



2022 | 1

# SKÝRSLA

PENINGASTEFNUNEFDAR TIL ALÞINGIS





# SKÝRSLA

PENINGASTEFNUNEFNDAR TIL ALÞINGIS 2022/1

7. júlí 2022

# Ítarefni

## Með þessari skýrslu fylgir eftirfarandi ítarefni

---

Yfirlýsing peningastefnunefndar frá 9. febrúar 2022	10
Yfirlýsing peningastefnunefndar frá 4. maí 2022	11
Yfirlýsing peningastefnunefndar frá 22. júní 2022	12
Fundargerð peningastefnunefndar í febrúar 2022	13
Fundargerð peningastefnunefndar í maí 2022	20
Fundargerð peningastefnunefndar í júní 2022	27
Fréttatilkynning vegna viðskipta Seðlabanka Íslands við mótaðila bankans 14. janúar 2022	32
Erindi varaseðlabankastjóra peningastefnu um seðlabankarafeyri hjá Samtökum fjármálafyrirtækja 21. janúar 2022	33
Endir Covid-kreppunnar. Grein eftir Gylfa Zoëga, ytri nefndarmann í peningastefnunefnd, sem birtist í Vísbendingu 11. febrúar 2022	39
Tími til að sættast. Grein eftir Gylfa Zoëga, ytri nefndarmann í peningastefnunefnd, sem birtist í Vísbendingu 18. mars 2022	43
Erindi varaseðlabankastjóra peningastefnu um stöðu efnahagsmála og óvissu efnahagsþróunar vegna innrásar Rússlands í Úkraínu hjá Samiðn 22. mars 2022	47
Erindi varaseðlabankastjóra peningastefnu um seðlabankarafeyri á málstofu á vegum viðskiptafræðideildar Háskólans í Reykjavík 25. mars 2022	54
Um smáriki og styrjaldir. Grein eftir Gylfa Zoëga, ytri nefndarmann í peningastefnunefnd, sem birtist í Vísbendingu 8. apríl 2022	60
Straumhvörf í hagstjórn. Grein eftir Gylfa Zoëga, ytri nefndarmann í peningastefnunefnd, sem birtist í Vísbendingu 13. maí 2022	65
Verðbólguhorfur hafa versnað og mikilvægt að bregðast ákveðið við. Grein eftir varaseðlabankastjóra peningastefnu sem birtist í Kalkofni Seðlabanka Íslands 10. júní 2022	70
Erindi varaseðlabankastjóra peningastefnu um peningastefnu og efnahagshorfur hjá Lánasjóði sveitarfélaga 29. júní 2022	76
Yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands um verðbólguþrögn, mars 2001	87



# Skýrsla peningastefnunefndar til Alþingis

## 7. júlí 2022

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 einn aukafund og þrjá reglulega fundi, síðast 22. júní 2022. Eftirfarandi skýrsla fjallar um störf nefndarinnar frá janúar til júní 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% verðbólguþolmið miðað við vísitölu neysluverðs í sameiginlegri yfirlýsingu Seðlabankans og ríkisstjórnar frá 27. mars 2001. Peningastefnunefnd tekur samkvæmt lögum 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 yfirlýsingum og fundargerðum peningastefnunefndar, sem fylgja þessari skýrslu, er að finna röksemdir fyrir ákvörðunum nefndarinnar á fyrri hluta ársins 2022.

### Þróunin frá janúar til júní 2022

Peningastefnunefnd ákvað á fundi sínum í febrúar að hækka vexti bankans um 0,75 prósentur en verðbólguhorfur höfðu versnað, efnahagsbatinn var kröftugur og framleiðslulaki talinn vera horfinn. Þegar ný þjóðhagsspá lá fyrir á maifundi nefndarinnar höfðu hagvaxtarhorfur heldur versnað vegna stríðsátakanna

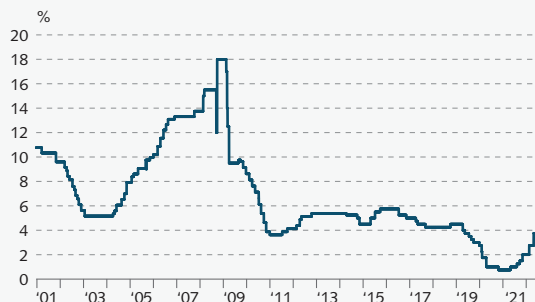
Tafla 1. Vaxtaákvarðanir Seðlabanka Íslands á fyrri árshelmingi 2022 (%)

Dags.	Viðskipta- reikningar	Bundin innlán til 7 daga	Veðlán	Daglán
9. febrúar	2,50	2,75	3,50	4,50
4. maí	3,50	3,75	4,50	5,50
22. júní	4,50	4,75	5,50	6,50

Mynd 1

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

Daglegar tölur 3. janúar 2001 - 30. júní 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.

í Úkraínu en vísbendingar voru orðnar enn skýrari um talsverðan þrótt innlendra umsvifa. Verðbólguhorfur höfðu einnig versnað verulega og verðhækkningar voru á breiðum grunni sem endurspegladist í hraðri aukningu undirliggjandi verðbólgu auk þess sem verðbólguvæntingar höfðu hækkað á alla mælikvarða. Ákvað nefndin því að halda áfram að herða taumhald peningastefnunnar og hækkaði vexti um 1 prósentu. Nefndin ákvað einnig að hækka vexti um 1 prósentu í júní enda sýndu nýjustu vísbendingar þá að þróttur innlendra umsvifa væri kröftugri en áætlað hafði verið í maí og skýrari vísbendingar voru um að spennan væri tekin að myndast í þjóðarbúinu. Þá höfðu verðbólguvæntingar hækkað enn frekar á flesta mælikvarða og voru yfir verðbólguþröngmiði. Meginvextir Seðlabankans voru því 4,75% í lok júní eða 2,75 prósentum hærrí en þegar síðasta skýrsla var send Alþingi í upphafi ársins.<sup>1</sup> Þeir eru nú 2 prósentum hærrí en þeir voru í byrjun febrúar 2020, áður en farsóttin barst til landsins.

Á aukafundi nefndarinnar í janúar voru kynntar tillögur um opnun nýs lausafjárslugga, niðurfellingu sérstakrar tímabundinnar lánaþyrirgreiðslu vegna COVID-19 og um að bundin innlán til sjö daga yrðu gerð innleysanleg gegn innlausnargjaldi. Nefndin lýsti sig sammála þessum breytingum og tók undir með fjármálastöðugleikanefnd að tímabært væri að loka sérstaka tímabundna veðlánarammanum sem komið var á vorið 2020.

Þrátt fyrir að vextir hafi verið hækkaðir um 2,75 prósentur á fyrri hluta ársins jókst taumhald peningastefnunnar, mælt með raunvöxtum Seðlabankans, aðeins lítillega á sama tíma þar sem verðbólga og verðbólguvæntingar hækkuðu hratt á sama tíma. Raunvextir bankans miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs voru -2% í lok júní eða um 0,1 prósentu hærrí en í lok síðasta árs. Á sama tíma lækkuðu raunvextir bankans miðað við tólf mánaða verðbólgu um 0,8 prósentur og voru -3,7% í lok júní.

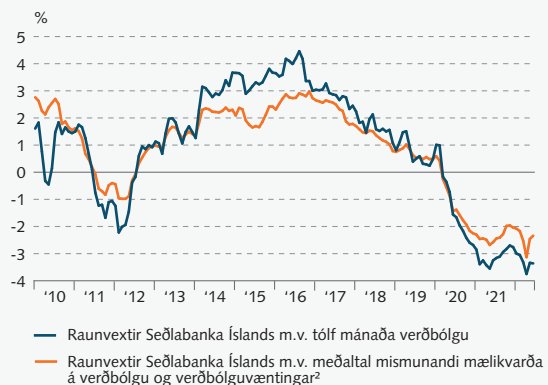
Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hækkaði áfram á árinu. Ávöxtunarkrafa á tíu ára óverðtryggðum ríkisskuldabréfum var 5,4% í lok júní og hefur því hækkað um 1,2 prósentur frá lokum síðasta árs og 1,8 prósentur frá sama tíma í fyrra. Verðtryggðir langtímavextir hafa einnig hækkað á sama tíma en ávöxtunarkrafa á verðtryggðum tíu ára ríkisskuldabréfum var 1% í lok júní eða 0,3 prósentum hærrí en í lok síðasta árs.

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

Mynd 2

Raunvextir Seðlabanka Íslands<sup>1</sup>

Janúar 2010 - júní 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 fjármálmarkaði og spá Seðlabankans um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga. Frá febrúar 2012 er einnig miðað við verðbólguvæntingar markaðsaðila til eins árs samkvæmt ársfjórðungstegi könnun Seðlabankans. Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Ávöxtunarkrafa ríkistryggðra skuldabréfa<sup>1</sup>

2. janúar 2013 - 30. júní 2022



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

Ársvöxtur peningamagns (M3) var á bilinu 11-13% á fyrstu fimm mánuðum ársins og jókst heldur frá síðasta ári. Ársvöxtur útlána til heimila er enn töluverður þótt dregið hafi lítilla úr honum frá miðju síðasta ári en vöxturinn var um 10% á fyrstu fimm mánuðum þessa árs. Vextir á óverðtryggðum húsnæðislánum héldu áfram að hækka á fyrri hluta ársins samhliða vaxtahækkunum Seðlabankans. Vextir verðtryggðra lána lækkuðu á sama tíma í takt við lækkun annarra raunvaxta í upphafi árs enda hefur verðbólga og óvissa um verðbólguhorfur aukist. Eftirspurn eftir verðtryggðum húsnæðislánum hefur heldur aukist samhliða vaxandi verðbólgu og hækkun nafnvaxta. Vextir á útlánum til fyrirtækja hafa hækkað og vaxtaálag á fyrirtækjalán hefur heldur aukist miðað við þá innlánsvexti sem þeim standa til boða. Stofn útlána til fyrirtækja dróst saman allt síðasta ár en hefur aukist á fyrri hluta ársins enda hafa efnahagsumsvif aukist.

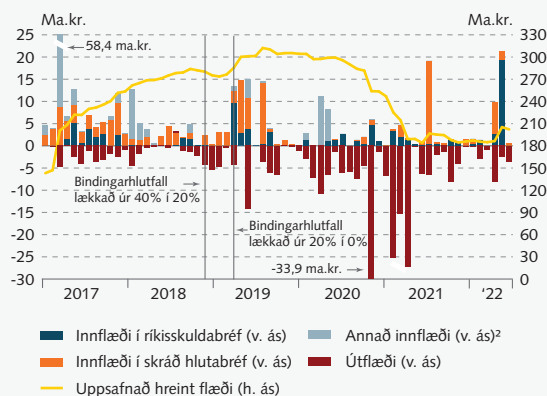
Innstreymi fjármagns vegna nýfjárfestingar var um 33,1 ma.kr. á fyrstu fimm mánuðum ársins og var nánast eingöngu tengt kaupum á skráðum hlutabréfum og ríkisskuldabréfum. Á sama tímabili nam útfærði fjármagns sem áður kom inn sem nýfjárfesting um 18,1 ma.kr. og var að mestu vegna sölu á skráðum hlutabréfum. Hreint innflæði vegna nýfjárfestingar nam því 15 ma.kr. á fyrstu fimm mánuðum ársins samanborið við 9,4 ma.kr. útfærði á seinni hluta ársins 2021.

Gengi krónunnar tók að hækka undir lok síðasta árs allt fram til innrásar Rússa í Úkraínu þegar það lækkaði skarpt á ný. Hækkun á gengi krónunnar fram að innrásinni endurspeglar að hluta aukna bjartsýni vegna slökunar sóttvarnaraðgerða og bjartari horfur í efnahagsmálum. Í kjölfar innrásar Rússa var tímabundinn þrýstingur til lækkunar á gengi krónunnar og Seðlabankinn beitti inngrípum með gjaldeyrissölu í lok febrúar og á fyrstu dögum marsmánaðar. Gengi krónunnar tók að hækka á ný í mars en gagnvart meðaltali gjaldmiðla helstu viðskiptalanda hækkaði það um 5,4% á fyrri hluta ársins og er nú 1% lægra en það var þegar COVID-19-farsóttin barst til landsins í lok febrúar 2020. Á fyrri hluta ársins hefur bankinn keypt gjaldeyri á gjaldeyrismarkaði fyrir 33,9 ma.kr. en selt gjaldeyri fyrir 9,9 ma.kr. en viðskiptin námu um 21% af heildarveltu á markaðnum á tímabilinu.

Verðbólga var áfram mikil á fyrri hluta ársins og horfur versnuðu töluvert frá því í desember. Hún mældist 8,8% í júní en var 5,1% í desember sl. þegar síðasta skýrsla var send Alþingi. Á öðrum ársfjórðungi var verðbólga að meðaltali 7,9% en í maíspá *Peningamála* var spáð að hún yrði 7,5%. Verðbólga án húsnæðis var 6,5% í júní og hefur einnig haldið áfram að aukast

Mynd 4

Fjármagnsflæði vegna skráðrar nýfjárfestingar<sup>1</sup>  
Janúar 2017 - maí 2022



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

Mynd 5

Gengi krónu og gengisflókt

Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 30. júní 2022

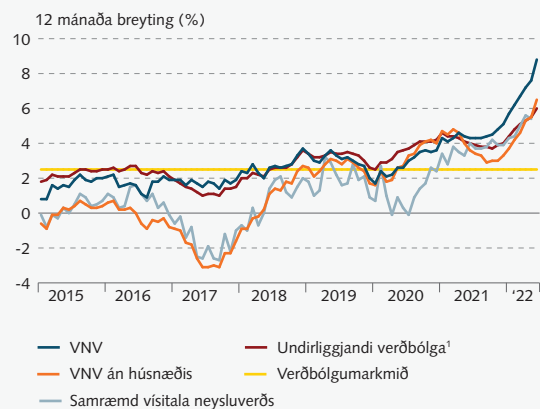


1. Verð erlendrar gjaldmiðla í krónum. Vinstri ás er andhverfur þannig að styrking krónunnar kemur fram sem hækkun ferilsins. 2. Flókt krónu er 3 mánaða staðalfrávik daglegra breytinga.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Verðbólga á ýmsa mælikvarða

Janúar 2015 - júní 2022



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

undanfarna mánuði. Undirliggjandi verðbólga mældist 6% sé miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða samanborið við 4% í desember sl. verðbólga er því á breiðum grunn.

Hækkun húsnæðisverðs var áfram megindrifkraftur verðbólgu á fyrstu tveimur fjórðungum ársins og rekja mátti stóran hluta ársverðbólgu í júní sl. til húsnæðisliðar vísitölunnar. Kostnaður vegna eigin húsnæðis hækkaði um 21% sl. tólf mánuði samanborið við rúmlega 13% árhækkun í lok síðasta árs.

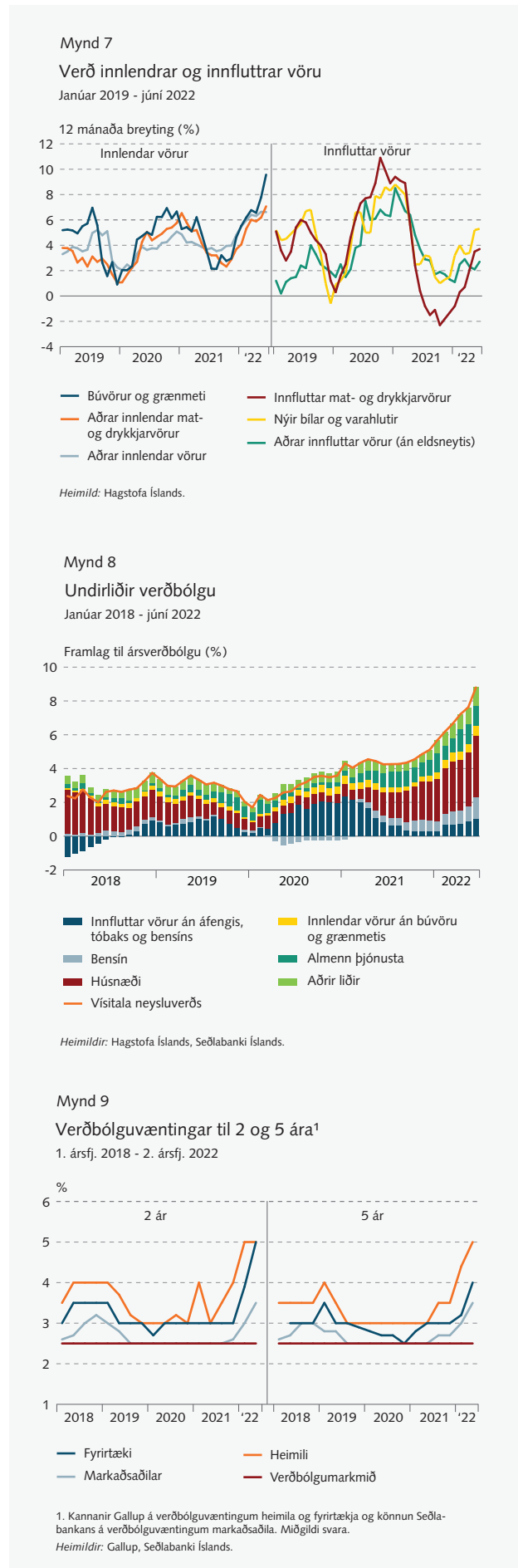
Framlag innfluttrar vöru til verðbólgu tók að hjaðna undir lok árs 2021 en hefur aukist á ný í ljósi alþjóðlegra vendinga og hefur verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands aukist verulega. Áhrif alþjóðlegra framboðshnökra vegna farsóttarinnar eru enn til staðar og framboðsvandinn hefur magnast á ný í kjölfar innrásarinnar í Úkraínu. Eldsneytisverð hefur haft töluverð áhrif til hækkunar en bæði olíuverð og hrávöruverð á heimsmarkaði hefur hækkað í kjölfar stríðsins í Úkraínu. Hækkandi hrávöruverð kemur einnig fram í herra innlendu vöruverði vegna hækkunar aðfangaverðs. Á móti vegur hækkun á gengi krónunnar frá áramótum en verð innfluttrar vöru var 7% herra í júní en á sama tíma í fyrra. Þá hefur verð almennrar þjónustu hækkað um rúmlega 5% sl. tólf mánuði.

Samkvæmt máispá *Peningamála* er útlit fyrir að verðbólga nái hámarki á þriðja ársfjórðungi 2022 og taki þá að minnka en verði ekki komin niður fyrir 4% fyrr en í lok næsta árs. Spáð er að hún verði komin í grennd við markmið um mitt ár 2025.

Verðbólguhorfur hafa því versnað enn frekar frá því að síðasta skýrsla var send Alþingi í desember. Verri verðbólguhorfur stafa einkum af því að nærhorfur hafa versnað umtalsvert vegna aukinnar alþjóðlegrar verðbólgu, hækkunar hrávöruverðs í kjölfar innrásarinnar í Úkraínu og áhrifa framboðshnökra sem virðast ætla að vara lengur en áður var gert ráð fyrir. Þá er búist við áframhaldandi spennu í þjóðarþúskapnum og meiri hækkun launakostnaðar og húsnæðisverðs en áður var spáð. Verðbólguhorfur lengra fram í tímann hafa einnig versnað sem skýrist af meiri innfluttri verðbólgu og hækkun á langtímaverðbólguvæntingum.

Próun skammtímaverðbólguvæntinga hefur litast af því að verðbólga hefur reynt þrálátari og hækkað meira en búist var við og hafa flestir mælikvarðar á væntingar til eins og tveggja ára hækkað frá því í desember sl. Nokkur munur er á væntingum þar sem markaðsaðilar telja að verðbólga verði 3,5% eftir tvö ár en fyrirtæki og heimili eiga von á að hún verði 5%.

Langtímaverðbólguvæntingar samkvæmt könnun- um hafa einnig hækkað frá því í lok desember sl. Markaðsaðilar vænta þess að verðbólga verði að



meðaltali 3,5% á næstu fimm árum og 3% á næstu tíu árum. Heimilin vænta þess að meðalverðbólga til fimm ára verði 5% og stjórnendur fyrirtækja 4%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hækkaði á fyrri hluta ársins og mældist fimm ára álag eftir fimm ár að meðaltali 3,5% í júní sl. eða um 0,7 prósentum hærra en þegar síðasta skýrsla var send.

