerða til þess að vernda neðansjávarstrengi og leiðslur. Það er illskiljanlegt af hverju eftir þrjú ár hefur ekki tekist að koma á innlendri greiðslumiðlun eins og þeirri sem var til í fjármálakreppunni árið 2008 og skipti sköpum þegar viðskipti við erlenda banka stöðvuðust. Á stríðstímum verður að hafa hraðann á. **V**

*Þær skoðanir sem koma fram í þessari grein eru höfundar og endurspeglar ekki skoðanir annarra nefndarmanna í peningastefnunefnd.*

framb. af bls. 2

Ög spillingin á Sri Lanka var litlu meiri en á Indlandi og miklu minni en í Bangladess og Pakistan eins og fram kemur á mynd 4. Myndin sýnir spillingarvísitölu Transparency International sem ætti kannski heldur að heita gegnsæisvísitala og nær frá 0 í gerspilltum löndum upp í 100 í löndum þar sem engar spillingar sem orð er á gerandi verður vart.

Það flækir málið að hrun gerir ekki alltaf boð á undan sér eins og það gerði þó á Íslandi 2006-2008. Hitt er algengara að allt virðist vera með felldu þar til hrúnið skellur á. Það stafar af því að mikil umsvif knúin áfram af skuldaförnun erlendis blinda mönnum svo sýn að þeim virðist allt leika í lyndi þar til skyndilega reynist ekki vera til laust fé heima fyrir í erlendum gjaldeyri til að standa skil á skuldum. Einmitt þannig lýsti Ernest Hemingway gjaldþroti í einni bók sinni: Það gerist fyrst hægt og rólega og síðan gerist það skyndilega.

Velgengi í efnahagsmálum villir oft á sér heimildir. Menn halda áfram að safna skuldum til að reyna að halda andlitinu þangað til þeir geta ekki lengur staðið í skilum. Þetta á ýmist við um stjórnvöld eða einkageirann nema hvort tveggja sé. Einmitt þetta gerðist á Sri Lanka 2021 líkt og á Íslandi 2006-2008. Sri Lanka er nú í gergæzlu á vegum AGS líkt og Ísland var 2008-2011. Íslandi tókst að rífa sig upp úr öldudalnum og það mun Sri Lanka einnig takast. Yfirleitt tekur afturbattinn,

þ.e. endurheimt fyrri stöðu, átta til níu ár líkt og gerðist á Íslandi.

Vergar skuldir ríkissjóðs Sri Lanka í árslok 2021 námu 109% af landsframleiðslu og stefna hærra. Til samanburðar námu vergar skuldir ríkissjóðs Íslands 110% af landsframleiðslu í lok hrunársins 2008, fóru hæst í 138% í árslok 2011 og námu 75% í árslok 2021 (heimild: AGS). Ríkissjóður Íslands komst ekki í þrot í hruninu, AGS og Norðurlönd sáu til þess. Sri Lanka samdi nýlega við AGS um lán og ráðstafanir til að geta staðið skil á skuldum ríkisins. Lágir og stundum engir vextir síðustu ár hafa gert íslenska ríkinu kleift að velja skuldum sínum á undan sér við litlum sem engum eða jafnvel minni en engum tilkostnaði. Lágir sem engir vextir dugðu Sri Lanka þó ekki til að komast hjá kreppu.

Reynslan hefur kennt mönnum að vergar skuldir skipti jafnan meira máli en hreinar skuldir þar eð eignarnar sem menn kaupa sér með lánsfé geta reynzt ótryggar eins og raunin varð á Íslandi í hruninu. Sama á við um einkaskuldir sem riðu baggamuninn í hruninu á Íslandi en ekki á Sri Lanka því þar var það ríkið sem reisti sér hurðarás um öxl.

Efnahagshrun er ævinlega dauðans alvara. Löndin rísa að vísu alltaf upp aftur að átta til níu árum liðnum, stundum fyrir, stundum síðar, en eftir situr óbættur skaði þeirra sem misstu mikils, stundum vinnuna, stundum heimili sín, stundum allt. **V**

## Aðrir sálmar

### Er Credit Suisse næstur?

„Greiðsluföll eru á leiðinni“ og „Credit Suisse er næstur“ eru fullyrðingar sem finna má á umræðuvefum internetsins. Þótt slíkar fullyrðingar geta seint talist til áreiðanlegra heimilda, endurspeglar þær áhyggjur sem dvelja yfir fjármálamörkuðum um þessar mundir. Síðastliðinn föstudag urðu verðhækkningar á skuldtryggingum gefnar út af svissneska bankanum Credit Suisse, en slíkt bendir til að fjárfestar séu áhyggjufullir um fjárhagsstöðu bankans. Einnig hefur breska pundið náð nýjum lægðum eftir vægast sagt undarlegt útspil nýju ríkisstjórnarinnar í skattamálum og í kjölfar þess hefur seðlabanki Bretlands þurft að stíga inn á skuldabréfamarkað til að koma í veg fyrir greiðsluföll lífeyrissjóða þar í landi.

Credit Suisse átti sinn stað meðal fremstu fjármálastofnanna heims sem varla á þó við lengur. Eftir fjölda mistaka í stjórn bankans síðastliðin ár hefur markaðsvirði hans haldið öruggri siglingu niður á við. Nú þegar róður fer að þyngjast með hærri stýrivöxtum verða áhyggjur meiri.

Ástandið í Bretlandi hefur aðeins kynt undir þær áhyggjur. Í kjölfar útspils bresku ríkisstjórnarinnar eru áform um að stýrivextir þar í landi munu þurfa hækka enn meir en var upphaflega lagt til með. Háir stýrivextir hækka m.a. vexti fasteignalána og auka þar með greiðslufallslíkur heimila. Ef greiðslufall verður í hrönnum á slíkum lánum munu önnur verðbréf tryggð með fasteignaveði falla í verði. Seinast þegar slíkt gerðist var það árið 2008 en olli falli bankans Lehman Brothers en stöðu Credit Suisse í dag hefur einmitt verið líkt við ástand þess tíma.

Fjárhagsstaða banka á við Credit Suisse er þó mun sterkari nú en árið 2008 vegna strangara regluverks banka. Nú eru t.d. skuldir Credit Suisse sex sinnum meiri en eigið fé sem telst frekar lágt í sögulegum skilningi en t.a.m. var sama hlutfall Lehmen Brothers yfirleitt um 30 til 60 á móti 1. Á tímum sem þessum er ekki annað hægt en að vona að þetta nýja regluverk dugi til að halda okkur frá öðru bankahruni.