Á júnifundi peningastefnunefndar var nefndin sammála um að halda áfram að herða taumhaldið líkt og gefið var til kynna á maifundinum enda væru vísbendingar um að þróttur innlendra umsvifa yrði áfram kröftugur og að spennan væri tekin að myndast í þjóðarbúinu. Bati á vinnumarkaði væri kröftugur. Atvinnuleysi hefði minnkað og eftirspurn eftir starfsfólki aukist enda hefði hlutfall fyrirtækja sem segjast skorta starfsfólk ekki mælst hærra frá árinu 2007. Verðbólga hefði aukist og verðbólguvæntingar hækkað áfram. Á móti vegi þó að væntingar bæði heimila og fyrirtækja um efnahagsframvinduna hefðu heldur dalað og óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur aukist. Nefndin taldi jafnframt líklegt að herða þyrfti taumhald peningastefnunnar enn frekar til að tryggja að verðbólga hjaðni í markmið innan ásættanlegs tíma. Peningastefnan á næstunni myndi ráðast af þróun efnahagssumsvifa, verðbólgu og verðbólguvæntinga en ákvarðanir í atvinnulífi, á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum myndu skipta miklu um hversu hátt vextir þurfi að fara.

Fyrir hönd peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,



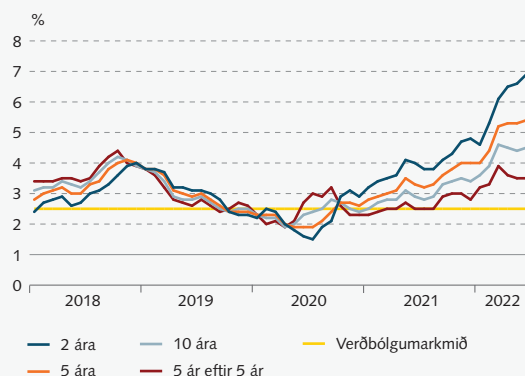
Ásgeir Jónsson

seðlabankastjóri og formaður peningastefnunefndar

Mynd 10

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

Janúar 2018 - júní 2022



1. Meðaltal mánaða.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Yfirlýsing peningastefnunefndar 9. febrúar 2022

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka vexti bankans um 0,75 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 2,75%.

Samkvæmt nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birt er í febrúarhefti *Peningamála* var hagvöxtur um 1 prósentu meiri á síðasta ári en spáð var í nóvember eða um 4,9%. Spáð er svipuðum hagvexti í ár. Störfum hefur haldið áfram að fjölga og atvinnuleysi að minnka og er áætlað að framleiðsluslakinn sem myndaðist í kjölfar COVID-19-farsóttarinnar sé horfinn. Óvissa er hins vegar enn mikil.

Verðbólguhorfur hafa versnað töluvert frá síðasta fundi nefndarinnar og mældist verðbólga 5,7% í janúar. Undirliggjandi verðbólga hefur einnig aukist og er talin vera ríflega 4%. Þá hafa verðbólguvæntingar á suma mælikvarða hækkað. Hækkun húsnæðisverðs vegur þungt en aðrir innlendir kostnaðarliðir hafa einnig hækkað. Við bætist hækkun alþjóðlegs olíu- og hrávöruverðs. Samkvæmt spá Seðlabankans eru horfur á að verðbólga verði 5,8% á fyrsta fjórðungi ársins og yfir 5% fram eftir þessu ári. Gert er ráð fyrir að verðbólga hjaðni þegar hægir á verðhækkun húsnæðis og alþjóðlegar verðhækkningar fjara út en að hún verði ekki komin að markmiði fyrr en undir lok spátímans.

Peningastefnunefnd ítrekar að hún mun beita þeim tækjum sem hún hefur yfir að ráða til að tryggja að verðbólga hjaðni aftur í markmið innan ásættanlegs tíma.



## Yfirlýsing peningastefnunefndar 4. maí 2022

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka vexti bankans um 1 prósentu. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 3,75%.

Efnahagshorfur hafa heldur versnað frá febrúarspá Seðlabankans vegna neikvæðra áhrifa innrásar Rússlands í Úkraínu. Á hinn bóginn eru vísbendingar um talsverðan þrótt innlendra umsvifa. Slakinn í þjóðarbúinu virðist horfinn og spenna tekin að myndast á vinnumarkaði. Gert er ráð fyrir 4,6% hagvexti í ár en að hann verði tæplega 3% á næstu tveimur árum.

Verðbólga mældist 7,2% í apríl og horfur hafa versnað verulega. Enn sem fyrr vegur hækkun húsnæðisverðs og annarra innlendra kostnaðarliða þungt auk þess sem alþjóðlegt olíu- og hrávöruverð hefur hækkað mikið. Verðhækkanir eru því á breiðum grunni sem endurspeglast í hraðri aukningu undirliggjandi verðbólgu sem mælist nú ríflega 5%. Þá hafa verðbólguvæntingar hækkað á alla mælikvarða. Samkvæmt spá Seðlabankans eru horfur á að verðbólga aukist í rúmlega 8% á þriðja fjórðungi ársins sem er 2,8 prósentum meiri verðbólga en spáð var í febrúar. Gert er ráð fyrir að samspil vaxtahækkana og hertra lánþegaskilyrða muni hægja á verðhækkun húsnæðis og innlendra eftirspurn.

Peningastefnunefnd telur líklegt að herða þurfi taumhald peningastefnunnar enn frekar á næstu mánuðum til að tryggja að verðbólga hjaðni í markmið innan ásættanlegs tíma. Ákvarðanir í atvinnulífi, á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum munu skipta miklu um hversu hátt vextir þurfa að fara.

## Yfirlýsing peningastefnunefndar 22. júní 2022

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka vexti bankans um 1 prósentu. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 4,75%.

Samkvæmt bráðabirgðatölum þjóðhagsreikninga var nokkru meiri hagvöxtur á fyrsta fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir í máispá *Peningamála*. Vísbendingar eru jafnframt um að þróttur innlendra umsvifa verði áfram kröftugur og hlutfall fyrirtækja sem segjast skorta starfsfólk hefur ekki mælst hærra frá árinu 2007. Á móti vegur að væntingar bæði heimila og fyrirtækja um efnahagsframvinduna hafa heldur dalað og töluverð óvissa er um alþjóðlegar efnahagshorfur.

Verðbólga jókst í maí og mældist 7,6%. Enn sem fyrr vegur hækkun húsnæðisverðs og annarra innlendra kostnaðarliða þungt auk þess sem alþjóðlegt olíu- og hrávöruverð hefur hækkað mikið. Verðhækkanir eru á breiðum grunni og undirliggjandi verðbólga hefur aukist. Þá hafa verðbólguvæntingar hækkað á flesta mælikvarða og eru yfir verðbólguþröskulmarkmiði.

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 efnahagssumsvifa, verðbólgu og verðbólguvæntinga. Ákvarðanir í atvinnulífi, á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum munu skipta miklu um hversu hátt vextir þurfa að fara.



## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Fundur 7.-8. febrúar 2022 (107. fundur)

Birt: 23. febrúar 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 7. og 8. febrúar 2022, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, ákvarðanir um beitingu stjórnækja bankans í peningamálum og kynningu þeirra ákvarðana 9. febrúar.

### 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, innlandan þjóðarþúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá fundi nefndarinnar 17. nóvember 2021 eins og þær birtust í uppfærðri spá í *Peningamálum 2022/1* hinn 9. febrúar.

### Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í nóvember hafði gengi krónunnar hækkað um 5,9% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á milli funda námu gjaldeyriskaup Seðlabankans 76,9 m. evra (11 ma.kr.) og var hlutur bankans um 15% af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði minnkað töluvert frá fundi nefndarinnar í nóvember. Raunvextir bankans voru -2,7% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og voru 0,4 prósentum lægri en rétt fyrir birtingu vaxtaákvörðunar nefndarinnar í nóvember. Miðað við ársverðbólgu voru þeir -3,5% og höfðu lækkað um 0,6 prósentur á sama tímabili.

Vextir á millibankamarkaði með krónur hækkuðu í takt við hækkun meginvaxta í nóvember en engin velta var á markaðnum á milli funda nefndarinnar. Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um allt að 0,6 prósentur frá fundinum í nóvember og krafa lengri verðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um allt að 0,3 prósentur. Þá höfðu meðalvextir óverðtryggðra íbúðalána hækkað í kjölfar hækkunar meginvaxta í nóvember en meðalvextir verðtryggðra íbúðalána lækkað lítillega.

Skammtímavaxtamunur miðað við þriggja mánaða millibankavexti jókst um 0,4-0,5 prósentur á milli funda og var 3,3 prósentur gagnvart evrusvæðinu en 2,3 prósentur gagnvart Bandaríkjunum. Mismunur langtímavaxta hafði lítið breyst gagnvart Þýskalandi á milli funda og var 4,4 prósentur en hafði aukist um 0,2 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og var 2,7

prósentur. Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs voru nánast óbreyttir á milli funda nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var 0,5% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldabréfum var 0,5-0,8 prósentur.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd í janúar sl. bjuggust þeir við því að meginvextir Seðlabankans yrðu hækkaðir um 0,5 prósentur í 2,5% á fyrsta fjórðungi ársins og um 0,25 prósentur til viðbótar á hverjum fjórðungi þessa árs og yrðu því 3,5% að ári liðnu (miðað við miðgildi svara). Þá væntu þeir þess að vextir yrðu óbreyttir í 3,5% eftir tvö ár. Þetta eru töluvert hærri vextir en markaðsaðilar bjuggust við í könnun bankans í nóvember sl. en þá væntu þeir þess að meginvextir yrðu 2,5% eftir eitt ár og 3% að tveimur árum liðnum. Nokkur breyting var á afstöðu svarenda til taumhalds peningastefnunnar og taldi meirihluti þeirra eða um 76% svarenda að taumhaldið væri of laust um þessar mundir en hlutfallið var 56% í nóvember. Á móti fækkaði þeim sem töldu taumhaldið hæfilegt og var hlutfall þeirra nú 20% samanborið við 44% í síðustu könnun. Aðeins 4% svarenda í könnuninni töldu að taumhaldið væri of þétt.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu þess að peningastefnunefnd myndi hækka vexti um 0,75 prósentur. Vísuðu þær til þess að verðbólga hefði aukist töluvert undanfarið og horfur um þróun verðbólgu á komandi misserum hefðu versnað. Þá hefðu verðbólguvæntingar einnig hækkað og kjölfesta þeirra við verðbólgu markmið veikst. Auk þess hefði verðbólga í helstu viðskiptalöndum aukist sem gæti haft áhrif á innlent verðlag þótt hækkan á gengi krónunnar að undanförunu vegi þar á móti. Nefndu þær jafnframt að innlend eftirspurn hefði verið kröftug undanfarið og að hækkan húsnæðisverðs væri enn mikil.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) jókst lítillega undir lok síðasta árs en hann mældist tæplega 11% í desember. Á sama tíma má áætla að ársvöxtur útlána lánakerfisins til heimila hafi verið rúmlega 10% sem er svipaður vöxtur og verið hefur undanfarna mánuði. Útlán til fyrirtækja drógust hins vegar áfram saman og nam samdrátturinn rúmlega 2% í desember.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI10, lækkaði um 4,4% milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 1060 ma.kr. í fyrra sem er 77% meiri velta miðað við árið á undan.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í janúar, er gert ráð fyrir 4,4% hagvexti í heimsbúskapnum í ár. Það er 0,5 prósentum minni vöxtur en sjóðurinn spáði í október sl. og skýrist einkum af verri horfum í tveimur stærstu hagkerfum heims, Bandaríkjunum og Kína. Á næsta ári er spáð 3,8% heimshagvexti sem er 0,2 prósentum meira en í októberspá sjóðsins. Verðbólguhorfur hafa versnað í ár að mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í takt við áframhaldandi framleiðsluhnökra og hátt orkuverð. Spáð er 3,9% verðbólgu í þróuðum ríkjum heims í ár sem er 1,6 prósentum meira en í októberspánni. Áfram er hins vegar talið að verðbólga hjaðni í um 2% á næsta ári.

Halli á vöruskiptajöfnuði á fjórða ársfjórðungi nam um 40 ma.kr. og á árinu í heild nam hallinn um 168 ma.kr. miðað við 94 ma.kr. árið á undan á föstu gengi. Útflutningsverðmæti vara án skipa og flugvéla jókst um 25% á síðasta ári en allir helstu undirflokkar höfðu áhrif til hækkunar. Mest áhrif hafði aukið verðmæti iðnaðarvara, einkum vegna umtalsverðra verðhækkana á áli og kísiljárn á árinu. Útflutt magn sjávarafurða jókst um tæplega 10% á árinu en þar vó aukinn

útflutningur loðnu þungt. Á sama tíma jókst innflutningsverðmæti vara án skipa og flugvéla um 28% en allir helstu undirliðir höfðu áhrif til hækkunar.

Heimsmarkaðsverð á áli hækkaði um fjórðung frá nóvemberfundi peningastefnunefndar og var um 3.200 Bandaríkjadalar á tonnið. Það er um 80% hærra verð en fyrir farsóttina og hefur það ekki verið hærra síðan um mitt ár 2008. Bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands benda til þess að verð sjávarafurða í erlendri mynt hafi hækkað töluvert í lok síðasta árs eða um 11,7% milli ára á fjórða ársfjórðungi en á árinu í heild var verð sjávarafurða að meðaltali 1,2% hærra en árið 2020. Heimsmarkaðsverð á Brent-hráolíu hækkaði um 10% milli funda nefndarinnar og var 91 Bandaríkjadalur á tunnu í byrjun febrúar. Það er ríflega þriðjungur hærra verð en var fyrir heimsfaraldurinn.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 1,4% milli mánaða í desember og var þá um 4,3% yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs en 5,1% lægra en í desember 2019. Raungengi á þennan mælikvarða hækkaði um 3,6% milli ára í fyrra og má rekja hækkunina til 2,5% hækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var 1,3 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Á fyrstu þremur fjórðungum síðasta árs jókst einkaneysla um 5,4% frá sama tímabili árið 2020 sem er litlu minna en gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans. Vísbendingar eru um að vöxtur einkaneyslu hafi sótt verulega í sig veðrið á fjórða fjórðungi. Bakslag í viðureigninni við farsóttina gerir það hins vegar að verkum að horfur fyrir fyrsta fjórðung þessa árs hafa versnað. Engu að síður gefur Væntingavísitala Gallup til kynna að aukinnar bjartsýni gæti hjá neytendum.

Fjárlög fyrir árið 2022 voru samþykkt með 186 ma.kr. halla á Alþingi í desember sl. eða sem nemur 5,2% af landsframléiðslu. Frumjöfnuður fjárlaga er neikvæður um 3,7% af landsframléiðslu. Afkoman batnar umtalsvert milli ára sem má rekja til kröftugri efnahagssumsvifa auk þess sem tímabundnar mótvægisáðgerðir vegna farsóttarinnar renna sitt skeið. Á móti vega áðgerðir á tekjuhlið sem draga úr tekjum ríkissjóðs á árinu. Á heildina litið mun aðhald ríkisfjármála aukast í ár eftir tilslökun undanfarinna ára samhliða því að mótvægisáðgerðir ganga til baka.

Samkvæmt niðurstöðum vetrarkönnunar Gallup sem framkvæmd var í desember í fyrra á meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna nokkru verri en í haustkönnuninni. Væntingar stjórnenda til næstu sex mánaða voru einnig heldur neikvæðari en í haust. Um 46% stjórnenda töldu að aðstæður í efnahagslífinu batni eftir sex mánuði eða nokkru færri en í haust en um 39% töldu að þær verði óbreyttar. Stjórnendur voru almennt mjög bjartsýnir um bæði innlenda og erlenda eftirspurn en litlar breytingar urðu á mati þeirra frá því í haust. Bjartsýnastir voru stjórnendur í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu.

Samkvæmt árstíðarleiddréttum niðurstöðum könnunarinnar voru ráðningaráform fyrirtækja áfram mikil. Munur á hlutfalli fyrirtækja sem vildu fjölga starfsfólki og þeirra sem vildu fækka var áþekkur og í haustkönnuninni eða 30 prósentur. Heldur hærra hlutfall stjórnenda en í síðustu könnun taldi vera skort á starfsfólki eða 40% og stjórnendum sem töldu fyrirtæki sitt í vanda með að mæta óvæntri eftirspurn fjölgaði lítillega milli kannana og var um 50%.

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum um 8,2% milli ára á fjórða ársfjórðungi í fyrra þar sem starfandi fólk fjölgaði um 8,8% en meðalvinnutími styttest um 0,5%. Byggt á VMK voru störf orðin tæplega 4% fleiri en fyrir faraldurinn en fjöldi launafólks á staðgreiðsluskrá var orðinn áþekkur og þá.

Árstíðarleiddréttar tölur VMK fyrir fjórða ársfjórðung í fyrra sýna að atvinnuþátttaka jókst heldur meira en hlutfall starfandi. Þannig jókst atvinnuleysi lítillega á fjórðungnum og mældist 4,9%. Skráð atvinnuleysi mældist 4,9% í desember eins og í október og nóvember en 4,8% leiddrétt fyrir árstíð.

Landsmönnum fjölgaði um 2% milli ára á fjórða fjórðungi í fyrra. Fjölgun erlends vinnuafis skýrir um helming af þeirri aukningu en um 710 fleiri erlendir ríkisborgarar fluttu til landsins en frá því á fjórða ársfjórðungi.

Á fjórða fjórðungi síðasta árs hækkaði launavísitalan um 1,3% milli fjórðunga og um 7,5% milli ára. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna var 2,5% meiri á fjórðungnum en á sama tíma árið 2020.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok janúar, hækkaði um 1,7% milli mánaða sé litið framhjá árstíðarsveiflu en um 16,7% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 1,9% milli mánaða í desember að teknu tilliti til árstíðar en um 18,4% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 10,1% milli ára í fyrra en kaupsamningum um nýbyggingar um 11,9% á sama tímabili. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu í desember mældist 0,9 mánuðir og er nú svipaður og í mars í fyrra þegar hann var stystur enda hefur íbúðum á sölu fækkað mjög undanfarna mánuði.

Verðbólga var að meðaltali 4,4% á árinu 2021 samanborið við 2,8% árið 2020. Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,5% milli mánaða í janúar sl. og jókst ársverðbólga í 5,7% en hún hefur ekki verið meiri í um áratug. Verðbólga án húsnæðis jókst einnig og mældist 3,7%. Undirliggjandi verðbólga var 4,4% miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða og hefur aukist hægar en mæld verðbólga undanfarna mánuði.

Hækkun húsnæðisverðs skýrði áfram meginhluta hækkunar vísitölu neysluverðs í janúar og við bættust áhrif vegna árstíðarbundinna gjaldskrárhækkana á ýmissi opinberri þjónustu en þau voru töluvert meiri en á sama tíma undangengin ár. Einnig hækkaði verð á matvöru og nýjum bílum. Verð á fötum, skóm og húsgögnum lækkaði vegna útsöluáhrifa en þau voru enn nokkru minni en að jafnaði áður en farsóttin hófst.

Verðbólguvæntingar til skamms tíma hafa hækkað í nýlegum könnunum en almennt er búist við að verðbólga hjaðni á næstu tveimur árum. Markaðsaðilar og stjórnendur fyrirtækja gera ráð fyrir að verðbólga verði 3% eftir tvö ár en heimili vænta þess að hún verði 4%. Langtímaverðbólguvæntingar fyrirtækja og heimila eru óbreyttar í 3-3,5% en væntingar markaðsaðila hafa aftur á móti hækkað. Þeir gera nú ráð fyrir að verðbólga verði að meðaltali 3% á næstu fimm árum og 2,75% á næstu tíu árum. Þá hefur verðbólguálag á skulda-bréfamarkaði hækkað á ný en fimm ára álagið eftir fimm ár var um 3% í byrjun febrúar.

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 9. febrúar 2022 hafa verðbólguhorfur versnað töluvert frá því í nóvember sem má fyrst og fremst rekja til kröftugri efnahagsbata innanlands, þrálátari hækkunar húsnæðisverðs ásamt því að alþjóðlegar verðhækkningar hafa verið meiri en gert var ráð fyrir. Svo virðist sem lengri tíma taki fyrir alþjóðlegar kostnaðarhækkningar að koma fram hér á landi en áður var búist við. Þessir þættir, ásamt mikilli hækkun launakostnaðar á framleidda einingu og hækkun langtímaverðbólguvæntinga, gera það að verkum að verðbólga hjaðnar hægt í markmið. Spáð er að verðbólga minnki á næsta ári þegar áhrif alþjóðlegra verðhækkana taka að fjara út og hægt hefur á verðhækkun húsnæðis en verði ekki komin niður fyrir 3% fyrr en á seinni hluta spátímans.

Efnahagsbati í helstu viðskiptalöndum Íslands var kröftugur í fyrra en bakslag í þróun farsóttarinnar og alþjóðlegir framboðshnökrar gera það að verkum að horfur eru á heldur minni

hagvexti í ár. Vísbendingar eru hins vegar um töluverðan vöxt innlendrar eftirspurnar á síðasta fjórðungi í fyrra og því er talið að hagvöxtur á árinu 2021 hafi verið 4,9% sem er 1 prósentu meiri en spáð var í nóvember. Hagvöxtur á fyrsta fjórðungi þessa árs hefur hins vegar verið endurskoðaður niður á við í ljósi mikillar fjölgunar smita undanfarið og talið er að hann verði 4,8% á árinu öllu. Þá heldur störfum áfram að fjölga hratt og atvinnuleysi nálgast það stig sem það var á fyrir heimsfaraldurinn. Vísbendingar eru jafnframt um að slakinn í þjóðarbúinu sé horfinn. Efnahagshorfur næstu missera byggjast á þeirri forsendu að ekki verði alvarlegt bakslag í baráttunni við farsóttina og að áfram vindi ofan af þeim framboðstruflunum sem hafa leitt til mikilla verðhækkana á ýmissi hrávöru. Um þessa forsendu ríkir mikil óvissa. Þá gæti hækkun verðbólguvæntinga bent til þess að verðbólga verði jafnvel þrálátari en nú er spáð.

## II Ákvarðanir um stjórnþæki bankans í peningamálum

Nefndin hélt aukafund í janúar 2022 þar sem kynntar voru tillögur um opnun nýs lausafjárlugga, niðurfellingu sérstakrar tímabundinnar lánafyrirgreiðslu vegna COVID-19 og um að bundin innlán til 7 daga yrðu gerð innleysanleg gegn innlausnargjaldi. Opnun lausafjárluggans og breytingin á skilmálum bundinna innlána höfðu áður verið samþykkt á fundi fjármálastöðugleikanefndar bankans í desember 2021. Í kjölfar umræðu lýsti nefndin sig sammála þessum breytingum og tók undir með fjármálastöðugleikanefnd að tímabært væri að loka sérstaka tímabundna veðlánarammanum. Þetta yrði staðfest á febrúarfundi nefndarinnar. Þá var nefndin sammála því að rétt væri að yfirfara og endurskoða þær reglur sem gilda um viðskipti og viðskiptareikninga hjá Seðlabanka Íslands með það í huga að standa vörð um lögbundin markmið Seðlabankans frá sjónarhóli peningastefnu og svigrúm hans til þess að stuðla með peningastefnu sinni og framkvæmd hennar að stöðugu verðlagi.

Nefndin ræddi taumhald peningastefnunnar í ljósi framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu lækkað frá nóvemberfundi nefndarinnar. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi þess að verðbólguhorfur höfðu versnað töluvert en nefndin ákvað í nóvember að halda áfram að herða taumhald peningastefnunnar.

Nefndarmenn ræddu að samkvæmt nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem var birt í febrúarhefti *Peningamála* hefði hagvöxtur verið um 1 prósentu meiri á síðasta ári en spáð var í nóvember eða um 4,9%. Svipuðum hagvexti væri spáð í ár. Fram kom að vöxtur einkaneyslu hefði verið kröftugur á síðasta ársfjórðungi í fyrra enda hefði kaupmáttur ráðstöfunartekna aukist nokkuð undanfarin misseri. Nefndin fjallaði um að störfum hefði haldið áfram að fjölga og atvinnuleysi að minnka og væri áætlað að framleiðslulakinn sem myndaðist í kjölfar COVID-19-farsóttarinnar væri horfinn. Nefndarmenn töldu að óvissa væri hins vegar enn mikil.

Nefndin fjallaði um að verðbólguhorfur hefðu versnað töluvert frá nóvemberfundi hennar og að verðbólga hefði mælst 5,7% í janúar. Fram kom að undirliggjandi verðbólga hefði einnig aukist og væri talin vera ríflega 4%. Þá hefðu verðbólguvæntingar hækkað á suma mælikvarða. Nefndarmenn ræddu að hækkun húsnæðisverðs vægi þungt en að aðrir innlendir kostnaðarliðir hefðu einnig hækkað og að við bættist hækkun alþjóðlegs olíu- og hrávöruverðs. Fjallað var um að samkvæmt spá Seðlabankans væru horfur á að verðbólga yrði 5,8% á fyrsta fjórðungi ársins og yfir 5% fram eftir þessu ári. Einnig kom fram að verðbólga myndi hjaðna þegar hægði á verðhækkun húsnæðis og alþjóðlegar verðhækkningar fjöruðu út en að hún yrði ekki komin að markmiði fyrr en undir lok spátímans.

Allir nefndarmenn voru þeirrar skoðunar að hækka þyrfti vexti bankans og var rætt um hækkun á bilinu 0,5-1 prósentu. Helstu rök sem komu fram fyrir því að taka minna skref voru þau að á nóvemberfundi nefndarinnar var aukning verðbólgu viðbúin þótt hún hafi reynst nokkru meiri



en gert hafði verið ráð fyrir. Bent var á að enn væri hluti verðhækkana tengdur afleiðingum farsóttarinnar og utan áhrifasviðs peningastefnunnar og myndu áhrifin af þeim fjara út á næstu misserum. Þá kom fram að stærri hluti heimila væri með óverðtryggð lán á breytilegum vöxtum og því myndu áhrif vaxtahækkana koma hraðar fram en áður fyrr. Einnig ættu áhrifin af beitingu þjóðhagsvarúðartækja frá því um mitt ár í fyrra enn eftir að koma að fullu fram og áhrif hámarks á greiðslubyrðarhlutfall fasteignalána færu ekki að koma fram fyrr en liði á þetta ár. Í ljósi þessara þátta væri betra að taka minni skref í vaxtahækkunum.

Helstu rök sem fram komu fyrir því að taka stærra skref voru þau að verðbólguhorfur hefðu versnað töluvert og útlit væri fyrir því að verðbólga myndi hjaðna hægar í markmið en áður hafði verið búist við. Jafnframt hefðu langtímaverðbólguvæntingar hækkað frá nóvemberfundi nefndarinnar. Fram komu áhyggjur af mögulegum annarrar umferðar áhrifum af verðhækkun innfluttrar vöru og launahækkunum. Þau gætu birst í meiri og almennari verðhækkunum á vöru og þjónustu til þess að bregðast við auknum innfluttum verðbólguþrýstingi og hærri launakostnaði sem gæti framkallað hringrás verðlags- og launahækkana. Verðbólga væri nú þegar orðin nokkuð almenn þar sem undirliggjandi verðbólga hefði einnig aukist og verið þrálát. Í kjölfar vaxtahækkunar nú yrðu meginvextir bankans komnir á svipað stig og þeir voru á þegar farsóttin barst til landsins en umsvif í þjóðarbúskapnum væru jafnvel kröftugri nú en þá. Eðlilegt væri að nú þegar efnahagsbati væri hafinn, framleiðsluslaki líklega horfinn og útlit fyrir að atvinnuleysi héldi áfram að minnka að þá yrði stigið fastar til jarðar til að bregðast við þrálátri aukningu verðbólgu, versnandi verðbólguhorfum og hækkun verðbólguvæntinga. Raunvextir hefðu þar að auki lækkað töluvert milli funda nefndarinnar og nauðsynlegt væri að hækka vexti nokkuð til að auka aðhaldstig peningastefnunnar.

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 innlánum, yrðu 2,75%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 2,5%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 3,5% og daglánavextir 4,5%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Á fundinum ítrekaði peningastefnunefnd að hún myndi beita þeim tækjum sem hún hefði yfir að ráða til að tryggja að verðbólga hjaðni aftur í markmið innan ásættanlegs tíma.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Ásgeir Jónsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar  
Rannveig Sigurðardóttir, varaseðlabankastjóri peningastefnu  
Gunnar Jakobsson, varaseðlabankastjóri fjármálastöðugleika  
Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður  
Katrín Ólafsdóttir, 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 4. maí 2022.

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Maí 2022 (108. fundur)

Birt: 18. maí 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 2. og 3. maí 2022, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, ákvarðanir um beitingu stjórnækja bankans í peningamálum og kynningu þeirra ákvarðana 4. maí.

### 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, innlandan þjóðarþúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá síðasta fundi nefndarinnar 9. febrúar 2022 eins og þær birtust í nýrri spá og óvissumati í *Peningamálum 2022/2* hinn 4. maí.

### Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í febrúar hafði gengi krónunnar hækkað um 1,9% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á milli funda námu gjaldeyriskaup Seðlabankans 157 m. evra (22 ma.kr.) og gjaldeyrissala 68 m. evra (9,9 ma.kr.). Hrein gjaldeyriskaup bankans námu því 89 m.evra (12,2 ma.kr.) og hlutur bankans af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði var um 27% á tímabilinu.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði minnkað töluvert frá fundi nefndarinnar í febrúar. Raunvextir bankans voru -3,3% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs. Þeir voru 1,4 prósentum lægri en rétt eftir birtingu vaxtaákvörðunar nefndarinnar í febrúar. Miðað við ársverðbólgu voru þeir -4,2% og höfðu lækkað álíka mikið á tímabilinu.

Vextir á millibankamarkaði með krónur hækkuðu í takt við hækkun meginvaxta í febrúar en engin velta var á markaðnum á milli funda nefndarinnar. Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um allt að 0,6 prósentur frá fundinum í febrúar en krafa lengri verðtryggðra ríkisbréfa hafði lækkað um allt að 0,3 prósentur. Þá höfðu meðalvextir óverðtryggðra íbúðalána hækkað í kjölfar hækkunar meginvaxta í febrúar en meðalvextir verðtryggðra íbúðalána lækkað lítillega.

Skammtíma vaxtamunur miðað við þriggja mánaða millibankavexti jókst um 1 prósentu gagnvart evrusvæðinu á milli funda og var 4,2 prósentur en var nánast óbreyttur gagnvart Bandaríkjunum



og var 2,5 prósentur. Mismunur langtímavaxta hafði minnkað lítillega gagnvart Þýskalandi á milli funda og var 4,3 prósentur en hafði minnkað um 0,4 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og var 2,3 prósentur. Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs höfðu hækkað lítillega á milli funda nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var 0,6% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldabréfum var 0,8-1 prósentu.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd í apríl sl. bjuggust þeir við því að meginvextir Seðlabankans yrðu hækkaðir í 3,75% á yfirstandandi fjórðungi og um 0,5 prósentur til viðbótar á þriðja fjórðungi. Þá væntu þeir þess að vextir yrðu komnir í 4,6% eftir eitt ár. Þetta eru hærri vextir en markaðsaðilar bjuggust við í könnun bankans í janúar sl. Afstaða svarenda til taumhalds peningastefnunnar var nokkuð svipuð og síðast. Langflestir töldu að taumhaldið væri of laust eða um 79% sem er svipað og í janúar. Þeim fækkaði áfram sem töldu taumhaldið hæfilegt og var hlutfall þeirra 17% samanborið við 20% í síðustu könnun. Rúmlega 4% svarenda í könnuninni töldu að taumhaldið væri of þétt.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu þess að peningastefnunefnd myndi hækka vexti um 0,5-1 prósentu. Vísuðu þær til þess að verðbólga hefði aukist töluvert undanfarið og verðbólguhorfur versnað frá því í febrúar auk þess sem hækkun húsnæðisverðs væri enn mikil. Þá væru vísbendingar um að verðbólga væri orðin nokkuð almenn auk þess sem alþjóðleg verðbólga hefði aukist og verðbólguvæntingar haldið áfram að hækka. Nefndu þær jafnframt að efnahagshorfur væru enn góðar þrátt fyrir stríðið í Úkraínu og innlend eftirspurn hefði verið kröftug undanfarið og vinnumarkaður sterkur.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) jókst lítillega undir lok síðasta árs en hann mældist tæplega 12% í mars. Á sama tíma má áætla að ársvöxtur útlána lánakerfisins til heimila hafi verið rúmlega 10% sem er svipaður vöxtur og verið hefur undanfarna mánuði. Vöxtur útlána til fyrirtækja hefur nánast staðið í stað á árinu en kann nú að vera að taka við sér eftir samfelldan samdrátt frá byrjun síðasta árs.

Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMXI10, lækkaði um 7,2% milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 431 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins sem er 27% meiri velta miðað við árið á undan.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í apríl, er gert ráð fyrir 3,6% hagvexti í heimsbúskapnum í ár. Það er 0,8 prósentum minni vöxtur en sjóðurinn spáði í janúar sl. Endurskoðunin skýrist að mestu leyti af áhrifum sem stríðsátökin í Úkraínu og refsiaðgerðir gegn Rússlandi hafa í för með sér fyrir heimsbúskapinn. Sjóðurinn hefur fært niður hagvaxtarspá sína í þróuðum ríkjum heims um 0,6 prósentur í ár og um 1 prósentu í nýmarkaðs- og þróunarríkjum. Á næsta ári er spáð 3,6% heimshagvexti sem er 0,2 prósentum minna en í janúarspánni. Verðbólguhorfur hafa einnig versnað að mati Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Spáð er 5,7% verðbólgu í þróuðum ríkjum heims í ár sem er 1,8 prósentum meira en í janúarspánni og 3,4 prósentum meira en sjóðurinn spáði í október í fyrra. Þá er talið að verðbólga verði 2,5% á næsta ári eða 0,4 prósentum meiri en spáð var í janúar.

Halli á vöruskiptajöfnuði á fyrsta ársfjórðungi nam um 22 ma.kr. samanborið við liðlega 21 ma.kr. halla á sama tímabili í fyrra (á föstu gengi). Útflutningsverðmæti vara jókst um 55% á fjórðungnum en allir helstu undirflokkar höfðu áhrif til hækkunar að undanskildum útflutningsverðmæti skipa og flugvéla sem dróst saman milli ára. Mest áhrif hafði aukið

verðmæti iðnaðarvara, einkum vegna umtalsverðrar verðhækkunar á áli á fjórðungnum. Útflutningsverðmæti sjávarafurða jókst einnig töluvert á fjórðungnum, einkum vegna verðmætrar loðnuvertíðar. Á sama tíma jókst innflutningsverðmæti vara um liðlega 48% en án skipa og flugvéla var vöxturinn minni eða 38% milli ára. Allir helstu undirflokkar vöruinnflutnings höfðu áhrif til hækkunar.

Heimsmarkaðsverð á áli lækkaði um 10% frá febrúarfundi peningastefnunefndar og var um 3.000 Bandaríkjadaliir á tonnið rétt fyrir maífundinn. Það er þó um fjórðungi hærra verð en í maí í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands benda til þess að verð sjávarafurða í erlendri mynt hafi hækkað um 17,8% milli ára á fyrsta ársfjórðungi. Heimsmarkaðsverð á Brent-hráolíu hækkaði um hátt í fimmtung á milli funda nefndarinnar og var um 108 Bandaríkjadaliir á tunnu í byrjun maí. Það er um 36% hærra verð en í upphafi þessa árs og um 60% hærra en í byrjun maí 2021. Þá hefur verð á ýmissi annarri hrávöru hækkað mikið á heimsmarkaði frá síðasta fundi nefndarinnar vegna áhrifa stríðsins í Úkraínu.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 2% milli mánaða í mars og var þá 6,6% yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs en 2,9% lægra en í desember 2019. Raungengi á þennan mælikvarða hækkaði um 5,4% á fyrstu þremur mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra og má rekja hækkunina til 4,7% hækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var 0,7 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Einkaneysla jókst um 7,6% í fyrra en í febrúarspá bankans var gert ráð fyrir 6,8% vexti. Hins vegar eru vísbendingar um að vöxturinn hafi gefið eftir á fyrsta fjórðungi þessa árs og gert er ráð fyrir að einkaneysla hafi aukist um 3,8% milli ára. Horfur um vöxt einkaneyslu hafa heldur versnað þar sem mikil aukning verðbólgu dregur úr kaupmætti. Sterk staða flestra heimila og hátt sparnaðarstig vega þó á móti auk þess sem væntingavísitala Gallup gefur til kynna að enn gæti nokkurrar bjartsýni um horfurnar.

Samkvæmt niðurstöðum vorkönnunar Gallup sem framkvæmd var í febrúar og mars meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna litlu betri en í vetrarkönnuninni. Væntingar stjórnenda til næstu sex mánaða voru hins vegar litlu neikvæðari en í vetur. Um 21% stjórnenda taldi að aðstæður í efnahagslífinu versni eftir sex mánuði eða nokkru fleiri en í vetrarkönnuninni en 45% þeirra töldu að þær muni batna. Stjórnendur voru litlu bjartsýnni um innlenda og erlenda eftirspurn en í vetrarkönnuninni, einkum stjórnendur í fjármála- og tryggingastarfsemi og ýmissi sérhæfðri þjónustu.

Samkvæmt könnuninni eru horfur á að afkoma fyrirtækja verði svipuð í ár og á síðasta ári en um helmingur stjórnenda taldi að hagnaður ársins yrði svipaður og í fyrra. Um þriðjungur stjórnenda taldi að hagnaður ársins yrði meiri en á síðasta ári. Framlegð jókst síðustu sex mánuði meðal 40% fyrirtækja og taldi um þriðjungur stjórnenda að framlegð myndi aukast á næstu sex mánuðum en fimmtungur að hún myndi minnka. Það eru lítilla verri horfur en í haustkönnuninni. Þá gerði um þriðjungur stjórnenda ráð fyrir meiri fjárfestingu á þessu ári samanborið við síðasta ár.

Samkvæmt árstíðarleiðréttum niðurstöðum vorkönnunar Gallup var enn mikil eftirspurn eftir vinnuafli. Munur á hlutfalli fyrirtækja sem vildu fjölga starfsfólki og þeirra sem vildu fækka því á næstu sex mánuðum var um 30 prósentur, fjórðu könnunina í röð. Þá taldi tæplega helmingur stjórnenda fyrirtæki sitt skorta starfsfólk og liðlega helmingur sagðist eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn. Bæði hlutföll hafa hækkað mikið undanfarið.

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum um 9% milli ára á fyrsta ársfjórðungi. Þar af fjölgaði starfandi fólki um 10% en meðalvinnutími styttest um 1%. Samkvæmt árstíðarleiðrétum niðurstöðum VMK voru um 6% fleiri starfandi á fyrsta fjórðungi en á fjórða fjórðungi 2019, áður en farsóttin barst til landsins. Árstíðarleiðrét gögn um fjölda starfandi samkvæmt staðgreiðsluskrá í janúar benda til þess að fjöldi starfandi hafi aukist um 1% á sama tímabili.

Atvinnupátttaka jókst um tæplega 1 prósentu milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins og hlutfall starfandi um 1½ prósentu samkvæmt árstíðarleiðrétum niðurstöðum VMK. Atvinnuleysi dróst því saman um tæplega 1 prósentu milli fjórðunga og var 4,1% sem er lítillega lægra en það var á fjórða fjórðungi 2019. Slaki á vinnumarkaði samkvæmt VMK hefur minnkað samhliða minnkandi atvinnuleysi. Skráð atvinnuleysi Vinnumálastofnunar var 4,6% á fyrsta ársfjórðungi sé tekið tillit til árstíðar og hefur lækkað um liðlega 6 prósentur milli ára.