Ritstjóri: Emil Dagsson  
Ábyrgðarmaður: Eyrún Magnúsdóttir  
Útgefandi: Kjarninn miðlar ehf.,  
Fiskislóð 31 B, 101 Reykjavík  
Sími: 551 0708 Netfang: visbending@kjarninn.is  
Prentun: Umslag  
Öll réttindi áskilin.  
© Ritíð má ekki afrita án leyfis útgefanda.

## Peningamálafundur Viðskiptaráðs



Ásgeir Jónsson  
Seðlabankastjóri

24. nóvember 2022

### Faraldur, stríð og slitnar framleiðslukeðjur



Fjórir reiðmenn dómsdags – Plágan, hungursneið, stríð og landvinningar. Á toppi myndarinnar er lambið  
Titill myndar: Four horseman of apocalypse. Höfundur: Viktor Vasnetsov.

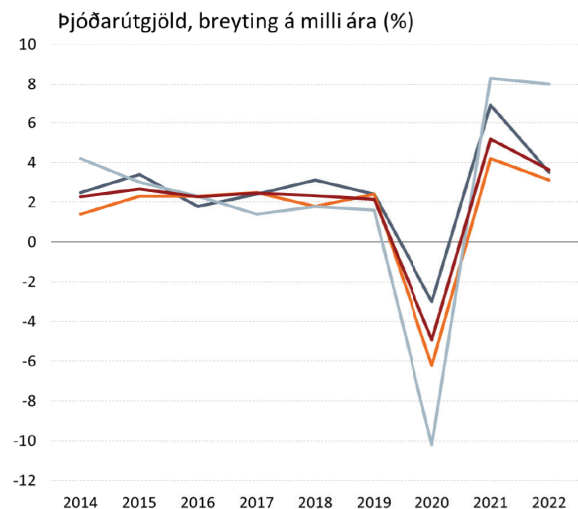
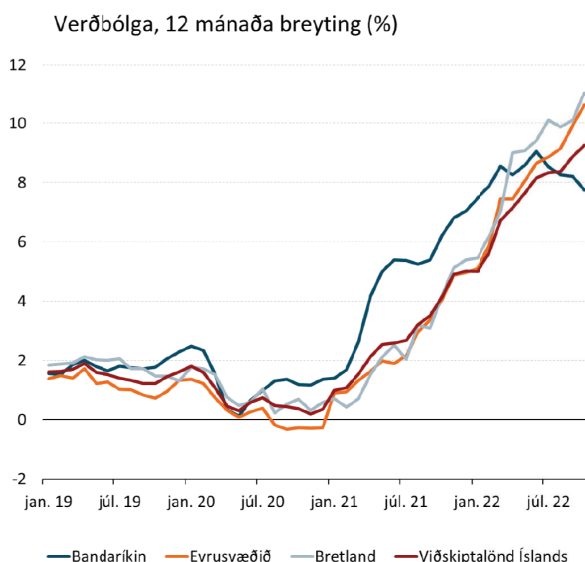


## Aftur heim í hérað –



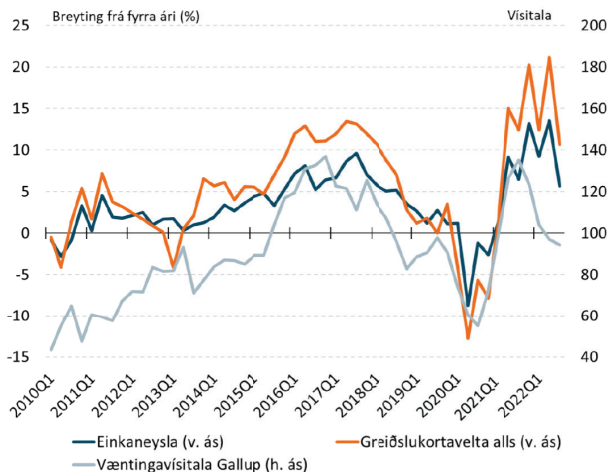
- Alþjóðavæðingin er að snúast við - iðnaður að flytjast aftur heim til vesturlanda.
  - Áhersla á afhendingaröryggi – færa framleiðslukeðjur nær markaðinum.
  - Fyrirtæki reyna að framleiða sjálf, eða í löndum sem liggja landfræðilega nálægt og/eða eru hluti af hinu vestræna þjóðabandalagi.
  - Mikill vinnuafllsskortur á vesturlöndunum – ný störf í iðnaði munu draga úr misskiptingu í tekjum en jafnframt valda verðbólguþrýstingi.
- Brattar hækkanir á stýrivöxtum helsta seðlabanka heimsins hafa leitt til endurmats á áhættu á fjármálamarkaði.