Landsmönnum fjölgaði um 2% milli ára á fyrsta fjórðungi ársins. Fjölgun erlends vinnuafls skýrir ríflega helming aukningarinnar en um 1.350 fleiri erlendir ríkisborgarar fluttu til landsins en frá því á fjórðungnum.

Á fyrsta fjórðungi ársins hækkaði launavísitalan um 4% frá fyrri fjórðungi og um 7,2% milli ára. Vísitala kaupmáttar launa hækkaði um 2% milli fjórðunga. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar jókst landsframleiðsla á mann um ríflega 2,5% í fyrra og því virkjaðist ákvæði kjarasamninga um svokallaðan hagvaxtarauka og hækka laun því enn frekar í ár.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok apríl, hækkaði um 2,2% milli mánaða sé litið framhjá árstíðarsveiflu en um 19,1% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 2,9% milli mánaða í mars að teknu tilliti til árstíðar en um 22,2% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 35% á fyrstu þremur mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en kaupsamningum um nýbyggingar um 53% á sama tímabili. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu í mars mældist 1 mánuður sem er litlu lengra en í mars í fyrra þegar hann var stystur enda hefur íbúðum til sölu fækkað mjög undanfarna mánuði.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 1,25% milli mánaða í apríl og jókst ársverðbólga í 7,2%. Verðbólga án húsnæðis jókst einnig og mældist 5,3%. Undirliggjandi verðbólga var 5,3% miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða. Vísbendingar eru um að verðbólguþrýstingur sé orðinn almennari en hann var í fyrra enda hafa allir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu hækkað að undanfögnu.

Rekja mátti rúmlega þriðjung mánaðarhækkunar vísitölu neysluverðs til hækkunar kostnaðar vegna eigin húsnæðis sem hefur hækkað um rúmlega 17% frá því á sama tíma fyrir ári. Einnig hafði hækkun flugfargjalda og hækkun mat- og drykkjarvöru (einkum vegna hækkunar á mjólk og mjólkurafurðum) töluverð áhrif.

Verðbólguvæntingar til skamms tíma hafa haldið áfram að hækka en þær litast jafnan af þróun mældrar verðbólgu. Markaðsaðilar vænta að verðbólga verði 3,5% eftir tvö ár sem er 0,5 prósentum meira en kom fram í janúarkönnuninni. Niðurstöður úr vorkönnunum Gallup benda til þess að stjórnendur fyrirtækja eigi von á að verðbólga verði tæplega 4% eftir tvö ár og að heimilin búist við 5% verðbólgu. Langtímaverðbólguvæntingar hafa einnig hækkað og vænta markaðsaðilar að verðbólga verði 3,5% á næstu fimm árum og 3% á næstu tíu árum. Væntingar stjórnenda fyrirtækja og heimila um meðalverðbólgu á næstu fimm árum hafa einnig hækkað og búast fyrirtæki við að hún verði 3,2% en heimili vænta 4,4% verðbólgu. Þá hefur verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hækkað en fimm ára álagið eftir fimm ár var 3,4% í lok apríl.

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 4. maí hafa verðbólguhorfur versnað verulega. Verðbólga mældist 7,2% í apríl og hefur ekki mælst meiri síðan árið 2010. Sem fyrr vegur hækkun húsnæðisverðs þungt en því til viðbótar koma áhrif mikilla hækkana alþjóðlegs olíu- og hrávöruverðs. Þá gætir einnig áhrifa töluverðs innlands verðbólguþrýstings sem m.a. birtist í miklum hækkunum launa. Talið er að verðbólga haldi áfram að aukast og verði að meðaltali 8,1% á þriðja fjórðungi ársins. Ekki er talið að verðbólga verði komin niður fyrir 3% fyrr en seint árið 2024.

Efnahagshorfur í helstu viðskiptalöndum hafa versnað nokkuð frá síðustu spá bankans í kjölfar innrásar Rússa í Úkraínu og hefur verðbólga aukist mikið um allan heim og ekki mælst meiri í áratugi. Efnahagshorfur hér á landi hafa því versnað frá því í febrúar þar sem lakari hagvaxtarhorfur í helstu viðskiptalöndum valda því að spád er minni vexti útflutnings auk þess sem meiri óvissa og hækkun aðfangaverðs og framfærslukostnaðar hægja á vexti einkaneyslu og fjárfestingar. Á móti koma m.a. vísbendingar um nokkurn þrótt umsvifa það sem af er ári. Spád er að hagvöxtur í ár verði 4,6% í stað 4,8% í febrúarspá bankans. Líkt og þá er talið að þjóðarbúið starfi nú við full afköst og takmörkuð afkastageta muni líklega hægja á hagvexti er líða tekur á spátímann.

Óvissa í efnahagsmálum hefur aukist mikið í kjölfar innrásarinnar í Úkraínu. Átökin hafa valdið miklu umröti á alþjóðlegum hrávörumörkuðum og sett viðskiptasambönd og aðfangakeðjur í uppnám. Erfitt er að sjá fyrir hve djúpstæð og langvinn þau áhrif verða. Hið sama á við um áhrif átakanna á alþjóðlega fjármálamarkaði og útgjalda- og fjárfestingarákvarðanir heimila og fyrirtækja. Við bætist óvissa um áhrif hertra sóttvarnaraðgerða í Kína á mikilvægar aðfangakeðjur. Í ljósi hækkunar langtímaverðbólguvæntinga undanfarið er aukin hætta á því að verðbólguhorfur í spá bankans séu of bjartsýnar. Þá gætu miklar launahækkanir í kjarasamningum næsta vetur aukið hættuna á víxlverkun launa og verðlags sem gæti valdið því að mikil verðbólga festist enn frekar í sessi.

## II Ákvarðanir um stjórnþæki bankans í peningamálum

Nefndin ræddi taumhald peningastefnunnar í ljósi framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu lækkað frá febrúarfundi nefndarinnar. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi þess að verðbólguhorfur höfðu versnað töluvert en nefndin ákvað í febrúar að halda áfram að herða taumhald peningastefnunnar.

Nefndarmenn fjölluðu um efnahagshorfur sem höfðu heldur versnað frá febrúarspá Seðlabankans vegna neikvæðra áhrifa innrásar Rússa í Úkraínu. Á hinn bóginn voru vísbendingar um talsverðan þrótt innlendra umsvifa en útlit væri fyrir að vöxtur einkaneyslu hefði verið kröftugri á fyrsta ársfjórðungi heldur en búist hefði verið við. Slakinn í þjóðarbúinu virtist horfinn og spenna tekin að myndast á vinnumarkaði. Fram kom að gert væri ráð fyrir 4,6% hagvexti í ár og tæplega 3% hagvexti á næstu tveimur árum.

Nefndin ræddi að verðbólga hefði mælst 7,2% í apríl og að horfur hefðu versnað verulega. Fram kom að sem fyrr vægi hækkun húsnæðisverðs og annarra innlendra kostnaðarliða þungt auk þess sem alþjóðlegt olíu- og hrávöruverð hefði hækkað mikið. Því væru verðhækkanir á breiðum grunni sem endurspegladist í hraðri aukningu undirliggjandi verðbólgu sem mældist ríflega 5%. Þá hefðu verðbólguvæntingar hækkað á alla mælikvarða. Nefndin ræddi að samkvæmt spá Seðlabankans væru horfur á að verðbólga myndi aukast í rúmlega 8% á þriðja fjórðungi ársins sem væri 2,8 prósentum meiri verðbólga en spád var í febrúar. Nefndarmenn gerðu ráð fyrir að samspil vaxtahækkana og hertra lánþegaskilyrða myndi hægja á verðhækkun húsnæðis og innlendri eftirspurn.

Allir nefndarmenn voru þeirrar skoðunar að hækka þyrfti vexti bankans og var rætt um hækkun á bilinu 0,75-1 prósentu. Helstu rök sem komu fram voru þau að verðbólguhorfur hefðu versnað töluvert undanfarið. Verðbólguvæntingar hefðu einnig hækkað á alla mælikvarða og því aukin hætta á að kjölfesta þeirra við markmið hefði veikt. Raunvextir hefðu því lækkað enn frekar milli funda nefndarinnar og væru verulega neikvæðir og langt undir jafnvægisraunvöxtum. Fram kom í umræðunni að einnig væri meiri hætta á að verðbólga á næstunni væri vanmetin en að hún væri ofmetin og óvissa hefði aukist. Rætt var um að batinn á vinnumarkaði hefði verið hraður og störfum fjölgað talsvert. Kaupmáttur ráðstöfunartekna og launa hefði einnig vaxið töluvert undanfarin ár þrátt fyrir efnahagssamdrátt í kjölfar farsóttarinnar. Verðbólguhorfur hefðu víða versnað álíka mikið og hér á landi sem myndi leiða til aukinnar innfluttrar verðbólgu. Í því samhengi komu fram áhyggjur af mögulegum annarrar umferðar áhrifum af verðhækkun innfluttrar vöru og launahækkunum. Einnig var bent á að eftirspurn á húsnæðismarkaði og hækkun húsnæðisverðs hefðu verið meiri en gert hefði verið ráð fyrir og að framboð húsnæðis hefði aukist hægar. Helstu rök fyrir að taka minna skref að þessu sinni voru þau að alþjóðlegar efnahagshorfur gætu versnað meira en búist væri við sem myndi að öðru óbreyttu draga úr hagvexti hér á landi. Jafnframt var bent á að nú gengi hraðar á uppsafnaðan sparnað margra heimila og hluti aukinnar einkaneyslu tengdist afleiðingum farsóttarinnar. Einnig hefðu horfur um kaupmátt launa versnað og þ.a.l. væri mögulegt að draga myndi hratt úr innlendum umsvifum þegar liði á árið.

Nefndin ræddi einnig beitingu annarra stjórnækja í peningamálum. Fram kom að m.a. þyrfti að skoða á næstunni mögulega beitingu stjórnækja sem hægt væri að nota við stýringu á lausu fé í umferð og til þess að stýfa gjaldeyrisinngrip bankans þegar svo ber undir.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu hækkaðir um 1 prósentu. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum, yrðu 3,75%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 3,5%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 4,5% og daglánvextir 5,5%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndin ræddi að líklegt væri að herða þyrfti taumhald peningastefnunnar enn frekar á næstu mánuðum til að tryggja að verðbólga hjaðni í markmið innan ásættanlegs tíma. 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 Steingrímsdóttir, 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 22. júní 2022.



## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Júní 2022 (109. fundur)

Birt: 6. júlí 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 20. og 21. júní 2022, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, ákvarðanir um beitingu stjórnækja bankans í peningamálum og kynningu þeirra ákvarðana 22. júní.

### 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, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá síðasta fundi nefndarinnar 4. maí 2022.

#### Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í maí hafði gengi krónunnar lækkað um 0,1% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á milli funda námu gjaldeyriskaup Seðlabankans 6 m. evra (0,8 ma.kr.) og hlutur bankans af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði var um 2% á tímabilinu.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði minnkað frá fundi nefndarinnar í maí. Raunvextir bankans voru -2,8% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og voru 0,4 prósentum lægri en rétt eftir birtingu vaxtaákvörðunar nefndarinnar í maí. Miðað við ársverðbólgu voru þeir -3,6% og höfðu lækkað með sama hætti á tímabilinu.

Vextir á ótryggðum innlánnum í viðskiptum til einnar nætur (IKON) og vextir á millibankamarkaði með krónur hækkuðu í takt við hækkun meginvaxta í maí en engin velta var á millibankamarkaði á milli funda nefndarinnar. Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um allt að 0,8 prósentur frá fundinum í maí og krafa lengri verðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um allt að 0,4 prósentur. Þá höfðu meðalvextir óverðtryggðra íbúðalána hækkað í kjölfar hækkunar meginvaxta í maí en meðalvextir verðtryggðra íbúðalána lækkað lítillega.

Skammtíamavaxtamunur miðað við þriggja mánaða millibankavexti gagnvart evrusvæðinu jókst um 1 prósentu á milli funda og var 5,2 prósentur en gagnvart Bandaríkjunum jókst hann um 0,4 prósentur og var 2,9 prósentur. Mismunur langtíamavaxta hafði minnkað um 0,2 prósentur gagnvart Þýskalandi á milli funda og var 4 prósentur en hafði aukist um 0,2 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og var 2,5 prósentur. Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga

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

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu þess að peningastefnunefnd myndi hækka vexti um 0,75-1 prósentu. Vísuðu þær til þess að raunvextir væru enn neikvæðir og taumhald peningastefnunnar væri of laust miðað við stöðu hagkerfisins. Þá væri verðbólga orðin nokkuð almenn um þessar mundir, hækkun húsnæðisverðs væri enn mikil og verðbólguhorfur hefðu versnað. Nefndu þær jafnframt að nýbirtir þjóðhagsreikningar og tölur um greiðslukortaveltu bentu til þess að innlend eftirspurn hefði verið kröftug undanfarið auk þess sem atvinnuleysi hefði hjaðnað hratt.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) jókst lítillega undir lok síðasta árs en hefur haldist nokkuð svipaður frá þeim tíma og mældist rúmlega 12% í apríl. Á sama tíma má áætla 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 var rúm 2% í apríl.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI10, lækkaði um 13,4% milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 519 ma.kr. á fyrstu fimm mánuðum ársins sem er 27% meiri velta miðað við árið á undan.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Samkvæmt spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD), sem birt var snemma í júní, er gert ráð fyrir 3% hagvexti í heimsbúskapnum í ár og 2,8% á næsta ári. Það er 1,5 og 0,4 prósentum minni hagvöxtur en stofnunin spáði í desember sl. Endurskoðunin skýrist að mestu leyti af áhrifum sem stríðsátökin í Úkraínu og refsiaðgerðir gegn Rússlandi hafa í för með sér fyrir heimsbúskapinn. Þá munu hertar sóttvarnir í Kína einnig hafa neikvæð áhrif á efnahagssumsvif í heiminum. Verðbólguhorfur hafa jafnframt versnað mikið að mati OECD, að mestu leyti vegna mikillar hækkunar orku- og matvælavæðs. Spáð er 8,5% verðbólgu í ríkjum OECD í ár eða yfir 4 prósentum meiri en búist var við í desember. Áfram er talið að verðbólga hjaðni á næsta ári en að hún verði töluvert meiri en áður var spáð.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands nam halli á vöruskiptajöfnuði 28 ma.kr. í maí og liðlega 92 ma.kr. á fyrstu fimm mánuðum ársins samanborið við 57 ma.kr. halla á sama tíma í fyrra á föstu gengi. Útflutningsverðmæti vara jókst um 46% á fyrstu fimm mánuðum ársins en allir helstu undirflokkar höfðu áhrif til hækkunar, að undanskildu útflutningsverðmæti landbúnaðarvara sem dróst saman milli ára. Mest áhrif hafði aukið verðmæti iðnaðarvara, einkum álafurða, vegna umtalsverðrar verðhækkunar. Á sama tíma jókst innflutningsverðmæti vara um 49%. Allir helstu undirflokkar höfðu áhrif til hækkunar en mest áhrif hafði aukið verðmæti eldsneytis og smurólú.

Heimsmarkaðsverð á áli lækkaði um 12% frá maífundum nefndarinnar og var um 2.500 Bandaríkjadaliir á tonnið. Það er þó um 6% hærra verð en í júní í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðli hafi hækkað um 2% milli mánaða í apríl og um 20% á fyrstu fjórum mánuðum ársins. Heimsmarkaðsverð á Brent-hráolíu hækkaði um 9% milli funda nefndarinnar og var 115 Bandaríkjadaliir á tunnu á júnifundinum. Það er um 45% hærra verð en í upphafi þessa árs og yfir 50% hærra en í júní 2021.

Raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 1,2% milli mánaða í maí og var þá 9% yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs en 0,7% lægra en í desember 2019. Raugengi á þennan mælikvarða hækkaði um 4,5% á fyrstu fimm mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra og má rekja



hækkunina til 4,7% hækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var 0,2 prósentum minni en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofan birti í lok maí var 8,6% hagvöxtur á fyrsta ársfjórðungi sem er nokkru meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í maíspá *Peningamála*. Að teknu tilliti til árstíðarsveiflu jókst landsframleiðslan á milli fjórðunga um 1,1% eftir ágætan vöxt á fjórðungnum þar á undan. Þjóðarútgjöld jukust um 11,2% milli ára og voru undirliðir þeirra sterkari en gert var ráð fyrir í síðustu spá og munaði mest um að vöxtur einkaneyslu var 8,8% eða 5 prósentum meiri en í spá bankans. Skýrist þessi munur m.a. af því að útgjöld Íslendinga á ferðalögum erlendis og bílakaup reyndust meiri en áætlað var. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var neikvætt um 3,1 prósentu á fjórðungnum en spáin hafði gert ráð fyrir neikvæðu framlagi upp á 1,9 prósentur. Þar munaði mest um þjónustuinflutning sem var vanmetinn.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á öðrum ársfjórðungi eru heldur kröftugri en á fyrsta fjórðungi. Greiðslukortavelta innanlands bendir til þess að eftirspurn heimila hafi aukist og líkt og undanfarna mánuði var mikill vöxtur í kortaveltu Íslendinga erlendis. Væntingavísitala Gallup benti aftur á móti til þess að bjartsýni landsmanna hafi dalað að undanförunu. Allar undirvísitölur væntingavísitölnunnar lækkuðu frá fyrri mánuði og mat á efnahagslífinu lækkaði mest.

Samkvæmt niðurstöðum sumarkönnunar Gallup sem framkvæmd var í maí og júní meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna litlu verri en í vorkönnuninni. Væntingar stjórnenda til næstu sex mánaða voru einnig verri þar sem um 28% stjórnenda töldu að aðstæður í efnahagslífinu versni eftir sex mánuði eða nokkru fleiri en í vor. Um 34% stjórnenda töldu að efnahagsaðstæður muni batna næstu sex mánuði. Stjórnendur voru litlu svartsýnni um innlenda og erlenda eftirspurn en í vorkönnuninni, einkum stjórnendur í verslun, iðnaði og byggingastarfsemi.

Samkvæmt árstíðarleiðréttum niðurstöðum könnunarinnar var munur á hlutfalli fyrirtækja sem vildu fjölga starfsfólki og þeirra sem vildu fækka því á næstu sex mánuðum um 30 prósentur, fimmtu könnunina í röð. Þá virðist mönnunarvandi fyrirtækja og geta þeirra til að auka afköst sín hafa haldið áfram að versna. Hlutfall stjórnenda sem töldu fyrirtæki sitt skorta starfsfólk var komið yfir helming og var það aðeins 0,1 prósentu lægra en hæsta gildi könnunarinnar árið 2007. Þá sögðu um 60% stjórnenda að fyrirtæki þeirra ætti erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn sem er hæsta gildi frá upphafi. Vandí tengdur mönnun starfa og aukinni framleiðslu var mestur í byggingastarfsemi.

Launavísitalan hækkaði um 1,6% milli mánaða í apríl og um 8,5% milli ára. Raunlaun voru 1,2% hærri í apríl en á sama tíma í fyrra.

Húsnæðisverðvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok maí, hækkaði um 2,6% milli mánaða sé litið framhjá árstíðarsveiflu en um 20,1% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 2,6% milli mánaða í maí að teknu tilliti til árstíðar en um 24% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 33% á fyrstu fimm mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en kaupsamningum um nýbyggingar um 43% á sama tímabili. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu í maí mældist um 1 mánuður sem er heldur minna en í maí í fyrra þegar hann var um einn og hálfur mánuður en íbúðum til sölu hefur fækkað mjög undanfarna mánuði.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,77% milli mánaða í maí og jókst ársverðbólga í 7,6%. Verðbólga án húsnæðis jókst einnig og mældist 5,5%. Undirliggjandi verðbólga var 5,5% miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða.

Rekja mátti rúmlega helming mánaðarhækkunar vísitölu neysluverðs til hækkunar kostnaðar vegna eigin húsnæðis sem hefur hækkað um 18% frá því á sama tíma fyrir ári. Hækkun eldsneytis- og matvöruverðs hafði einnig nokkur áhrif. Verð almennrar þjónustu lækkaði lítillega í maí, einkum vegna lækkunar flugfargjalda, en hefur hækkað um 5% frá því á sama tíma í fyrra.

Verðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja, bæði til skamms og lengri tíma, hafa haldið áfram að hækka samkvæmt sumarkönnunum Gallup. Niðurstöður benda til þess að bæði stjórnendur fyrirtækja og heimila eigi von á að verðbólga verði 5% eftir tvö ár. Stjórnendur gera síðan ráð fyrir að verðbólga verði að meðaltali 4% á næstu fimm árum en heimili vænta áfram að hún verði að meðaltali 5%. Hins vegar hefur verðbólguálag á skuldabréfamarkaði lítið breyst milli funda og var álagið til fimm ára eftir fimm ár um 3,4% rétt fyrir júnifundinn.

## II Ákvarðanir um stjórnþæki bankans í peningamálum

Nefndin ræddi taumhald peningastefnunnar í ljósi framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu lækkað frá maifundi nefndarinnar. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en nefndin ákvað í maí að halda áfram að herða það. Á þeim tíma voru vísbendingar um töluverðan þrótt innlendra umsvifa það sem af var ári en versnandi horfur vegna neikvæðra áhrifa innrásar Rússa í Úkraínu vögu á móti. Þá höfðu verðbólguhorfur versnað töluvert.

Nefndarmenn ræddu bráðabirgðatölur þjóðhagsreikninga en samkvæmt þeim var nokkru meiri hagvöxtur á fyrsta fjórðungi ársins en gert hafði verið ráð fyrir í maíspá *Peningamála*. Fram kom að vísbendingar væru jafnframt um að þróttur innlendra umsvifa yrði áfram kröftugur og hlutfall fyrirtækja sem segðust skorta starfsfólk hefði ekki mælst hærra frá árinu 2007. Væntingar heimila og fyrirtækja um efnahagsframvinduna hefðu hins vegar heldur dalað og töluverð óvissa væri um alþjóðlegar efnahagshorfur.

Nefndin ræddi að verðbólga hefði aukist í maí og mældist 7,6%. Fram kom að enn sem fyrr vægi hækkun húsnæðisverðs og annarra innlendra kostnaðarliða þungt auk þess sem alþjóðlegt olíu- og hrávöruverð hefði hækkað mikið. Nefndarmenn fjölluðu um að verðhækkningar væru á breiðum grunni og að undirliggjandi verðbólga hefði aukist. Þá hefðu verðbólguvæntingar hækkað á flesta mælikvarða og væru yfir verðbólguþröskulmiði.

Allir nefndarmenn voru þeirrar skoðunar að hækka þyrfti vexti bankans og herða taumhald peningastefnunnar töluvert. Rætt var um hækkun á bilinu 0,75-1 prósentu. Helstu rök sem komu fram voru þau að raunvextir hefðu lækkað áfram þrátt fyrir hækkun meginvaxta í maí og væru verulega neikvæðir. Þeir væru jafnframt langt undir jafnvægisraunvöxtum og væri stuðningur peningastefnunnar við þjóðarbúskapinn því enn töluverður. Nauðsynlegt væri að draga úr þeim stuðningi með frekari hækkun nafnvaxta en lækkun verðbólguvæntinga myndi einnig hafa áhrif á raunvaxtastigið. Nefndarmenn lögðu áherslu á að hækkun verðbólguvæntinga undanfarið væri mikið áhyggjuefni en að hækkun vaxta myndi stuðla að því að verðbólga og verðbólguvæntingar færðust nær markmiði á ný. Fram kom í umræðunni að þróttur innlendra umsvifa endurspegladist í mikilli eftirspurn eftir húsnæði og hækkun húsnæðisverðs sem næði stöðugt nýjum hæðum sérstaklega þar sem það tæki nokkurn tíma fyrir framboð húsnæðis að bregðast við. Verðbólguhorfur væru slæmar og útlit fyrir að verðbólga á næstunni yrði meiri en nefndin hafði gert ráð fyrir í maí. Nefndarmenn höfðu einnig áhyggjur af því að talsverð spennu væri á vinnumarkaði þar sem atvinnuleysi hefði minnkað, störfum fjölgað hratt og skortur á starfsfólki aukist. Bent var á að svo virtist sem erfiðara gæti orðið að mæta þessum skorti með innfluttu vinnuafli en áður fyrr. Hætta á launaskriði hefði því aukist. Í ljósi framangreindra þátta taldi nefndin nauðsynlegt að herða taumhald

peningastefnunnar enn frekar. Bent var á að þörf gæti verið á að auka aðhaldið enn meira og hækka vexti um meira en 1 prósentu.

Helstu rök fyrir að taka minna skref að þessu sinni voru þau að alþjóðlegar efnahagshorfur hefðu versnað milli funda og að útlit væri fyrir að hægja myndi á hagvexti í viðskiptalöndunum. Bent var á að dregið hefði úr bjartsýni heimila og fyrirtækja, bæði hér á landi og erlendis. Jafnframt tengdist hluti aukinnar einkaneyslu enn afleiðingum farsóttarinnar þar sem gengið væri á uppsafnaðan sparnað og stuttur tími væri liðinn frá því að slakað var á öllum sóttvarnaaðgerðum. Viðsnúningur á efnahagshorfum hér á landi gæti því orðið hraðari en gert væri ráð fyrir. Fram kom í umræðunni að samspil vaxtahækkana bankans og nýlegra ákvarðana fjármálastöðugleikanefndar Seðlabankans um að herða lánþegaskilyrði gæti einnig leitt til þess að hægja myndi hraðar á verðhækkun húsnæðis og innlendri eftirspurn en ella.

Nefndin ræddi einnig beitingu annarra stjórnækja í peningamálum. Fram kom að skoða þyrfti frekar stjórnækki til stýringar á lausu fé í umferð sem nota mætti m.a. til þess að stýfa gjaldeyrisinngrip bankans þegar svo ber undir.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu hækkaðir um 1 prósentu. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum, yrðu 4,75%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4,5%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 5,5% og daglánvextir 6,5%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra en Gylfi Zoëga hefði þó fremur kosið að hækka vexti bankans um 1,25 prósentur.

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 efnahagssumsvifa, 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 Steingrímsdóttir, 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 24. ágúst 2022.

14. janúar 2022

## Seðlabanki Íslands birti í dag þrjár fréttir sem tengjast viðskiptum við mótaðila bankans

Seðlabanki Íslands birti í dag þrjár fréttir sem tengjast viðskiptum við mótaðila bankans. Í fyrsta lagi að lausafjárfluggi verður opnaður og sérstök tímabundin lánaþyrirgreiðsla vegna COVID-19 verður felld niður, í öðru lagi frétt um að bundin innlán til 7 daga verða innleysanleg og í þriðja lagi verður reglum um viðskiptareikninga breytt.

Fréttirnar eru eftirfarandi:

- [Opnun lausafjárflugga og niðurfelling sérstakrar tímabundinnar lánaþyrirgreiðslu vegna Covid](#)
- [Bundin innlán til 7 daga verða innleysanleg](#)
- [Breytingar á reglum um viðskiptareikninga](#)

Seðlabankarafeyrir (CBDC):  
Hvert verður hlutverk seðlabankanna í  
fjármálakerfi framtíðarinnar?

Rannveig Sigurðardóttir, varaseðlabankastjóri peningastefnu



Samtök fjármálafyrirtækja

20.01.2022

Rafrænt seðlabankafé fyrir alla?



- Innlánsstofnanir hafa aðgang að rafrænu seðlabankafé á reikningum sínum í seðlabönkum og í greiðslukerfum seðlabanka
- Almennigur hefur aðeins haft aðgang að seðlabankafé í formi seðla og myntar
- Til umræðu að búa til nýja tegund af rafrænu seðlabankafé sem almennigur hefði aðgang að og gæti notað í rafrænum viðskiptum
- Vekur upp áhugaverðar og flóknar spurningar um stöðu og hlutverk seðlabankanna í fjármálakerfinu, framtíð fjármálakerfisins o.fl.

## Hvað er seðlabankarafeyrir?

- Seðlabankarafeyrir = Central bank digital currency (CBDC)
- Seðlabankarafeyrir uppfyllir eftirtalin skilyrði:



Útgefandi er seðlabanki  
Eigandi seðlabankarafeyris á beina  
kröfu á seðlabanka, ólíkt hefðbundnum  
bankainnstæðum í viðskiptabanka



Krafan er rafræn



Krafan er sett fram í  
reikningseiningu viðkomandi  
gjaldmiðils  
t.d. krónum eða evrum



Krafan er framseljanleg og  
skiptanleg á pari gagnvart  
öðrum formum seðlabankafjár  
t.d. seðlum og mynt

## Hver hefur aðgang?

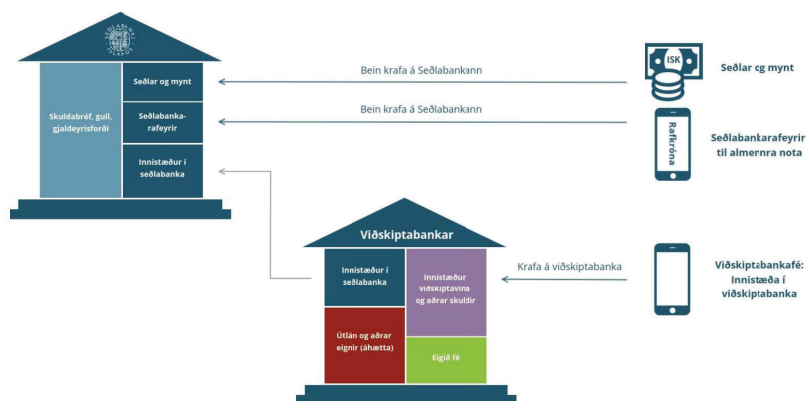
- Seðlabankarafeyrir til almennra nota (Retail / General purpose CBDC)  
= fyrir einstaklinga og fyrirtæki
- Seðlabankarafeyrir til heildsölu (Wholesale CBDC)  
= fyrir tilgreinda aðila í greiðslukerfinu
  - Til að gegna samskonar hlutverki og núverandi innstæður í seðlabanka (uppgjör)  
en hefði e.t.v. aðra eiginleika
- Seðlabankarafeyrir sem Seðlabanki Íslands myndi hugsanlega gefa út;  
*rafkróna*



## Hvað þýðir þetta fyrir bankakerfið og Seðlabankann?



### Lagaleg krafa og áhrif á efnahagsreikninga bankakerfisins



Heimild: BIS

## Seðlabankarafeyrir til almennra nota - umdeild hugmynd og margt sem þarf að huga að



- Mismunandi skoðanir meðal seðlabanka - og innan þeirra - um hvort nauðsynlegt eða skynsamlegt sé að hefja útgáfu
- Aðeins Bahamaeyjar, Austur-Karíbahafseyjar (myntbandalag), Kambódía og Nígería hafa hafið eiginlega útgáfu
- Mikil vinna í gangi í stórum seðlabönkum eins og ECB, BoE, Fed og Riksbanken
- Talið nokkuð líklegt að PBoC (Kína) stígi skrefið fljótlega og hefji útgáfu

## Af hverju seðlabankarafeyri til almennra nota?

1. Öryggi, skilvirkni, samkeppni í innlendri smágreiðslumiðlun
  - Öryggi: Greiðsluleið sem nýtir ekki viðskiptabankafé, fer fram hjá bankakerfinu, fjármálainnviðum þess og kortainnviðum
  - Samkeppni: Grundvöllur nýs samkeppnisumhverfis í smágreiðslumiðlun
  - Skilvirkni: Nýir fjármálainnviðir lausir undan draugum fortíðar, svo sem löngum uppgjörstíma, en með nýjum möguleikum til nýsköpunar (t.d. snjallsamningar)
2. Seðlabankarafeyrir sem grundvöllur nýs fyrirkomulags í alþjóðlegri greiðslumiðlun
  - Seðlabankarafeyrir til heildsölu hugsanlega *nægjanlegur* til að þjóna þessu markmiði
  - Miklar breytingar í farvatninu – hvert verður hlutverk seðlabankanna?
3. Fjármálaþátttaka (e. financial inclusion)
4. Peningalegt fullveldi og ótti við útbreiðslu stöðugleikamynta
  - Dollara-/evru-/Díem-væðing
5. Skilvirkari miðlun peningastefnu við lága vexti

## Macro áhrif – kostir, gallar og lausnir

### Hjámiðlunarvandinn

- Felur í sér flæði innstæðna úr bankakerfinu inn á efnahagsreikning seðlabanka
- Útlánageta bankakerfisins gæti dregist saman og fjármögnunarkostnaður aukist - sem myndi draga úr hagvexti að öðru óbreyttu
- Aukin hætta á bankaáhlaupum, þ.e. þau verða fyrirhafnarlítil á óvissutímum

### Leiðir til að sporna við hjámiðlun

- Takmarka magn seðlabankarafeyris í umferð t.d. með því að setja reglu um hámarksinnstæðu hvers einstaklings og lögaðila
- Hafa áhrif á eftirspurn eftir seðlabankarafeyri með vöxtum (jafnvel neikvæðum) og vaxtaþrepum
- Önnur takmörkun á aðgengi (gates/switching limits) eða stuðningi við banka (veðlán)

### Takmarka takmarkanir tilætlað notagildi?

- Tæknilega ekkert í vegi fyrir beitingu þessara takmarkana en vandinn er að þær geta beinlínis takmarkað notagildi seðlabankarafeyris
- Ef ná á markmiðum þarf að vera eftirspurn og notkun – má bara ekki vera of mikil og ekki of kvik
- Þetta er klemman!



## Macro áhrif – kostir, gallar og lausnir



### Áhrif á peningastefnuna og miðlunarferlið

- Að greiða vexti hefði áhrif á peningastefnuna
  - Möguleikinn á neikvæðum vöxtum gæti auðveldað framkvæmd peningastefnunnar
  - Vaxtalaus seðlabankarafeyrir gæti hins vegar styrkt ZLB (minni áhætta og kostnaður en að halda seðlum og mynt)
- Vaxtaberandi seðlabankarafeyrir hefði áhrif á miðlunarferlið - beintenging milli vaxtaákvörðunar og hluta sparnaðar einstaklinga og fyrirtækja
  - Ýtir undir hjámiðlun
  - Getur aukið pólitískt vægi seðlabankans og grefur þannig hugsanlega undan sjálfstæði hans
- Seðlabankarafeyrir opnar nýja möguleika við dreifingu „byrlupeninga“
- Miðlunarferli peningastefnunnar er ólíkt milli landa

## Hvað gerist næst?



Rannsóknir, safna þekkingu og læra af reynslu annarra



A sama tíma mun fjármálamarkaðurinn og ytra umhverfi okkar, t.d. alþjóðleg greiðslumiðlun, halda áfram að breytast hratt



Það gæti snögglega breytt hagsmunamati okkar um fýsileika þess að hefja útgáfu seðlabankarafeyris, hvort sem er til almennra nota eða heildsölu



Leiðarljós vinnunnar verða þau markmið sem bankanum eru sett með lögum: **að stuðla að stöðugu verðlagi, fjármálastöðugleika og virku og öruggu fjármálakerfi**, þ.m.t. greiðslumiðlun í landinu og við útlönd

## Hvað gerist næst?

- Rannsóknir, safna þekkingu og læra af reynslu annarra
- Á sama tíma mun fjármáلامarkaðurinn og ytra umhverfi okkar, t.d. alþjóðleg greiðslumiðlun, halda áfram að breytast hratt
- Það gæti snögglega breytt hagsmunamati okkar um fýsileika þess að hefja útgáfu seðlabankarafeyris, hvort sem er til almennra nota eða heildsölu
- Leiðarljós vinnunnar verða þau markmið sem Seðlabankanum eru sett með lögum: að stuðla að stöðugu verðlagi, fjármálastöðugleika og virku og öruggu fjármálakerfi, þ.m.t. greiðslumiðlun í landinu og við útlönd

Takk fyrir

# Endir Covid kreppunnar, peningastefna og verðbólguhorfur

(*Vísbinding*, 11. febrúar 2022 - 6. tölublað)

Hagkerfið hefur nú náð fullu framleiðslustigi og Covid kreppunni lokið. Atvinnuleysi sem var 4,4% á fyrsta ársfjórðungi 2020 og varð 7,9% á öðrum ársfjórðungi þess árs er nú aftur komið niður í 4,4% á fjórða ársfjórðungi 2021 samkvæmt tölum Hagstofunnar. Töpuð störf vegna farsóttarinnar eru nú að fullu endurheimt. Töluverður fjöldi fyrirtækja segjast skorta starfsfólk og færri fyrirtæki vilja fækka starfsfólki en áður. Einkaneysla hefur vaxið og fer enn vaxandi og fjárfesting enn meira. Framleiðsla er um þessar mundir búin að ná því stigi að verðbólga er farin að láta á sér kræla. Hagkerfið hefur náð sér á strik án þess að ferðþjónustan hafi náð sama krafti og fyrir Covid, aðrar greinar hafa fyllt í skarðið eins og ávallt gerist í markaðshagkerfum. Samkvæmt spá Seðlabankans var hagvöxtur 4,9% á síðasta ári og er spáð svipuðum hagvexti á þessu ári. Kaupmáttur ráðstöfunartekna jókst um 3,9% árið 2020 og 3,5% árið 2021.

## Hagstjórn

Hagstjórn tekur mið af þessari þróun efnahagsmála. Halli á rekstri ríkissjóðs verður minni árið 2022 en á síðasta ári. Fjárlög fyrir árið 2022 voru afgreidd með halla sem nemur 5,2% af landsframleiðslu. Það dregur mikið úr hallanum á milli ára og má rekja það til hagvaxtar auk þess sem dregið er úr mótvægisáðgerðum stjórnvalda vegna farsóttarinnar. Aðhald ríkisfjármála eykst því milli ára. Seðlabankavextir hafa nú hækkað um 2% frá því að þeir náðu lágmarki í lok árs 2020. Í byrjun Covid kreppunnar voru seðlabankavextir 2,75%, eins og þeir eru núna í lok kreppunnar eftir vaxtahækkun vikunnar. Vextir voru lækkaðir í nokkrum skefum um 2% árið 2020 til þess að vernda hagkerfið gegn áhrifum farsóttarinnar en nú er þessarar örvunar ekki lengur þörf og þeir hafa þá verið hækkaðir aftur um 2%.

Slæmu fréttirnar um þessar mundir er sú að verðbólguhorfur hafa versnað fyrir þetta ár. Nú hefur verðbólga ekki verið vandamál í svo langan tíma að rétt er að byrja á að rifja upp nokkur grundvallaratriði.

## Um verðbólgu

Oft gætir misskilnings á í frétttaflutningi þar sem verðbólga, hátt verðlag og lægri kaupmáttur launa eru lögð að jöfnu. Þannig er sagt að verðbólga skerði lífskjör og geri heimilum erfitt fyrir að ná endum saman. En þá gleymist að verðbólga felur ekki einungis í sér hækkun verðlags, bæði verðs á vörum og þjónustum, heldur einnig hækkun launa. Þannig er hægt að tala bæði um verðbólgu á vörumarkaði og svo launaverðbólgu. Hærri verðbólga þarf ekki að valda minni kaupmætti launa, laun geta hækkað meira en verðlag. Kaupmáttur launa hefur aldrei verið hærri á Íslandi en nú þótt verðbólga sé meiri í janúar en hún hefur mælst í áratug. Vandinn við verðbólgu er ekki

„dýrtíð“ heldur sá að hlutfallsleg verð eru breytileg yfir árið. Laun hækka kannski í einum mánuði, verð á hinum ýmsu vörum og þjónustu síðan hvert á fætur öðru. Kaupmáttur launa getur verið meiri í upphafi árs en lok þess, hlutfallslegt verð á einni vöru hátt um miðbik árs en ekki í lok þess o.s.fr. Þannig brenglar verðbólgan ákvarðanir fyrirtækja og einstaklinga.