## Framboðið gat ekki haldið í við eftirspurn eftir Covid

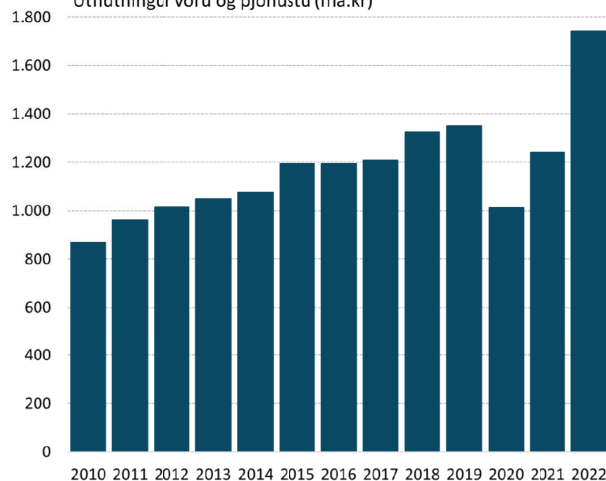


# Hraður efnahagsbati á Íslandi – eftirspurn mjög fljót að taka við sér

Einkaneysla og vísbandingar

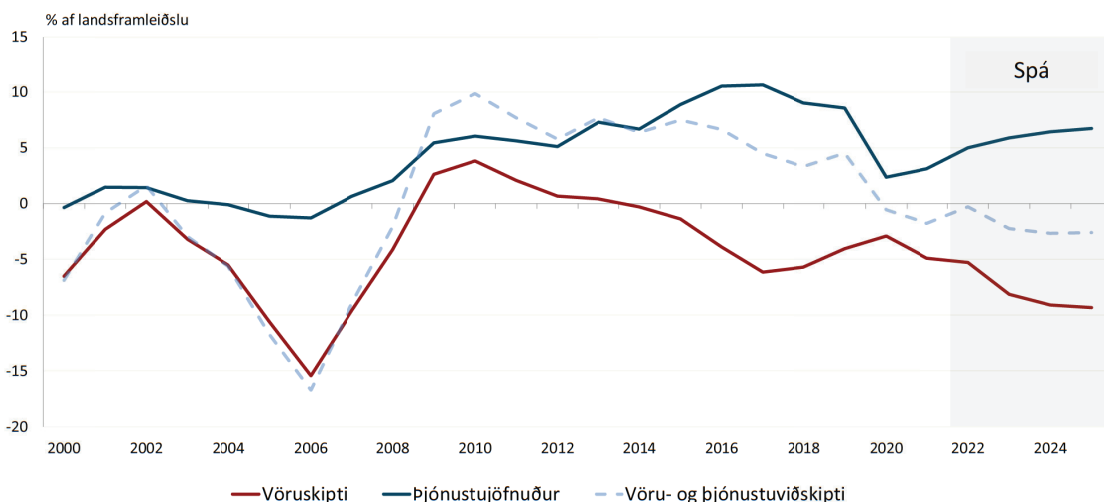


Útflutningur vöru og þjónustu (ma.kr)



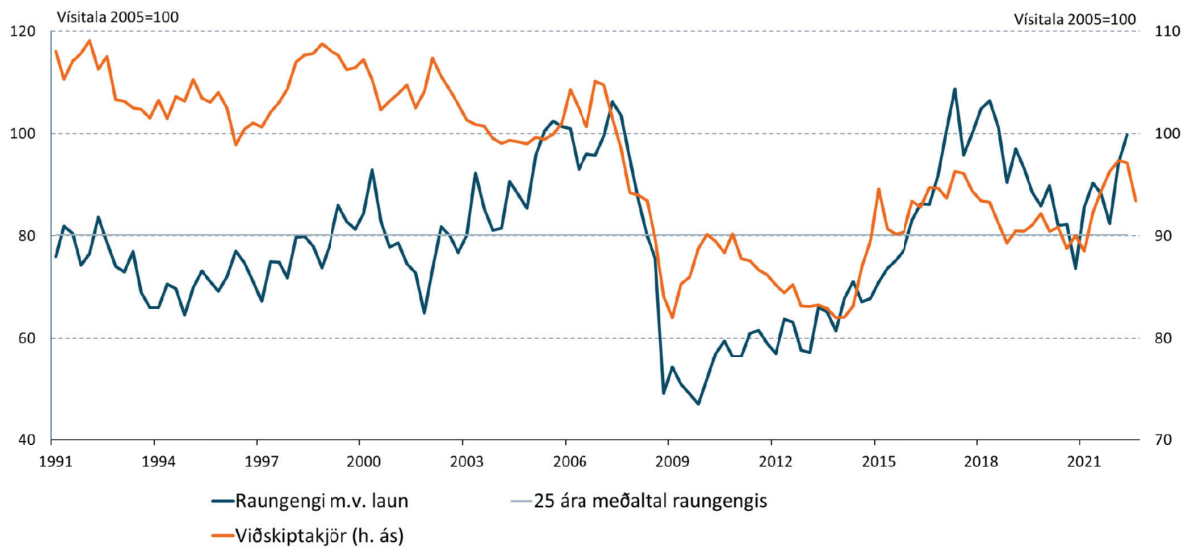
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

# Útflutningstekjur hafa ekki haldið í við innflutning

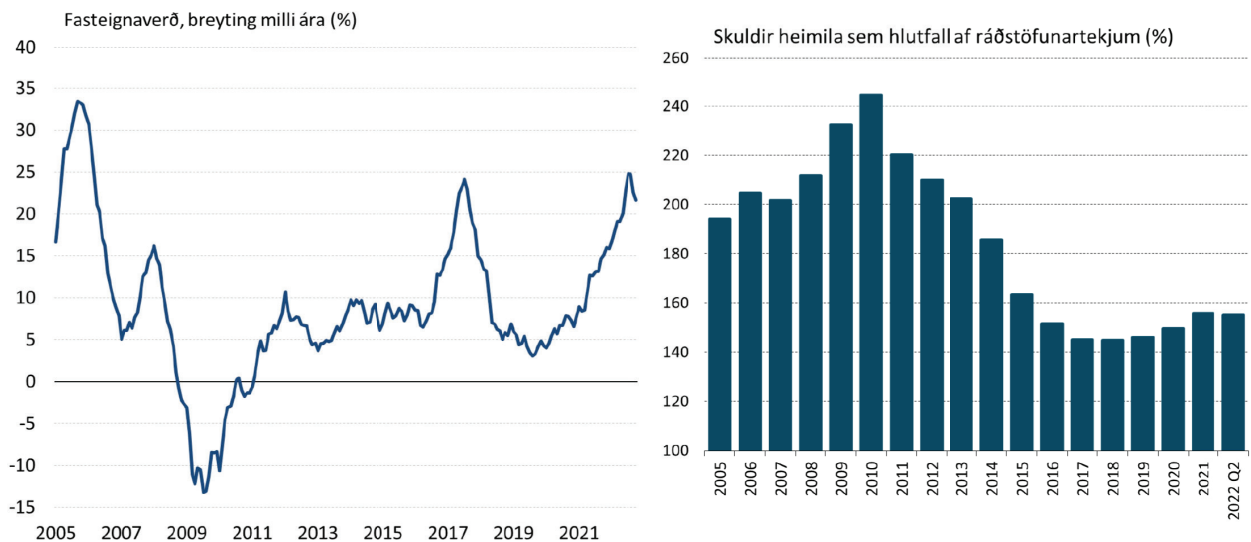


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Raugengi launa hefur líka hækkað verulega