Vaxandi verðbólga getur skapað væntingar einstaklinga og fyrirtækja um enn hærri verðbólgu í framtíðinni sem síðan kemur fram í kjarasamningum og verðáskvarðunum sem ýta undir frekari verðbólgu. Mikil og viðvaranadi verðbólga getur þannig orðið þrálát og það kostað miklar fórnir að ná henni niður aftur með háum seðlabankavöxtum. Fórnirnar ber almenningur í formi atvinnuleysis. Það er því afar mikilvægt að koma í veg fyrir að verðbólga nái að festa sig í sessi.

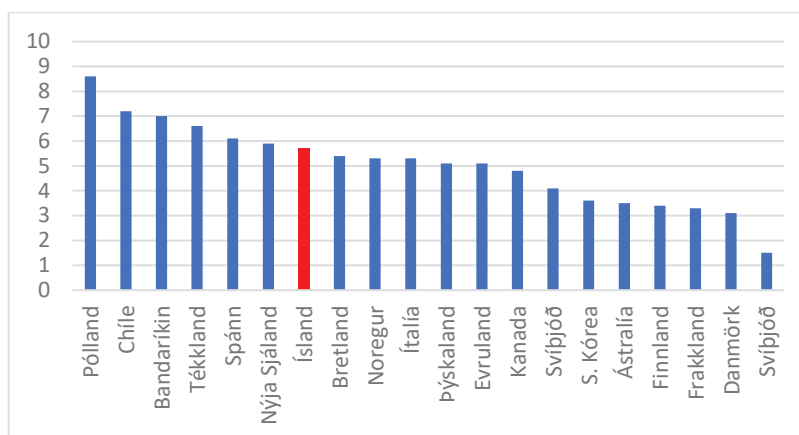
## Verðbólguhorfur

Samkvæmt spá Seðlabankans mun verðbólga verða 5,8% á fyrsta ársfjórðungi þessa árs og haldast síðan yfir 5% fram eftir ári og ekki lækka undir 4% fyrr en á næsta ári. Verðbólguvæntingar á skuldabréfamarkaði hafa einnig hækkað og er nú fimm ára álagið komið í 3% og tveggja ára álagið yfir 4,5%. Þessi verðbólga stafar einkum af mikilli innlendri eftirspurn sem hefur haft í för með sér að innlendir framleiðsluþættir, einkum vinnuafli og húsnæði, hafa hækkað í verði. Stærstu liðir í hækkun neysliverðvísitölunnar eru þannig húsnæðisliðurinn og almenn þjónusta sem hvorutveggja endurspegla innlendar launahækkunir. Einnig hefur eldsneytisverð hækkað og verð á ýmsum öðrum innfluttum vörum en þessir þættir eru, allavega enn sem komið er, ekki stór áhrifavaldur í innlendri verðbólgu.

Erlendar hækkunir á hrávörum hafa ekki eins mikil áhrif hér og í Evrópu vegna þess að ekki þarf gas, kol eða olíu til þess að kynda hús, þörfin fyrir innflutta orkugjafa er minni, og einnig vegna þess að gengi krónunnar hefur styrkst um 6,3% síðustu 12 mánuði sem vegur upp á móti erlendum verðhækkunum. Ekki er ósennilegt að krónan styrkist eitthvað næstu mánuði með hækkandi sól og fjölgun ferðamanna sem mun þá draga úr áhrifum herra hrávöruverðs og framleiðsluþnökra erlendis. Vonir standa til að þessir hnökror muni minnka þegar líður á árið og framboð á vörum á heimsmarkaði þá aukast.

## Ekki ein á báti

Verðbólguvandinn einskorðast ekki við Ísland eins og sjá má á myndinni hér fyrir neðan. Verðbólga í Þýskalandi er nú hærri en hún hefur verið í um þrjá áratugi. Verðbólga annars staðar stafar í meira mæli a hækkun hrávöruverðs en hér á landi. En framleiðsluvandamál í löndum þar sem Covid áhrifa gætir enn svo sem í Kína hafa einnig áhrif á þróun verðlags og sömuleiðis mikil innlend eftirspurn eins og hér á landi.



## Verðbólga og húsnæðismarkaður

Húsnæðisliðurinn skýrir tæplega helming ársverðbólgunnar hér á landi en aðrir liðir verðvísitölunnar hafa einnig hækkað. Þannig hefur verð innlendrar vöru hækkað um 5,1% á milli ára og verð almennrar þjónustu um 4,9%. Hækkun verðlags er almenn og hækka þannig 60% vöruflokka í vísitölunni um meira en 2,5%. Verðbólgan einskorðast ekki við vöru- og þjónustumarkað. Laun hafa hækkað mikið og var árshækkun launa, bæði mælt með launavísitölu og vísitölu heildarlauna, um og yfir 7% á síðasta ári. Þessar miklu launahækkningar endurspeglast síðan í hækkun á verði innlendrar þjónustu.

Hækkun fasteignaverðs má rekja til ýmissa þátta. Kaupmáttur launa hefur aukist sem eykur eftirspurn eftir húsnæði, Íslendingar hafa lítið ferðast til útlanda síðustu tvö árin og því haft meira til ráðstöfunar innan lands sem hefur komið fram í góðu gengi verslunar innan lands og mikilli eftirspurn eftir þjónustu iðnaðarmanna. Eftirspurn eftir húsnæði hefur aukist að sama skapi. Og, síðast en ekki síst, hafa lágir vextir á fasteignalánnum aukið eftirspurn og gert mörgum kleift að eignast sína fyrstu eign.

Áhrif seðlabankavaxta á húsnæðisverð eru mikilvægur farvegur fyrir peningastefnuna. Þegar vextir lækka og eftirspurn eykst á húsnæðismarkaði þá hækkar verð sem síðan verður til þess að meira er byggt og framboð húsnæðis eykst þá smám saman. Eftirspurn í hagkerfinu er þá meiri fyrir vikið, atvinna meiri. En það tekur tíma fyrir verktakafyrirtæki að byggja ný hús og á meðan haldast verð há. Það er því ekki alveg að fullu rétt að segja að skortur á framboði skýri hátt húsnæðisverð vegna þess að fyrst eykst eftirspurn og hækkar verð og síðan eykst framboð á húsnæði í kjölfarið. En að svo miklu leyti sem aukin eftirspurn stafar af vaxtalækkun þá hefur peningastefnan náð að örva hagkerfið. Það er svo alltaf spurning hvort peningastefnan hafi örvað hagkerfið of mikið á tímum Covid, hér á landi sem annars staðar. En þótt svo hefði verið í þá tókst henni engu að síður að minnka áhrif farsóttarinnar á líf skjör og atvinnu.

## Horfur framundan

Horfurnar eru bjartar fyrir þetta ár, hagvöxtur og bætt lífskjör. En helsta markmið hagstjórnar verður að halda verðbólgu í skefjum til þess að hún valdi ekki skaða og krefjist ekki meiri fórna í framtíðinni. Til þess að ná þessu markmiði er mikilvægt að gott samspil verði á milli Seðlabankans, ríkisstjórnar og aðila vinnumarkaðarins og það haft í huga að unnt er að bæta lífskjör á margvíslegan annan hátt en með hækkun krónulauna. Höfundur er ytri meðlimur í peningastefnunefnds Seðlabankans. Allar skoðanir og ályktanir sem fram kom í þessari grein eru hans eigin og endurspeгла ekki skoðanir annarra nefndarmanna.

# Tími til að sættast

(*Vísbending*, 18. mars 2022 - 11. tölublað)

Styrjöld tekur við af farsótt Það virðist ekki eiga af heimbyggðinni að ganga. Útlit er fyrir að mikil óvissa verði um efnahagsmál innan lands sem utan á þessu ári. Hér á landi er óvissa um gengi krónunnar, einkum vegna þess að við vitum ekki enn áhrif farsóttar og styrjaldar á fjölda ferðamanna; það er óvissa um verð á olíu og annarri hrávöru vegna styrjaldarinnar; það er óvissa um verð á innflutningi vegna verðbólgu í helstu viðskiptalöndum; og það er óvissa um innlenda verðbólguþróun.

Við þessar aðstæður getur reynst erfitt að ljúka kjarasamningum á komandi hausti. Þótt ekki heyrist enn mikill sáttatónn frá aðilum vinnumarkaðar þá er brýn ástæða til þess að aðilar sýni varfærni í kröfugerð, bæði launþegar og vinnuveitendur, og komist að samkomulagi án þess að til mikilla átaka komi.

En hvernig gæti ný „þjóðarsátt“ litið út? Hvað gæti orðið til þess að samningar tækjust án mikilla átaka? Hér verður leitast við að vísa veginn til þess að svo megi verða.

## Þáttur launþega

Kaupmáttur launa er nú meiri en hann hefur nokkru sinni verið og hlutdeild launa í þjóðartekjum um 60%. Þetta hlutfall er bæði sögulega hátt og einnig hátt í samanburði við helstu viðskiptalönd. Kaupmáttarleiðréttar meðaltekjur eru næsthæstar hér á landi af aðildarríkjum OECD, einungis hærrí í Bandaríkjunum þar sem mun meiri ójöfnuður er.

Gengi atvinnugreina er hins vegar misjafnt; ferðaþjónusta er löskuð eftir farsóttina en mun betur gengur í ýmsum öðrum greinum. Það væri því æskilegt að tillit verði tekið til mismunandi gengis atvinnugreina þegar kemur að kaupkröfum. Sennilega er svigrúm í sumum greinum til þess að bæta kaup og kjör en ekki í öðrum. Það teldist varla vera skynsamlegt að hækka öll laun óháð því hvort fyrirtæki geti staðið undir bættum kjörum launafólks.

Þáttur launþega í því að koma á sátt væri þá að stilla kaupkröfum í hóf til þess að ekki verði víxlverkun launa og verðlags. Þannig verði ekki gerðar kröfur um launahækkanir umfram það sem má réttlæta vexti framleiðni í hverri atvinnugrein. Það býður upp á stigmögnun verðbólgu að láta erlendar verðhækkanir leiða sjálfkrafa til hærri launa innan lands vegna þess að hækkun verðs á innfluttum vörum verður ávallt til þess að rýra lífskjör hér á landi, hvað svo sem við gerum. Það er hægt að dreifa byrðunum með sköttum og tilfærslum en ekki að koma í veg fyrir að lífskjör rýrist.

Friður á vinnumarkaði felur ekki einungis í sér að launafólk gæti hófs í launakröfum heldur einnig að vinnuveitendur gæti hófs í kröfum um hagnað



og arðsemi fjármagns. Það er því ekki rétt að fela launþegum einum ábyrgð á þróun verðbólgu og almenns stöðugleika í efnahagslífinu. Friður verður þegar kröfur um kaupmátt fara saman við þann kaupmátt sem vinnuveitendur vilja greiða.

Báðir aðilar, launþegar og vinnuveitendur, hafa hagsmuni af friði og vinnumarkaði og hófsömum kjarasamningum vegna áhrifa verðbólgu á vexti Seðlabankans. Þumalfingursreglan er sú að 1% hærri verðbólga kalli á 1,5% hærri seðlabankavexti. Þess vegna hafa báðir aðilar hag af því að stuðla að lágri verðbólgu. Verðbólga er þess utan skaðleg, brenglar alla ákvarðanatöku fyrirtækja og heimila og brennir upp peningalegan sparnað.

## Þáttur vinnuveitenda og stjórnvalda

Það er unnt að bæta lífskjör á annan hátt en að hækka krónulaun. Húsnæðiskostnaður ræður miklu um lífskjör. Þegar litið er nokkur ár fram í tímann þá geta ríki, sveitarfélög og lífeyrissjóðir bætt lífskjör með því að auka framboð á ódýru íbúðarhúsnæði sem myndi þá lækka verð almennt á minni eignum. Þetta væri mikilvæg kjarabót fyrir einstaklinga á lægri launum og þá sem eru að kaupa sína fyrstu eign.

Til skamms tíma litið væri enn auðveldara að lækka álögur á eldsneyti svo hækkun á olíuverði á heimsmarkaði hafi minni áhrif á innlent eldsneytisverð. Það er ekki sjálfsagt að styrjöld í Evrópu sem hækkar heimsmarkaðsverð á olíu auki tekjur ríkissjóðs.

En fleira væri unnt að tína til sem kæmi til móts við hagsmuni launþega. Þótt skipting ráðstöfunartekna sé hvergi jafnari meðal ríkja OECD þá er skipting eigna líklega mun ójafnari, eins og reyndar er raunin í flestum ríkjum.<sup>1</sup> Þegar eignir eru löglega taldar fram þá vaknar sú spurning hvort ójöfn skipting eigna sé vandamál sem þurfi að taka á með eignasköttum. Hér koma nokkur sjónarmið til álita. Ójöfn skipting eigna sem stafar af því að sumir hafi lagt meira fyrir en aðrir, ávaxtað sparnað sinn betur eða náð árangri í rekstri fyrirtækja er alls ekki óæskileg. Þvert á móti leiðir sparnaður, vel heppnaðar fjárfestingar og vel rekin fyrirtæki til betri lífskjara launafólks svo fremi sem peningarnir eru ekki faldir í skattaskjólum heldur fara í fjárfestingar.

En ójöfn skipting eigna stafar að nokkru leyti af öðrum og óæskilegum ástæðum.

Renta sem skapast af fákeppni eða eignarhaldi á auðlindum eykur ráðstöfunartekjur þeirra sem ráða yfir fákeppnisfyrirtækjum og auðlindum og skekkir smám saman dreifingu eigna. Vegna smæðar og fyrirkomulags gengismála er fákeppni í flestum atvinnugreinum á Íslandi og eignarhald

---

<sup>1</sup> Mikil óvissa er um hversu ójöfn eignaskiptingin er vegna þess að þeir einstaklingar sem eignaðastir eru geyma eigur sínar að öllum líkindum í skattaskjólum.

auðlinda er samþjappað.<sup>2</sup> Sem dæmi má nefna starfsemi viðskiptabanka þar sem bæði er fákeppni og verð ógagnssæ, upplýsingar um gjaldskrár og vaxtamun ósamhverfar þannig að bankarnir geta farið sínu fram án þess að viðskiptavinir þeirra geti rönd við reist. Það eru sennilega ekki margir sem vita hvað bankarnir taka fyrir notkun á debetkortum innan lands eða úttektir í hraðbönkum erlendis. Gjaldskrár stóru bankanna þriggja eru nægilega langar til þess að það er erfitt eða jafnvel ómögulegt fyrir fólk að átta sig á verðum eða bera þau saman á milli banka.<sup>3</sup>

Nú eru brátt þrjú ár liðin frá því að þáverandi seðlabankastjóri skrifaði bréf til þjóðaröryggisráðs þar sem hann varaði við því að innlend greiðslumiðlun fari öll í gegnum erlend kortafyrirtæki og ekki bólar á lausn enn. En það er ekki bara öryggissjónarmið að til sé innlend greiðslumiðlun heldur skiptir miklu fyrir lífskjör að til sé ódýr innlend greiðslumiðlun eins og t.d. er að finna í Danmörku og víðar. En til þess að svo megi verða þurfa viðskiptabankarnir að gefa eftir spón úr aski sínum eða stjórnvöld að taka ómakið af þeim. Til þess þarf röggsama stjórn mála- og embættismenn sem hugsa um almannahag og þora að taka þann mótbyr sem fylgir því að fara gegn sérhagsmunum. Ef slíkt reynist ekki mögulegt kæmi til greina að opinberir aðilar ákvarði þjónustugjöld þegar kemur að greiðslumiðlun eða hafi beint eftirlit með henni eins og tíðkast t.d. á Bretlandi.

Mikill hagnaður banka árið 2021vekur athygli. Eigendur þeirra gefa sér arðsemiskröfu og haga vaxtamun og upphæð þjónustugjalda í samræmi við hana. Það er ekki sjálfsagt að fyrirtæki í fákeppni ákveði einhliða arðsemi sína, ekki frekar en það sé sjálfsagt að launþegar ákveði einhliða kaupmátt launa sinna. Við bætist að íslenska ríkið styrkti fyrirtæki í ferðaþjónustu og tengdum greinum árin 2020 og 2021 um tugi milljarða til þess að forða þeim frá gjaldþroti á farsóttartímanum. Með þessum útgjöldum var komið í veg fyrir mikið útlánatap bankanna. En þá er varla sjálfsagt að eigendur bankanna haldi veislu í lok farsóttar með arðgreiðslum vegna góðs gengis á tímum þegar samfélagið var lamað.

Af stóru bönkunum þremur er Arion einn alfarið í einkaeigu. Í nýlegri grein í *Kjarnanum*<sup>4</sup> kom fram að bankinn hagnaðist um 28,6 milljarða króna árið 2021; greiddi út arð eða keypti eigin bréf af hluthöfum fyrir 31,5 milljarða króna og til stendur að greiða 79% af hagnaði ársins út sem arð, alls 22,5 milljarða króna. Stefnt er að því að skila hluthöfum rúmlega 58 milljörðum frá byrjun 2021. Þar að auki hefur bankinn áform um að greiða um 30 milljarða króna til hluthafa í nánustu framtíð. Og hver var nú arðsemi

---

<sup>2</sup> Hið sama má reyndar segja um heimshagkerfið þar sem fákeppni gætir nú meira en áður, t.d. Google, Amazon, Apple og fleiri markaðsráðandi fyrirtæki.

<sup>3</sup> Sjá

[https://www.arionbanki.is/themes/arionbanki/arionbanki/documents/05\\_Bankinn/Fleira/Vextir-og-verdskra/Verdskra/verdskra\\_12112021.pdf](https://www.arionbanki.is/themes/arionbanki/arionbanki/documents/05_Bankinn/Fleira/Vextir-og-verdskra/Verdskra/verdskra_12112021.pdf);

<https://cdn.islandsbanki.is/image/upload/v1/documents/Verdskra.pdf>;

<https://www.landsbankinn.is/vextir-og-verdskra>.

<sup>4</sup> Sjá <https://kjarninn.is/frettir/arion-banki-hagnadist-um-286-milljarda-og-borgadi-16-milljard-i-bonusa/>.

bankans? Arðsemi eigin fjár var 14,7% á árinu 2021 sem síðan gaf tilefni til kaupauka uppá 1580 milljónir.

Á síðustu árum hefur starfsemi flestra útibúa bankanna verið hætt og kostnaður þannig verið lækkaður. En hvar liggur ábatinn af minni kostnaði bankanna? Hefur vaxtamunur verið minnkaður eða þjónustugjöld lækkuð? Full átæða er fyrir Samkeppniseftirlit að rannsaka hegðun bankanna eins og eftirlitið fór ofan í saumana á rekstri olíufélaganna fyrir nokkrum árum.

Að lokum er það hinn óleysti hnútur sem felur í sér skiptingu rentu af sjávarauðlindum. Öflug fyrirtæki skila miklum arði en hluti af þessum arði er renta af auðlindinni, hið hagkvæma stjórnunarkerfi hefur flutt tekjur frá vinnuafli til fjármagns sem hefur áhrif á tekju- og eignaskiptingu. Það er ekki gott fyrir lýðræðið að fáir aðilar eignist stóran hluta efnahagslífsins. Sáttar er þörf.

## Lokaorð

Nú er ekki ósennilegt í aðdraganda kjarasamninga að forystufólk launþega bendi á há laun forstjóra og „ofurhagnað“ banka; að forystufólk atvinnulífsins leggi áherslu á hófsemi í launakröfum; og stjórnvöld finnist það óframkvæmanlegt að taka á fákeppnisrentunni. En betra væri að hver setti sig í annars spor og friður væri á vinnumarkaði á tímum styrjalda og óvissu í heiminum.