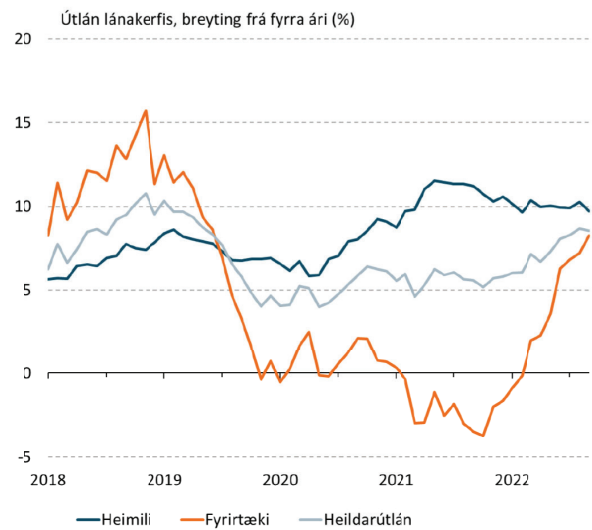
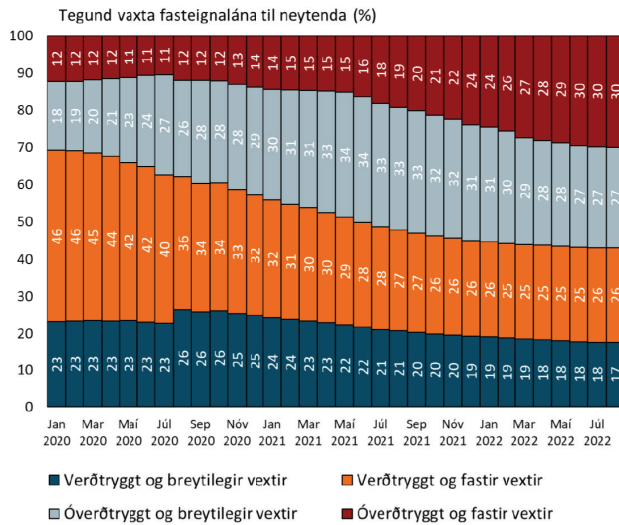


## Hækkun fasteignaverðs – en án lánabólu

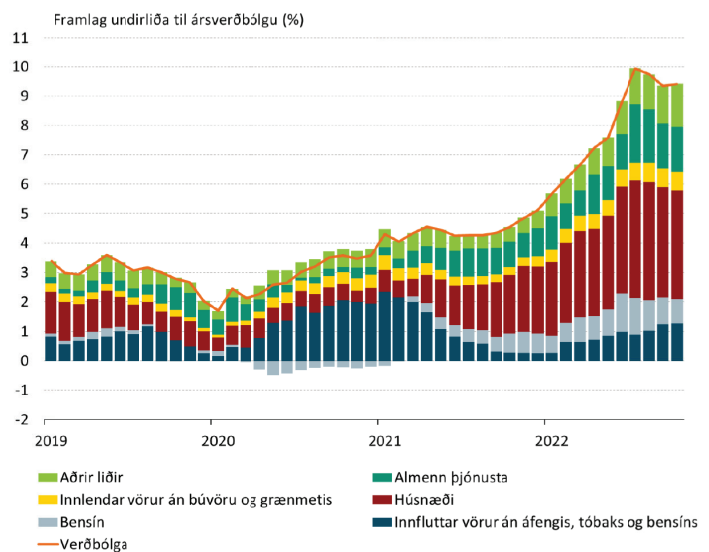
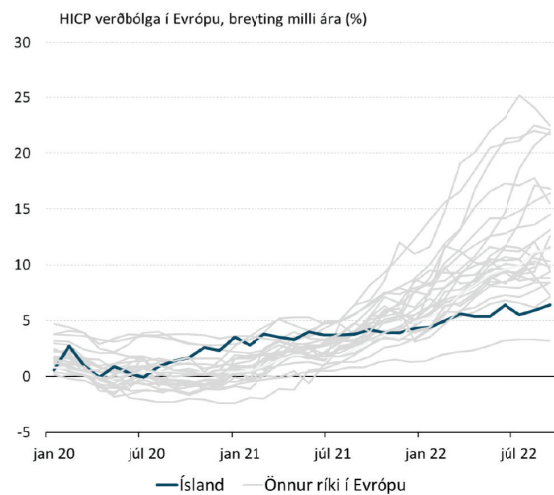


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

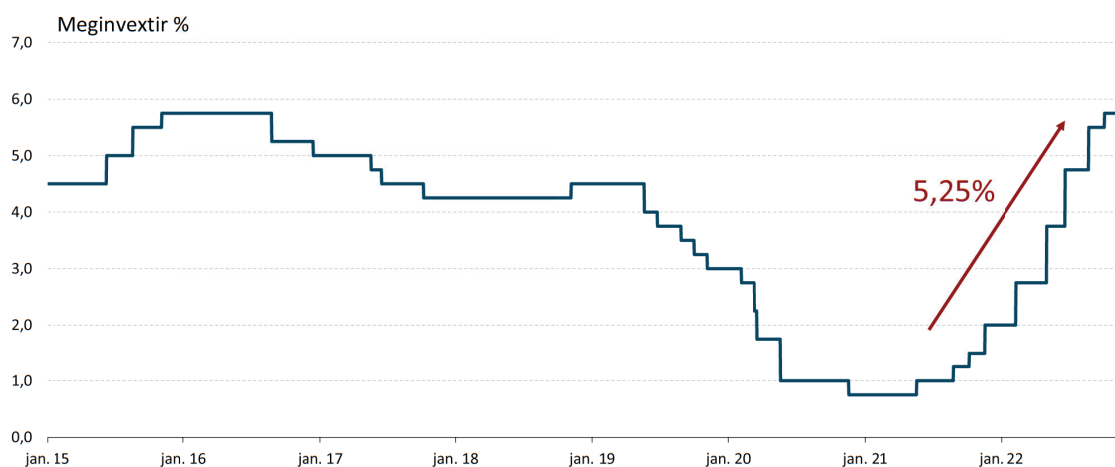
## Nýtt húsnæðislánakerfið byggt á nafnvöxtum hefur bætt miðlun peningastefnunnar



## Verðbólga án húsnæðisverðs næstlægst á Íslandi

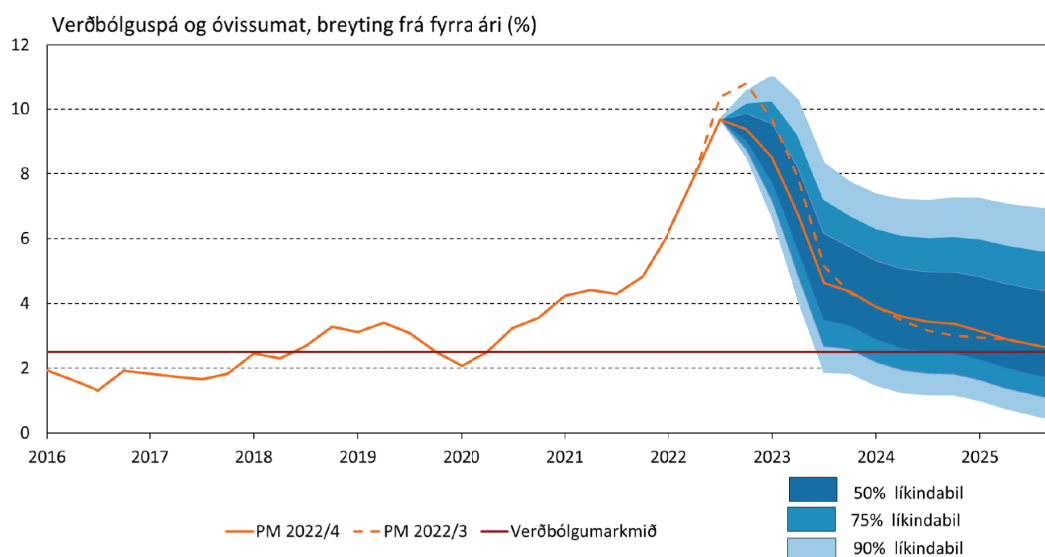


## Seðlabankinn eykur aðhaldið



Heimildir: Hagstéfa Íslands, Seðlabanki Íslands.

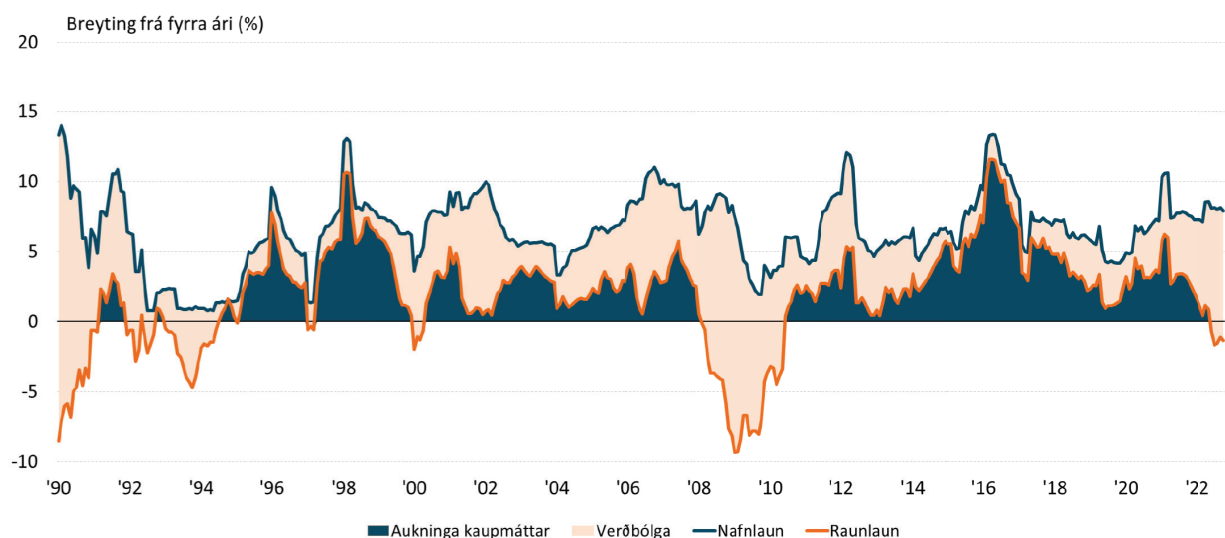
## Við ætlum okkur að ná verðbólgu aftur í markmið



## Hvað er framundan

- Útlit er fyrir samdrátt á næsta ári – beggja vegna Atlantshafsins. Orkuöflun Evrópu er öll í óvissu – öll álfan treystir á gas frá Síberíu.
- Ísland mun verða fyrir neikvæðum áhrifum – það er erfitt að sjá fyrir sér mikla lífskjarasókn á næsta ári ef helstu viðskiptalönd okkar fara í kreppu.
- Mjög mikilvægt að halda ytra jöfnuði landsins í jafnvægi – það er óráðlegt að fara inn í óvissutíma með mikinn viðskiptahalla. Við þurfum að hemja innlenda eftirspurn.
- Lengra fram litið – eru breytingar í alþjóðaviðskiptum að gagnast Íslandi. Og örugg græn orka er gulls ígildi.

## Hækkun nafnlauna leiðir ekki alltaf til hækkun kaupmáttar



## Samvinna nauðsynleg til að tryggja líf skjör

Íslenska þjóðin þarf

- Litla verðbólgu
- Hagstæða vexti
- Stöðugan gjaldeyrismarkað
- Stöðugan húsnæðismarkað
- Stöðugan og traustan fjármálamarkað

Seðlabankinn hefur bæði vilja og getu til þess að tryggja þessi almannagæði en allir verða að spila með

Takk fyrir

## Um vaxtaákvörðun 23. nóvember



Gylfi Zoega  
hagfræðiprófessor við HÍ

**P**eningastefnunefnd Seðlabankans hækkaði vexti í síðustu viku um 0,25 prósentur, úr 5,75% í 6%. Eftir þessa hækkun hafa meginvextir bankans hækkað um 5,25% frá miðju ári 2021 þegar núverandi vaxtahækkunarferli hófst. Vextir eru nú 25 punktum hærrí en þeir voru á toppi uppsveiflunnar árin 2015-2016.

### Ástæður vaxtahækkunar

Peningastefnunefnd ákvað að hækka vexti vegna mikillar og vaxandi innlendar eftirspurnar sem hefur m.a. komið fram í spennu á vinnumarkaði, ört hækkanði fasteignaverði og halla á viðskiptum við útlönd. Vaxtahækkunum er ætlað að slá á þennan vöxt eftirspurnar til þess að bankinn nái verðbólguþolmarkmiði sínu til meðallangs tíma.