## Úr sóttkví í stríðsrekstur Er óvissan endalaus?



Staða og horfur í efnahagsmálum  
Samiðn 21. mars 2022

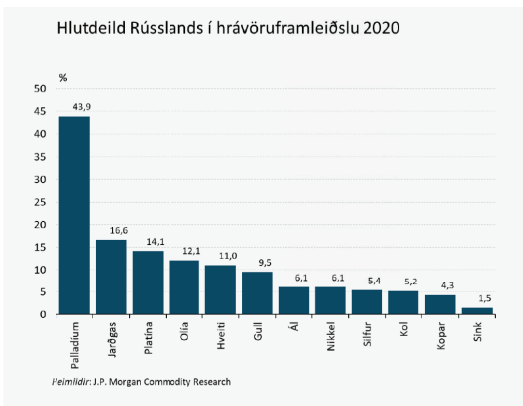
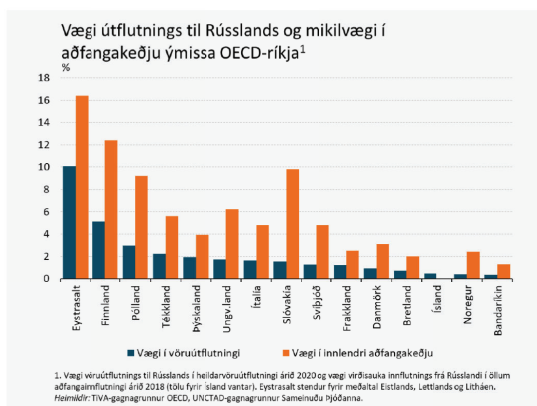
Rannveig Sigurðardóttir  
Varaseðlabankastjóri peningastefnu



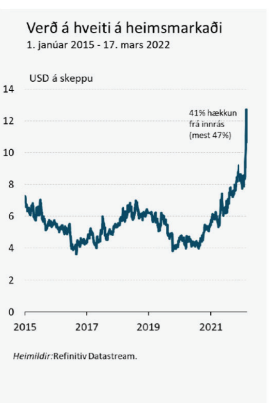
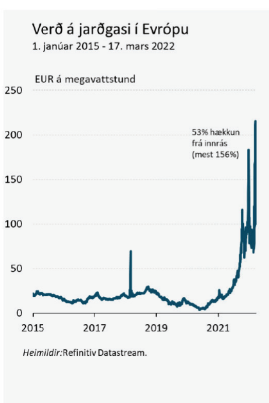
## Stríðið í Úkraínu

Efnahagsleg áhrif innrásar og efnahagsþvingana

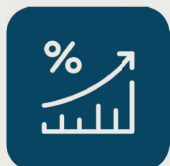
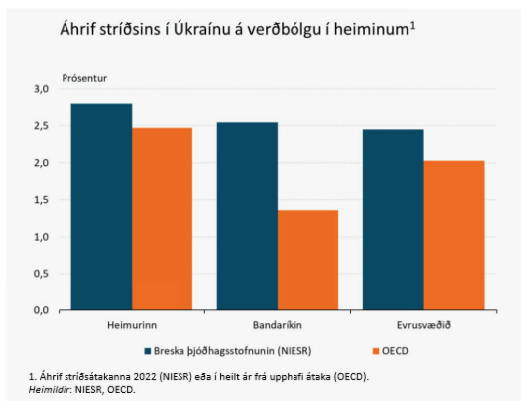
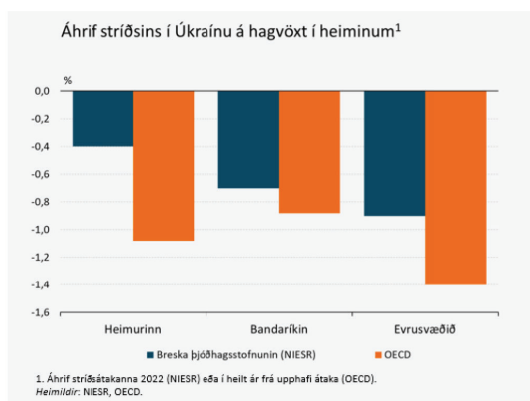
## Viðskipti við Rússland lítil en vægi í hrávöru mikið



## Hrávöruverð hækkað verulega í kjölfar stríðsins



## Hagvöxtur verður minni og verðbólga meiri og þrálátari

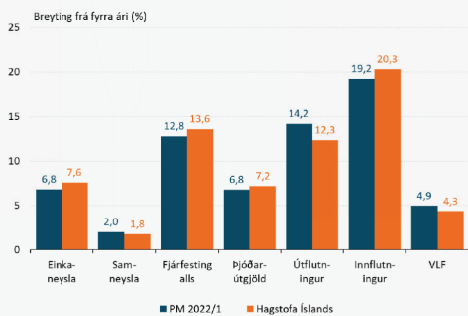


## Stríðsátök auka óvissu um innlenda efnahagsþróun

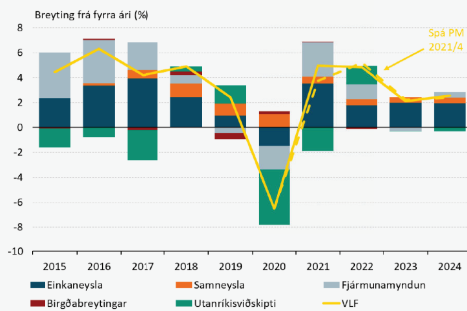
# Hagvöxtur samkvæmt fyrstu tölum minni en vænst var



Þjófahagsreikningar 2021



Hagvöxtur og framlag undirliða 2015-2023<sup>1</sup>

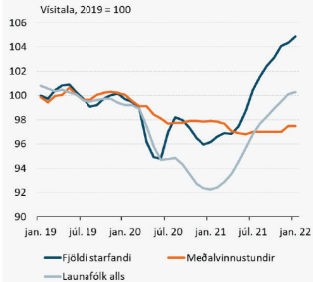


1. Grunnspá Seðlabankans 2021-2024. Brotalína sýnir spá frá PM 2021/4. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

# Aukin atvinna og slakinn virðist horfinn

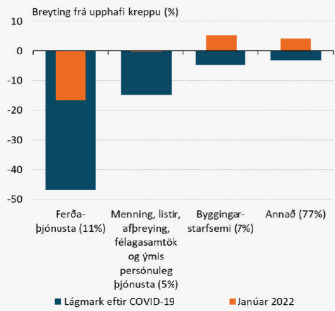


Fjöldi starfandi fólks<sup>1</sup>  
Janúar 2019 - janúar 2022



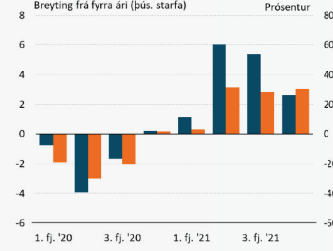
1. Launafólk samkvæmt lögum um staðgreiðsluskrá Skattþjóns en önnur gögla úr vinnu- og atvinnuáætlun Hagstofu Íslands. Fólk á aldrinum 16-74 ára. Þriggja mánaða þróunarmál meðaltal ársliðarleiðréttar talna. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Breyting á fjölda starfa á tímum heimsfaraldurs<sup>1</sup>



1. Þeggt á mánaðarlegum fjölda launafólks á aldrinum 16-74 ára úr staðgreiðsluskrá ríkisskattstjóra. Upphaf kreppu er febrúar 2020. Árstíðarleiddar tölur. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

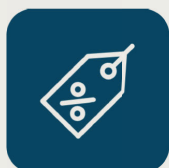
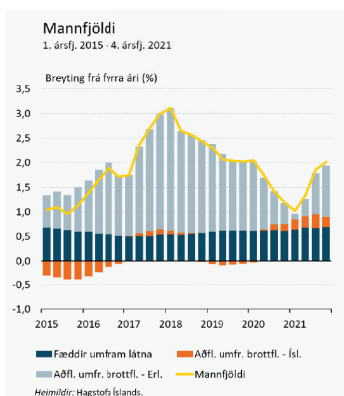
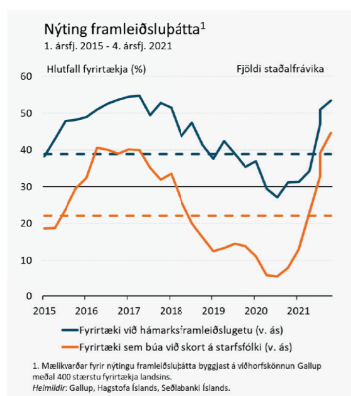
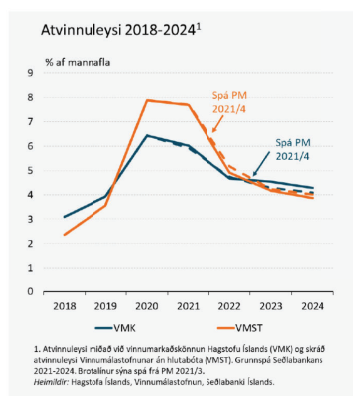
Ráðningaráform fyrirtækja<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2020 - 4. ársfj. 2021



1. Laus störf skv. fyrirtækjalögnun Hagstofu Íslands og hlutfall fyrirtækja sem vilja fjölga eða fækka starfsfólki næstu 6 mánuði er úr könnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins og eru göglinn ársliðarleiðrétt af Seðlabanki Íslands. Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

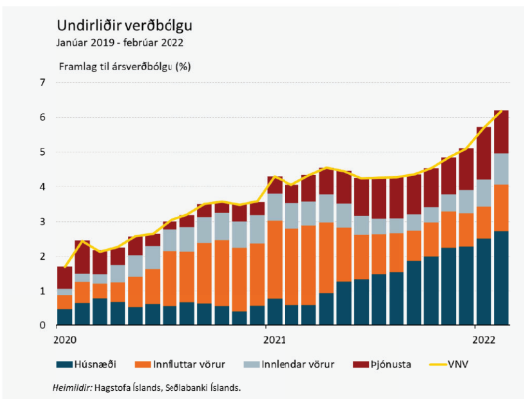
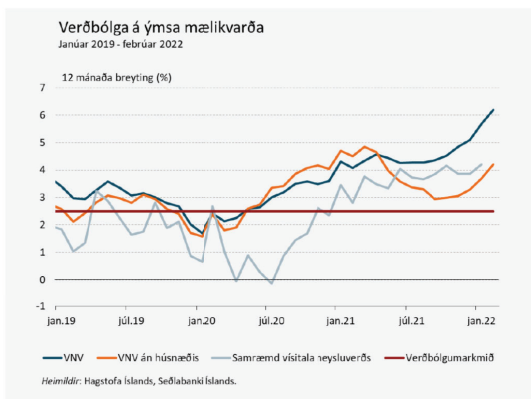


## Atvinnuleysi minnkað hratt og vaxandi skortur á fólki

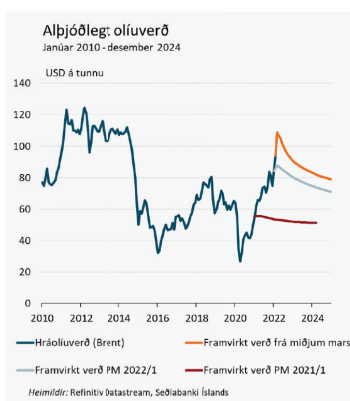
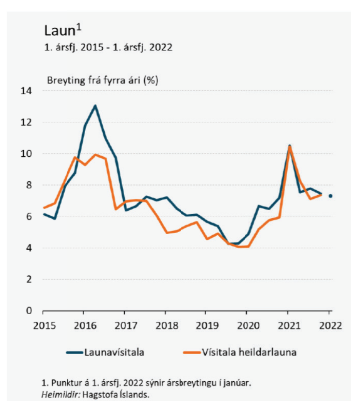
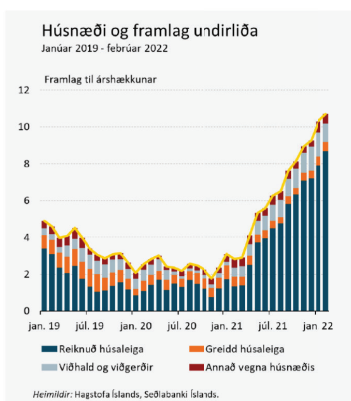


## Verðbólga og aðgerðir Seðlabankans

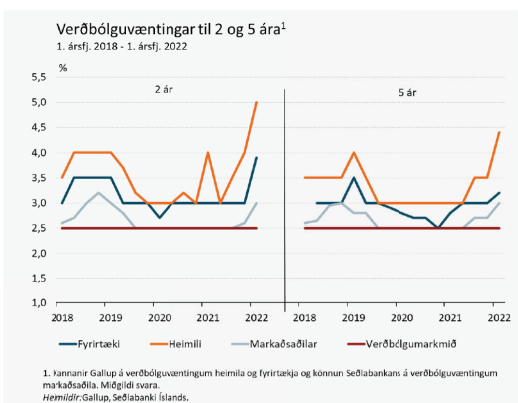
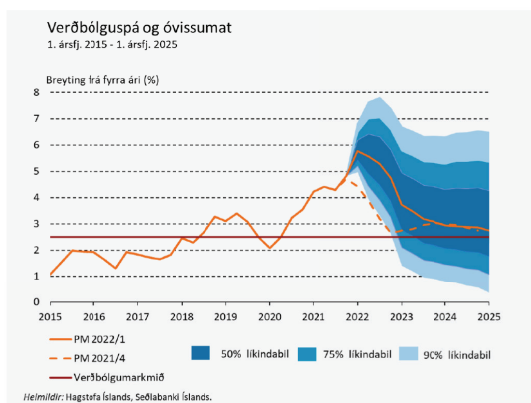
## Verðbólga eykst á alla mælikvarða



## Innlendur verðbólguþrýstingur enn mikill og áhrif alþjóðlegar verðhækkunar lífseigar



## Verðbólguhorfur versna og verðbólguvæntingar hækka á alla mælikvarða



Takk fyrir

## Framtíð peninga: Seðlabankarafeyrir (CBDC)

Rannveig Sigurðardóttir, varaseðlabankastjóri peningastefnu



Háskólinn í Reykjavík

23.03.2022

### Rafrænt seðlabankafé fyrir alla?



- Innlánsstofnanir hafa aðgang að rafrænu seðlabankafé á reikningum sínum í seðlabönkum og í greiðslukerfum seðlabanka
- Almennigur hefur aðeins haft aðgang að seðlabankafé í formi seðla og myntar
- Til umræðu að búa til nýja tegund af rafrænu seðlabankafé sem almenningur hefði aðgang að og gæti notað í rafrænum viðskiptum
- Vekur upp áhugaverðar og flóknar spurningar um stöðu og hlutverk seðlabankanna í fjármálakerfinu, framtíð fjármálakerfisins o.fl.

## Hver hefur aðgang?

- Seðlabankarafeyrir til almennra nota (Retail / General purpose CBDC)  
= fyrir einstaklinga og fyrirtæki
- Seðlabankarafeyrir til heildsölu (Wholesale CBDC)  
= fyrir tilgreinda aðila í greiðslukerfinu
  - Til umræðu að útvíkka aðgengið annað hvort með samskonar hlutverki og númerandi innstæður í seðlabanka (uppgjör) hafa en gæti einnig haft aðra eiginleika
- Seðlabankarafeyrir sem Seðlabanki Íslands myndi hugsanlega gefa út;  
*rafkróna*

## Hvað er seðlabankarafeyrir?

- Seðlabankarafeyrir = Central bank digital currency (CBDC)
- Seðlabankarafeyrir uppfyllir eftirtalin skilyrði:



Útgefandi er seðlabanki  
Eigandi seðlabankarafeyris á beina kröfu á seðlabanka, ólíkt hefðbundnum bankainnstæðum í viðskiptabanka



Krafan er rafræn



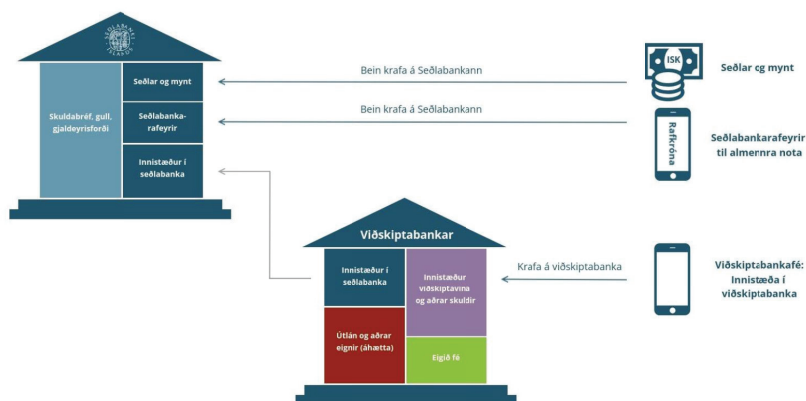
Krafan er sett fram í reikningseiningu viðkomandi gjaldmiðils  
t.d. krónum eða evrum



Krafan er framseljanleg og skiptanleg á pari gagnvart öðrum formum seðlabankafjár  
t.d. seðlum og mynt

## Hvað þýðir þetta fyrir bankakerfið og Seðlabankann?

### Lagaleg krafa og áhrif á efnahagsreikninga bankakerfisins



Heimild: BIS

## Seðlabankarafeyrir til almennra nota - umdeild hugmynd og margt sem þarf að huga að

- Mismunandi skoðanir meðal seðlabanka - og innan þeirra - um hvort nauðsynlegt eða skynsamlegt sé að hefja útgáfu
- Aðeins Bahamaeyjar og Nígería hafa hafið eiginlega útgáfu
- Mikil vinna í gangi í stórum seðlabönkum eins og ECB, BoE, Fed og Riksbanken
- Talið nokkuð líklegt að PBoC (Kína) stígi skrefið fljótlega og hefji útgáfu

## Af hverju seðlabankarafeyri til almennra nota?

1. Öryggi, skilvirkni, samkeppni í innlendri smágreiðslumiðlun
  - Öryggi: Greiðsluleið sem nýtir ekki viðskiptabankafé, fer fram hjá bankakerfinu, fjármálainnviðum þess og kortainnviðum
  - Samkeppni: Grundvöllur nýs samkeppnisumhverfis í smágreiðslumiðlun
  - Skilvirkni: Nýir fjármálainnviðir lausir undan draugum fortíðar, svo sem löngum uppgjörstíma, en með nýjum möguleikum til nýsköpunar (t.d. snjallsamningar)
2. Seðlabankarafeyrir sem grundvöllur nýs fyrirkomulags í alþjóðlegri greiðslumiðlun
  - Seðlabankarafeyrir til heildsölu hugsanlega *nægjanlegur* til að þjóna þessu markmiði
  - Miklar breytingar í farvatninu – hvert verður hlutverk seðlabankanna?
3. Fjármálaþátttaka (e. financial inclusion)
4. Peningalegt fullveldi og ótti við útbreiðslu stöðugleikamynta
  - Dollara-/evru-/Diem-væðing
5. Skilvirkari miðlun peningastefnu

## Macro áhrif – kostir, gallar og lausnir

### Áhrif á peningastefnuna og miðlunarferlið

- Að greiða vexti hefði áhrif á peningastefnuna
  - Möguleikinn á neikvæðum vöxtum gæti auðveldað framkvæmd peningastefnunnar
  - Vaxtalaus seðlabankarafeyrir gæti hins vegar styrkt ZLB (minni áhætta og kostnaður en að halda seðlum og mynt)
- Vaxterandi seðlabankarafeyrir hefði áhrif á miðlunarferlið - beintenging milli vaxtaákvörðunar og hluta sparnaðar einstaklinga og fyrirtækja
  - Ýtir undir hjámiðlun
  - Getur aukið pólitískt vægi seðlabankans og grefur þannig hugsanlega undan sjálfstæði hans
- Seðlabankarafeyrir opnar nýja möguleika við dreifingu „þyrlupeninga“
- Miðlunarferli peningastefnunnar er ólíkt milli landa



## Macro áhrif – kostir, gallar og lausnir

### Hjámiðlunarvandinn

- Felur í sér flæði innstæðna úr bankakerfinu inn á efnahagsreikning seðlabanka
- Útlánageta bankakerfisins gæti minnkað og fjármögnunarkostnaður aukist - sem myndi draga úr hagvexti að öðru óbreyttu
- Aukin hættu á bankaáhlaupum, þar sem þau verða fyrirhafnarlítil á óvissutímum

### Leiðir til að sporna við hjámiðlun

- Takmarka magn seðlabankarafeyris í umferð t.d. með því að setja reglu um hámarksinnstæðu hvers einstaklings og lögaðila
- Hafa áhrif á eftirspurn eftir seðlabankarafeyri með vöxtum (jafnvel neikvæðum) og vaxtaþrepum
- Önnur takmörkun á aðgengi (gates/switching limits) eða stuðningi við banka (veðlán)

### Takmarka takmarkanir tilætlað notagildi?

- Tæknilega ekkert í vegi fyrir beitingu þessara takmarkana en vandinn er að þær geta beinlínis takmarkað notagildi seðlabankarafeyris
- Til að ná markmiðum þarf að vera eftirspurn og notkun – má bara ekki vera of mikil og ekki of kvik
- Þetta er klemman!