Orsakir mikillar innlendar eftirspurnar eru nokkrar. Sparnaðarhlutfall heimila hefur lækkað (þótt þau séu enn að spara) og aukið einkaneyslu til muna. Þannig er greiðslukortavelta að vaxa um það bil 11% á ársgrundvelli og einkaneyslan um 11,5% á fyrsta ársfjórðungi Fjármunamyndun atvinnuvega fer einnig ört vaxandi, um 15% á ársgrundvelli. Við þetta bætist að ferðþjónusta er ört að taka við sér. Fjöldi gistinguþrú er búinn að ná sama stigi og fyrir COVID farsóttina og erlendum ferðamönnum fer ört fjölgandi. Viðskiptakjör hafa batnað vegna þess að verð á útlutningi hefur hækkað meira en verð á innflutningi.

Spenna á vinnumarkaði hefur aukist og mörg fyrirtæki skortir starfsfólk. Atvinnuleysi er um 4% og fjöldi vinnustunda hefur aldrei verið meiri. Mikill fjöldi erlendra ríkisborgara hefur flutt til landsins á þessu ári sem er enn eitt merkið um kröftuga innlenda uppsveiflu.

Verðbólga hefur farið ört vaxandi frá lokum árs 2021. Hún mælist nú 9,3% en 7,1% án húsnæðis, sjá mynd 1. Verðbólga á alla mælikvarða er langt yfir verðbólguþolmarkmiði sem er 2,5%. Verðbólgan er að hluta innflutt í gegnum hærri innflutningsverð

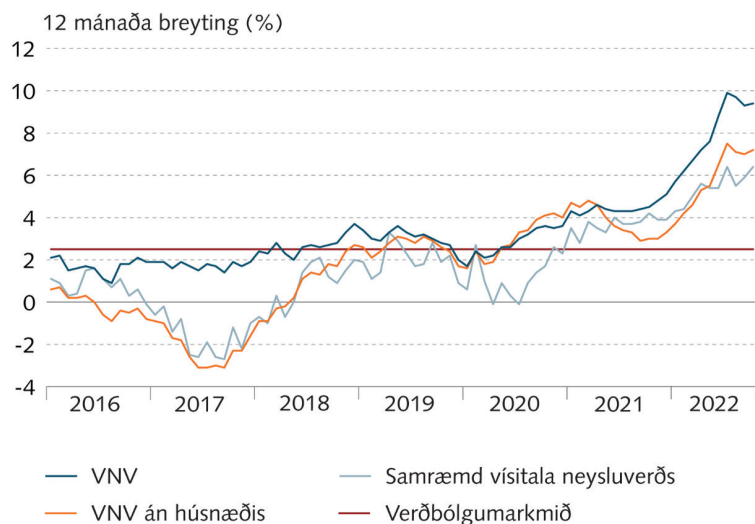


Ljósmynd: Birgir Þór Harðarson.

### Mynd 1 Verðbólga á ársfjórðungi fram í október 2022

#### Verðbólga á ýmsa mælikvarða

Janúar 2016 - október 2022



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

- Gylfi Zoega útskýrir ástæður sem liggja að baki seinustu stýrivaxtahækkunar
- Umræðan hefur um margt verði á villigötum og gott er að hafa nokkur atriði í huga
- Ásta Dís Óladóttir fer yfir þau tækifæri sem felast í starfsþjálfun
- Hvaða efnahagslegu áhrif fylgja mannfjölda-fækkun nýja manntalsins?



## Í verðbólgu felst skattheimta á þá sem eiga peningalegar eignir... Munið að langstærsti fjármagnseigandi landsins eru launþegar sem eiga lífeyrissjóðina sem nú hafa eignir upp á tæplega 6000 milljarða

á neysluvörum og aðföngum en innlendir þættir hafa einnig hækkað í verði. Hún er tekin að breiða úr sér, ná yfir sífellt fleiri liði neysluverðsvísitölunnar. Fasteignir hafa hækkað um tæp 22% og laun um 8% síðustu 12 mánuði. Verðbólguvæntingar eru yfir markmiði.

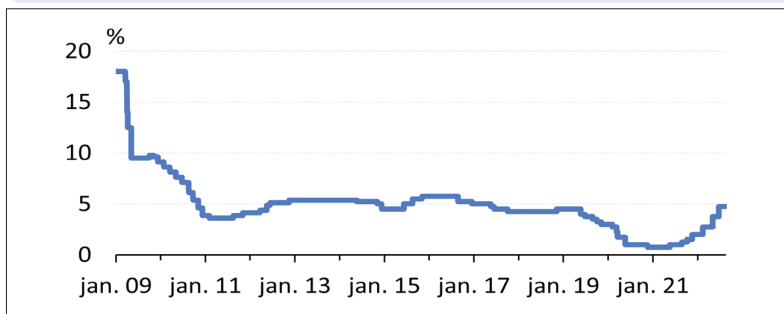
Mikill vöxtur innlestrar eftirspurnar hefur aukið innflutning á vörum og þjónustu og er nú svo komið að afgangur á þjónustujöfnuði nær ekki að greiða fyrir halla á vöruskiptajöfnuði, það er halli á viðskiptum við útlönd. Þessi halli hefur valdið gengislækkun krónunnar síðan í sumar. Þar fer saman viðskiptahalli og erfiðari fjármögnun hans á alþjóðlegum fjármálamörkuðum vegna vaxtahækkana Bandaríkjanna og samdráttar peningamagns.

Mynd 2 sýnir meginvexti Seðlabankans frá byrjun árs 2009 til ágústloka 2022. Ljóst er af myndinni að vextir eru ekki fjarri meðallagi síðustu ára þótt verðbólga sé mun meiri. Peningastefnan og stefna í ríkisfjármálum vinna um þessar mundir saman að því að hægja á aukningu eftirspurnar. Halli á rekstri ríkissjóðs fer minnkandi ár frá ári. Hann var yfir 8% af VLF árið 2020 og verður innan við 4% á þessu ári.

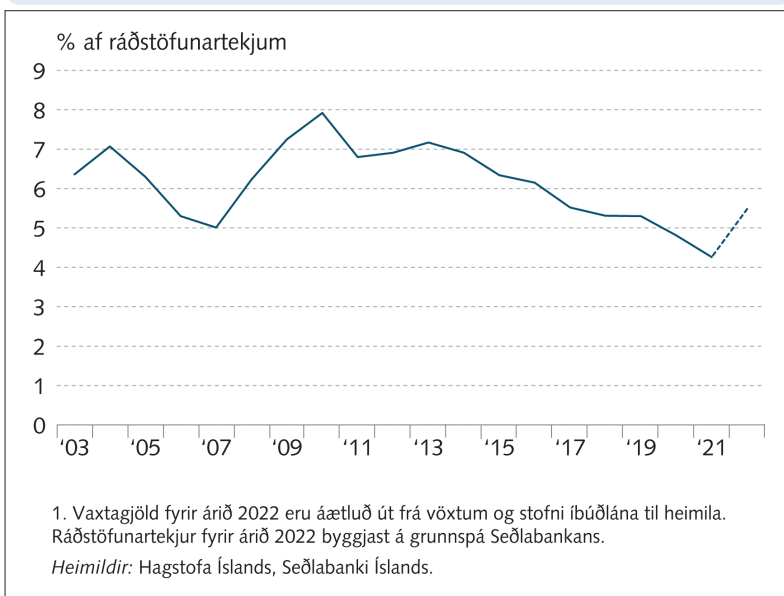
### Áhrif vaxtahækkunar á verðbólgu

Hærrí vextir hafa áhrif á verðbólgu með því að hægja á innlendri eftirspurn. Áhrifin koma m.a. í gegnum vaxtafarveg peningastefnunnar og gengisfarveg hennar. Vaxtahækkunirnar, ásamt reglum um hámarks greiðslubyrði, eru þegar byrjaðar að slá á hækkun fasteignaverðs sem mun smám saman draga úr umfangi byggingaframskæmda. Minni framkvæmdir verða þá til þess að minnka innlenda eftirspurn. En

Mynd 2 Meginvextir Seðlabanka Íslands, 1. jan. 2009–19. ágúst 2022



Mynd 3 Vaxtagjöld heimila vegna íbúðalána 2003–2022<sup>1</sup>



læggra fasteignaverð getur einnig orðið til þess að einkaneysla vaxi hægar þegar heimili fara varlegar vegna þess að verð á húsnæði hefur lækkað, allavega hækkað minna en annað verðlag og laun. Þetta er hluti af vaxtafarvegi peningastefnunnar.

Gengisfarvegurinn er ekki síður mikilvægur. Vegna erfiðra alþjóðlegra fjármálamárkada hafa þeir reynst innlendum fjármálastofnunum erfiðara en áður að afla lánsfjár sem er nauðsynlegt til þess að fjármagna viðskiptahallann. Afleiðing hallans verður þá lækkun á gengi krónunnar sem síðan hækkar verð á innflutningi og eykur innlenda verðbólgu. Þegar vaxtahækkunir slá á innlenda eftirspurn og minnka innflutning þá verður það til þess að gengi krónunnar lækkar minna eða hækkar sem hjálpar til við að ná innlendri verðbólgu niður. Einnig hafa hærrí innlendir vextir í för með sér að innlendir aðilar hafa minni hvata til þess að flytja fjármagn út landi sem sömuleiðis styrkir krónuna. Hærrí gengi krónunnar

verður svo til þess að við kaupum meira erlent, ferðumst oftar til útlanda, sem minnkar innlenda eftirspurn en á móti vegur aukinn viðskiptahalli.

### Um opinbera umræðu um vaxtahækkun

Því hefur verið haldið fram að 25 punkta hækkun vaxta hafi ekki átt rétt á sér vegna þess að með hún hafi komið kjarasamningum í uppnám. Sumir aðilar vinnumarkaðar hafa einnig sagt að laun þurfi að hækka til þess að bæta launþegum upp minni kaupmátt vegna aukinnar greiðslubyrði lána. Umræðan hefur um margt verið á villigötum. Gott er að hafa eftirfarandi í huga:

Það er verkefni peningastefnunnar að sjá til þess að peningar haldi verðgildi sínu, að verðlag sé stöðugt. Þetta er gert til þess að peningar, í okkar tilfelli krónan, geti betur gengt hlutverki sínu í viðskiptum

framh. á bls. 4

vegum deildarinnar í nánú samstarfi við Tengslatorg Háskóla Íslands, en markmiðið er að þjálfa nemendur í að vinna störf undir handleiðslu sérfræðinga í atvinnulífinu. Verkefni tengjast þeim námsgreinum sem kenndar eru, s.s. fjármál, markaðsmál, reikningshald og stjórnun, og skulu reyna á þá þekkingu og færni sem nemandi hefur aflað sér.

*framb. af bls. 2*

sem mælikvarði á verðmæti og að hún haldi verðgildi sínu yfir tíma þannig að þeir sem eiga krónur verði ekki fyrir tjóni.

Í verðbólgu felst skattheimta á þá sem eiga peningalegar eignir og jafnframt skuldaminnkun fyrir þá sem skulda ef vextir eru lægri en verðbólgan. Gefum okkur að vextir séu 4% – eins og nú er hægt að fá á nokkrum sparnaðarreikningum – en verðbólga 9%. Þá tapast 5% af raunvirði sparnaðar á ári. Einnhver sem á 10 milljónir í banka tapar þá sem nemur 500 þúsundum á ári. Sá sem skuldar 10 milljónir hagnast hins vegar um 500 þúsund á ári. Slíkt ástand er óæskilegt svo vægt sé til orða tekið. Munið að langstærsti fjármagnseigandi landsins eru launþegar sem eiga lífeyrisjóðina sem nú hafa eignir upp á tæplega 6000 milljarða.

Verðbólga felur ekki einungis í sér tilfærslu á verðmætum. Með því að brenna upp sparnaði dregur hún úr nýjum sparnaði og eykur eftirspurn eftir fasteignum. Með því að brenna upp lánin verður hún einnig til þess að fleiri taka lán og kaupa vörur og eignir, eftirspurn eykst.

Hættan við verðbólguna er sú að hún brenglar verðskyn og vindur smám saman upp á sig. Aðilar vinnumarkaðs fara að búaast við verðbólgu og semja um launahækkanir til þess að bæta upp verðbólgu framtíðarinnar sem síðan kallar á enn meiri launahækkanir sem eykur verðbólgu enn frekar.

Það er rétt að kjarasamningar hafa áhrif á verðbólgu. Ef samið er um hóflegar launahækkanir þá verður verðbólga minni og vextir þar af leiðandi einnig. En vextir eru ákvarðaðir af Seðlabankanum samkvæmt lögum til þess að tryggja verðstöðugleika til meðallangs tíma og eru ekki samningsatriði á vinnumarkaði. Í slíku fælist lögprot.

Það er því mikilvægt að innlendra eftirspurn verði ekki leyft að vaxa svo mikið að það ógni verðstöðugleika. Mikil verðbólga í viðskiptalöndum gerir þetta verkefni erfiðara en er ekki afsökun fyrir því að hafa ekki stjórn á eigin málum.

Viðskiptafræðideild er nú í samstarfi við yfir 50 félagasamtök, fyrirtæki, ráðuneyti og stofnanir og á hverju misseri bætast nýir aðilar í hópinn. Fjöldmargir nemendur hafa fengið störf að þjálfun lokinni á draumavinnustöðunum og stjórnendur hafa fundi „gullmola“ meðal nemenda eins og einn stjórnandi orðaði það. Því er til mikils að vinna. **V**

## Um fjölskyldur og spákaupmennsku

Það skal tekið undir það hér að það er mjög óæskilegt að verð á húsnæði og vaxtakjör sveiflist jafn mikið og raun ber vitni síðustu þrjú árin vegna þess að sveiflurnar gera afkomu fjölskyldna, einkum þeirra sem eru ungar, óvissar. Það er auðvitað slæmt að ungt fólk sem er að hefja búskap og flytja úr foreldrahúsum viti ekki hvenær það eigi að kaupa húsnæði og geti gert mistök sem síðan ekki bara geri erfiðara að ná endum saman heldur einnig geti valdið því að lífsgæði versni, lífið verði ekki eins ánægjulegt og það gæti verið. En sveiflur vaxta, húsnæðisverð og gengis eru fylgifiskar mikillar verðbólgu og því mikilvægt að hún sé stöðug og nærri markmiði.

Í þessu sambandi verður samt að benda á að hlutfall vaxtagjalda heimila af ráðstöfunartekjum eru ekki há í sögulegum samanburði eins og sést á mynd 3. Einnig verður að benda á að margir sem keyptu fasteign á árunum 2020 og 2021 þegar vextir voru hvað lægstir tóku lán með föstum vöxtum til þriggja ára. Frá sjónarhóli bókhalds heimilisins væri því mikilvægt að ná verðbólgu og vöxtum niður áður en fjölskyldur þurfa að endurfjármagna þessi lán.

Reynsla síðustu þriggja ára sannar að peningastefnan er mjög áhrifarík. Hún getur varið hagkerfið fyrir áföllum og síðan dregið úr spennu á vinnumarkað og fasteignamarkaði eins og nú er að gerast. En afleiðingar hennar fyrir heimili sem ekki hafa borð fyrir báru geta verið slæmar, sérstaklega ef þau fá ekki góða fjármálaráðgjöf. Það er því mikilvægt að tryggja sem flestum ódýrt húsnæði og ungu fólki höfuðstól eins og ég fjallaði um í síðustu grein minni í Vísbendingu.

Við getum sem þjóðfélag skilgreint það sem mannréttindi að hafa þak yfir höfuðið alveg eins og við skilgreinum það sem mannréttindi að fá heilbrigðisþjónustu eða skóla fyrir börnin. Þetta er viðfangsefni stjórn mála. **V**

*Þær skoðanir sem koma fram í þessari grein eru höfundar og þurfa ekki að endurspegla skoðanir annarra nefndarmanna í peningastefnunefnd.*

## Aðrir sálmar

### Efnahagsleg áhrif pennastríks

Nýverið vaknaði íslenska þjóðin upp við það að við værum orðin þó nokkuð færri en við höldum. Samkvæmt nýjasta manntali Hagstofunnar fyrir árið 2021 voru Íslendingar um 10.000 manns færri en hafði verið áætlað áður skv. Þjóðskrá.

Slíkt skyndilegt pennastrík getur haft ýmis áhrif á íslenskan þjóðarþúskap. Þó sumum gæti þótt umtalaður hópur fámennur þá getur skyndileg 3% fækkun heildar mannfjölda landsmanna haft mikil áhrif. T.a.m. hefur það áhrif á spár um eftirspurn t.d. eftir húsnæði og vinnuafli. Húsnæðis- og mannvirkjastofnun hefur sem dæmi með sínum spám metið uppsafnaða eftirspurn eftir húsnæði verulega mikla en það mat hlýtur að þurfa leiðrétta nú.

Þorsteinn Víglundsson, forstjóri Hornsteins, var með þeim fyrstu til að benda á mögulegt misræmi í mannfjölda-spám í skoðanapíslu á Vísi í september. Þar segir hann að lágt atvinnuleysi og erfiðleikar fyrirtækja við að ráða starfsfólk bendi til ofmats á íbúafjölda. Þetta reyndist síðan vera rétt skömmu síðar, en ofmatið reyndist þó minna en Þorsteinn hélt fram. Í pistlinum segir einnig að ofmat á eftirspurn eftir húsnæði geti leitt af sér umframframleiðslu á íbúðarhúsnæði sem svo aftur leiðir af sér djúpa niðursveiflu ef eftirspurn reynist ekki vera til staðar. Verðteygni á íbúðamörkuðum er nefnilega almennt talin meiri en gengur og gerist á öðrum eignamörkuðum, en það þýðir að litlar breytingar á uppsafnaðri eftirspurn getur haft mikil áhrif á verð og þar með hvata byggingaraðila til að byggja nýtt húsnæði. Nákvæmlega hver áhrif ofmatsins eru á húsnæðismarkað er verið um þessar mundir að skoða hjá Hagfræðistofnun Háskóla Íslands og er sú greining væntanleg.

Í grein Gylfa Zoega og Kjartans B. Bragasonar í Vísbendingu þann 5. ágúst síðastliðin voru rakin áhrif fólksfjölda á raungengi og verðbólgu. Þó þau áhrif sem rædd eru þar fylgi ekki beint opinberum íbúaskráningum þá byggja oft spár um væntingar og eftirspurn á þeim. Slíkar spár geta síðan haft áhrif á raungengi og verðbólgu í gegn um væntingar.

Ritstjóri: Emil Dagsson  
 Ábyrgðarmaður: Eyrún Magnúsdóttir  
 Útgefandi: Kjarninn miðlar ehf.,  
 Fiskilóð 31 B, 101 Reykjavík  
 Sími: 551 0708 Netfang: visbending@kjarninn.is  
 Prentun: Umslag  
 Öll réttindi áskilin.  
 © Ritnið má ekki afrita án leyfis útgefanda.



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

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

(12) Seðlabankinn mun í ritum sínum gera grein fyrir því hvernig til hefur tekist við að ná verðból gumarkmiði 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.