## Hvað gerist næst?



Rannsóknir, safna þekkingu og læra af reynslu annarra



A sama tíma mun fjármálamarkaðurinn og ytra umhverfi okkar, t.d. alþjóðleg greiðslumiðlun, halda áfram að breytast hratt



Það gæti snögglega breytt hagsmunamati okkar um fýsileika þess að hefja útgáfu seðlabankarafeyris, hvort sem er til almennra nota eða heilðsölu



Leiðarljós vinnunnar eru þau markmið sem bankanum eru sett með lögum: **að stuðla að stöðugu verðlagi, fjármálastöðugleika og virku og öruggu fjármálakerfi**, þ.m.t. greiðslumiðlun í landinu og við útlönd



Takk fyrir

# Um smáríki og styrjaldir

(*Vísbending*, 8. apríl 2022 - 14. tölublað)

Um þessar mundir geisar styrjöld í Evrópu. Gamalt stórveldi vill færa út kviarnar og drottna yfir nágrönnum sínum. Nágrannarnir vilja vera hluti af Vesturlöndum þar sem velferð þjóða er meiri og frelsi. En er hægt að skýra þessa atburði með hagfræði?

Hagfræðingurinn Alberto Alesina setti fram kenningar um stærð ríkja sem eiga við um þessa atburði.<sup>1</sup> Samkvæmt kenningum hans fylgir því bæði ábati og kostnaður að brjóta upp stór ríki og mynda smærri ríki. Ábatinn er sá að íbúar, og þar með kjósendur, verða yfirleitt samleitnari þannig að ákvarðanir um magn og gerð samneyslu falla betur að smekk íbúanna. Í fjölmönnum ríkjum þar sem íbúar eru misleitir, t.d. í Bandaríkjunum, reynist oft erfitt að komast að lýðræðislegum niðurstöðum sem þorri fólks er sáttur við. Talað er um rauð fylki og blá og niðurstöður forsetakosninga valda yfirleitt stórum minnihluta kjósenda miklum vonbrigðum. Í smárikjum Norðurlanda er auðveldara að ná sátt um niðurstöður enda þjóðir meira samleitnar og lýðræðisleg ákvörðunartaka auðveldari.

En smæðinni fylgir einnig kostnaður sem kemur í veg fyrir að Norðurlöndin sundrist í enn smærri einingar og fylki Bandaríkjanna lýsi yfir sjálfstæði. Kostnaðurinn er sá að með því að slíta sig út úr stærra ríki þá tapar smárikid ýmsum almannagæðum. Þessi gæði eru margs konar. Eitt þeirra eru landvarnir, stærra ríkið getur auðveldlega séð smáríki fyrir landvörnum; annað er gjaldmiðill en sameiginlegur gjaldmiðill auðveldar öll viðskipti; enn annað eru landslög sem semja þarf að nýju í nýfrjálsu smáríki; markaður fyrir framleiðslu er stærri í stórveldinu en í smárikinu og þannig mætti lengi telja.

## Sjálfstæðisbarátta Úkraínu

Af því sem hér hefur komið fram má ráða tvær mögulegar orsakir þess að Úkraína vill brjótast undan ægivaldi Kremlar. Fyrri ástæða er sú að íbúar Úkraínu gera aðrar kröfur til ríkisvaldsins en Rússar, þeir vilja önnur samgæði, kannski minni útgjöld til hermála og, umfarm allt, annars konar stjórnkerfi, lýðræði í stað einræðis. Hin ástæðan er sú að íbúar Úkraínu kjósa fremur samgæði lýðræðisríkjanna fyrir vestan sig en Rússlands fyrir austan. Þeir vilja fremur nota evru en rúblu; frekar hafa aðgang að innri markaði ESB en rússneska markaðinum; vilja öryggi NATO aðildar fremur en það öryggi sem gæti falist í því að vera hluti af Rússlandi; og frelsi til að flytja búferlum vestur um fremur en í austurátt. Það er nokkuð augljóst að hagvöxtur og velferð er meiri í þeim löndum Austur Evrópu sem hafa tengst Vesturlöndum sterkustu böndunum.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Sjá Alberto Alesina og Romain Wacziarg, (1997).

<sup>2</sup> Sjá Gylfa Zoega og Edmund Phelps (2018).

En nú gæti einhver bent á að Putin réttlætir innrás sína með því að Rússlandi stafi ógn af NATO. Hann er þá, allavega í eigin huga, að verja þau sameiginlegu gæði Rússa sem felast í landvörnum. Undir niðri býr þó sennilega óttinn við að Úkraína dafni efnahagslega og lýðræðislega með aðgangi að samgæðum Vesturlanda. Stórveldisdraumar eru væntanlega ekki fjarri. Sennilega óttast Putin mest að hljóta örlög annarra einræðisherra eins og Gaddafi og Saddam Hussein.

## Alþjóðasamtök sem forsenda sjálfstæðis

Forseti Úkraínu hefur lagt mikla áherslu á aðild landsins að ESB og NATO. En samgæði þessara samtaka minnka kostnað þess að vera sjálfstætt ríki.

Með aðgangi að sameiginlegum markaði ESB myndast markaður fyrir útflutning landbúnaðarafurða Úkraínu; erlend tæknifyrirtæki hefja starfsemi í landinu; lög og reglur ESB um hinn sameiginlega markað verða þá innleidd í Úkraínu; spilling minnkar eitthvað; íbúar Úkraínu geta þá búið og starfað annars staðar í Evrópu; erlent fjármagn myndi flæða inn í landið og erlend fjárfesting lyfta lífskjörum. Úkraína gæti einnig vonast eftir því að fá traustan gjaldmiðil og lága verðbólgu.

Með aðild að NATO yrði öryggi landsins tryggt, einkum gagnvart Rússlandi.

## Norður í haf

Ísland þarf einnig að hámarka kosti þess að vera sjálfstætt ríki og lágmarka kostnaðinn við það og enn frekar í ljósi þess að það eru 126 íbúar í Úkraínu fyrir hvern einn íbúa hér. Eins og Úkraína er það best gert með því að njóta sameiginlegra varna NATO ríkjanna og sameiginlegs markaðs Evrópusambandsins.

Aðild að NATO skiptir lykilmáli fyrir öryggi Íslands. Íslendingar geta prísað sig sæla að það var breski flotinn sem var ráðandi hér í kringum landið á nítjándu öld og fyrri hluta þeirrar tuttugustu og svo sá bandaríski þegar kom fram á seinni heilming þeirar tuttugustu. Þótt alltaf fylgdi böggull skammrifi þá eru þetta réttar- og lýðræðisríki.

En er það ekki einmitt lítil spilling hér á landi, allavega í samanburði við Úkraínu, sem veldur því að minni ástæða er til þess fyrir Ísland að ganga í Evrópusambandið en Úkraínu? Þótt spilling sé einhver hér á landi þá er hún væntanlega mun meiri í Úkraínu og stofnanir hér sterkari? Ólígarkar Úkraínu eru sennilega meiri ógn við lýðræði þar en ólígarkar Íslands hér?

Stofnanir á Íslandi, lög og reglur hafa notið góðs af Evrópusamstarfinu á síðustu áratugum. Segja má að Ísland hafi orðið nútímasamfélag með aðild að Evrópska efnahagssvæðinu árið 1993. Þeirri aðild fylldi sú skylda að taka upp lög og reglur innri i markaðarins; markaðar með vörur og þjónustu,

vinnuafli og fjármagn. Stór hluti innlendrar löggjafar er tekinn frá Evrópusambandinu. Í mörgum tilvikum eru þetta lög sem ekki hefðu ekki verið samin utan þessa samstarfs. Þar má sem dæmi nefna samkeppnislögin (lög nr. 8/1993 samkeppnislög), lög um frjálsan atvinnu- og búseturétt launafólks innan EES svæðisins (47/1993), lög um viðurkenningu á menntun og prófskírteinum (83/1993) og þannig mætti lengi telja. Á fyrstu 13 árunum eftir aðild að EES voru alls sett 1656 lög á Alþingi og af þeim voru 358 undir beinum eða óbeinum áhrifum af EES aðildinni.<sup>3</sup>

Það er erfitt að ímynda sér að ráðandi flokkar á Íslandi hefðu að eigin frumkvæði komið fram með samkeppnislög og stofnað öflugt samkeppniseftirlit. Hér á landi tíðkuðust helmingaskipti í bankastarfsemi, rekstri tryggingafyrirtækja, sölu á eldsneyti (bæði smásölu og svo flokkun stórra viðskiptavina), framkvæmdum á Keflavíkurflugvelli, skipaflutningum og þannig mátti lengi telja. Þau fyrirtæki sem voru öflugust voru þau sem höfðu bestu tengingarnar inn í ráðandi stjórnmalaflokka. Það þurfti Evrópusambandið til að minnka óheibrigt samkrull viðskipta og stjórnmála þótt slíkt virðist enn vera töluvert vandamál.

## Breytt heimsmynd

Innrás Rússa í Úkraínu hefur breytt umhverfi okkar bæði efnahagslega og þegar kemur að varnarmálum.

Þau samgæði sem felast í landvörnum skipta nú meira máli heldur en fyrir aðeins nokkrum vikum síðan. Evrópuþjóðirnar hafa stóraukið framlög til varnarmála til þess að geta staðið sem mest á eigin fótum andspænis þeirri ógn sem stafar af Rússlandi. Sjálfstæði í varnarmálum skiptir meira máli vegna þess að reynslan af ríkisstjórn Donald Trump hefur kennt álfunni að Bandaríkjunum er ekki eins vel treystandi til að koma Evrópuríkjunum til bjargar og áður var talið.

Alþjóðavæðingin gengur nú hratt til baka. Efnahagsleg tengsl Bandaríkjanna og Kína fara minnkandi. Bandaríkin færa framleiðslu frá Kína til þess að stytta framleiðslukeðjur og vera minna háð Kína um ýmis aðföng og framleiðslu. Í Evrópu er kerfisbundið verið að slíta viðskiptatengslum við Rússland og ekki fyrirséð að Rússland verði aftur velkominn viðskiptafélagi Evrópuríkjanna á næstu árum.

Af þessum sökum hefur mikilvægi Evrópusambandsins aukist til muna fyrir Ísland. Á næstu árum verða Evrópuríkin mun öflugri en síðustu áratugi þegar kemur að landvörnum og lega Íslands gerir það nauðsynlegt fyrir þau og Bandaríkin að koma í veg fyrir að landið fari á áhrifasvæði Rússa. Markaður ríkjanna verður enn mikilvægari en áður fyrir okkar útflutningsgreinar. Á varasömum tímum er mikilvægt að eiga bandamenn og smáríki innan Evrópusambandsins mega sín meira en utan þess.

<sup>3</sup> Sjá [https://www.stjornarradid.is/media/forsaetisraduneyti-media/media/Ymislegt/Altingi\\_-\\_EES\\_tengd\\_loggjof.pdf](https://www.stjornarradid.is/media/forsaetisraduneyti-media/media/Ymislegt/Altingi_-_EES_tengd_loggjof.pdf).

En Evrópusambandið hafði þegar sannað mikilvægi sitt fyrir átökin í Evrópu þegar annars konar ógn steðjaði að landsmönnum. Íslendingar voru hvað fremstir í því að bólusetja gegn farsóttinni og bóluefnin komu hingað frá Evrópusambandinu. Það eru samgæði að geta haft hemil á farsótt og innan samtakanna er tryggt öll ríki, smá og stór, hafi sem jafnastan rétt.

## Lokaorð

Ýmsir stjórnmalaleiðtogar hér á landi hafa gert lítið úr Evrópusamstarfinu, talað um ESB sem logandi hús vegna skuldavanda Grikklands og fleiri ríkja í Suður Evrópu, talið hagsmunum Íslands betur borgið utan sambandins og talað upp samskipti við Kína og stundum einnig Rússland. Þegar bankarnir féllu var farið til Putins og hann beðinn um fjármagn sem hefði haft ófyrirsjáanleg áhrif á stöðu landins. Spyja má af hverju Putin bauð fram fé og af hverju íslensk sendinefnd var boðin velkomin til Moskvu til þess að semja um slíkan stuðning!

Í nýlegu viðtali við fyrrverandi forseta lýðveldisins lýsir hann því yfir að Evrópa eigi í miklum erfiðleikum vegna úrsögn Bretlands úr ESB, að Bandaríkin séu klofin og varla stjórnæk á meðan stórkostlegur árangur hafi náðst í Kína þar sem betur hafi tekist að stjórna misleitri þjóð. Asía verði álfa tuttugustu og fyrstu aldar.<sup>4</sup>

Sjaldan er þess getið að áfallið 2008 stafaði ekki af óvild Vesturlanda heldur innlendri svikamillu; að innlenda velsæld megi að miklu leyti að rekja til Evrópusamstarfsins; og að ekki megi leggja að jöfnu lýðræði og einræði.

Lýðræði er ekki fullkomið og í lýðræðisríkjum verða oft og reyndar stöðugt deilur og sundrung. En með því að leyfa mismunandi sjónarmiðum að koma fram kemur lýðræði í veg fyrir verstu stjórnvaldssmistök og gefur þjóðum möguleika á að skipta um stjórnvöld á friðsamlegan hátt.

Markaðshagkerfi er einnig ekki fullkomið en ekkert annað kerfi hefur reynt betur að lyfta lífskjörum og þá hjálpar velferðarkerfi eins og þau sem þekkjast í Evrópu. Vel skilgreindur og varinn eignaréttur, óspilltir dómstólar og samfélag sem byggist á lögum og rétti eru forsendur þess að markaðshagkerfi dafni. Þær er ekki að finna í Kína!

Hugmyndirnar um alþjóðlega fjármálamiðstöð sem ekki nyti þeirra samgæða sem felast í traustri mynt, fjármálaeftirliti og sterkum seðlabanka reyndust byggðar á sandi. Hugmyndir um að gefa Evrópu á bátinn og bjóða Kína velkomið eru byggðar á sama sandi. Skoðanaskipti og deilur í lýðræðisríkjum eru einmitt styrkleiki þeirra.

---

<sup>4</sup> Sjá <https://hringbraut.frettabladid.is/sjonvarp/mannam%C3%A1ll/olafur-ragnar-grimsson-fyrri-thattur/>  
<https://hringbraut.frettabladid.is/sjonvarp/mannam%C3%A1ll/olafur-ragnar-grimsson-seinni-thattur/>

Það er tími til að velja hvar í þessum nýja landslagi stórvelda Ísland verður. Vonandi verður það meðal lýðræðisríkja Evrópu.



# Straumhvörf í hagstjórn

(*Vísbinding*, 13. Maí, 18. Tölublað)

Fljótt skipast verður í lofti. Undanfarin tvö ár hafa viðbrögð við farsótt mótað bæði peningastefnu og stefnu í ríkisfjármálum. Hallarekstur ríkissjóðs studdi við innlenda eftirspurn og hélt lífinu í fyrirtækjum í ferðaþjónustu og tengdum greinum. Sjálfvirkum sveiflujöfnurum var einnig leyft að hafa áhrif á heildareftirspurn, samdráttur skattstofna kom fram í auknum hallarekstri. Halli á rekstri ríkissjóðs var þannig 8,2% af VLF á síðasta ári. Á sama tíma voru vextir lækkaðir um 200 punkta, úr 2,75% í 0,75%, og laust fé í bankakerfinu aukið með lækkun bindiskyldu og afnámi 30 daga bundinna innlána í seðlabanka ásamt öðrum aðgerðum.

Markmið Covid aðgerðanna var að vernda þann hluta hagkerfisins sem ekki varð fyrir beinum áhrifum af farsóttinni með því að örva almenna eftirspurn. Segja má að þessu markmiði hafi verið náð þótt nú megi líta í baksýnispegilinn og spyrja hvort of langt hafi verið gengið. Áhrif vaxtalækkanna voru mikil og komu m.a. fram í mikilli hækkun húsnæðisverðs en kostnaður vegna eigin húsnæðis hafði í apríl hækkað um 17,2% síðustu 12 mánuði. Þessi hækkun, sem ekki var fyrir séð, hefur haft örvandi áhrif á framkvæmdir í greininni og í gegnum auðsáhrif á einkaneyslu.

## Verðbólguvandi

Þótt ekki sé útilokað að ný afbrigði af Covid veirunni komi upp á næstu mánuðum er nú útlit fyrir að áhrif farsóttarinnar séu að fjara út. Búist er við auknum fjölda ferðamanna á komandi mánuðum og að þeir verði um 1,4 milljón á árinu. Einkaneysla og fjárfesting fara vaxandi og styrjöldin í Úkraínu hefur jákvæð áhrif á viðskiptakjör í gegnum hærra fiskverð sem stafar af viðskiptabanni á Rússland. Hagvöxtur var 4,3% á síðasta ári og búist er við að hann verði 4,6% á þessu ári.

Hagkerfi okkar og flestra vestrænna ríkja glíma nú skyndilega við gamalkunnugt vandamál sem er vaxandi verðbólga. Þótt viðbrögð við verðbólgu séu þekkt þá getur hún orðið langvinn ef viðbrögð eru ekki rétt eins og reynslan frá áttunda og níunda áratug síðustu aldara sannar. Verðbólgan stafar að hluta af hnökrum á framboðshlið. Skyndileg aukning eftirspurnar á Vesturlöndum eftir ýmis konar varningi hefur skapað umframeftirspurn og það tekur tíma að auka framboð. Viðbrögð við farsóttinni í Kína um þessar mundir hafa í för með sér mikla truflun á framboði vöru á heimsmarkaði en þar hefur stórborgum verið lokað til að hefta farsóttina. Styrjöldin í Úkraínu hefur einnig minnkað framboð á

hveiti og ýmsum öðrum landbúnaðarafurðum. En verðbólgan er einnig heimatilbúin. Mikil eftirspurn eftir vörum og þjónustu stafar að miklu leyti af áhrifum hagstjórnar sem hefur haft að markmiði að örva eftirspurn. Hér á landi hefur einkaneysla aukist vegna þess að heimili hafa byrjað að ráðstafa umframsparnaði sínum frá Covid árunum tveimur, kaupmáttur launa er mikill og raunvextir neikvæðir, ekki bara virkir vextir Seðlabankans heldur einnig raunvextir á óverðtryggðum nýjum húsnæðislánnum (4,79% breytilegir nafnvextir hjá Arion banka). Við þessar aðstæður er ekki einungis einkaneysla að vaxa hratt heldur einnig fjárfesting fyrirtækja.

Atvinna vex hratt og atvinnuleysi mælist nú 4,1% og er á niðurleið. Störfum fjölga hratt og stór hluti fyrirtækja segist ætla að bæta við sig starfsfólki á næstu mánuðum. Frekari lækkun atvinnuleysis mun leiða til spennu á vinnumarkaði með tilheyrandi þrýstingi á laun. Fleiri fyrirtæki segja að þau vilji fjölga starfsfólki á næstu sex mánuðum en áður (39%).

Verðbólgan einskorðast ekki við húsnæðisliðinn, verð almennrar þjónustu hefur hækkað um 5,7% síðustu 12 mánuði og launavísitalan um 7,2% á milli ára. Verðbólguvæntingar á skuldabréfamarkaði hafa hækkað. Samkvæmt könnunum búast markaðsaðilar við því að verðbólga verði 5% að ári liðnu og 3,5% eftir tvö ár.

## Viðbrögð hagstjórnar

Við aðstæður sem þessar er mikilvægt að hagstjórn bregðist við með aðhaldi. Á skömmum tíma verður peningastefna og ríkisfjármál að skipta um gír. Útlit er fyrir að halli á rekstri ríkissjóðs fari minnkandi næstu tvö árin bæði vegna vaxandi skatttekna og vegna þess að Covid aðgerðum er hætt. Hann var 8,2% árið 2021 og spáð er að hann verði 4,7% árið 2022 og minnki enn meira árið 2023. Peningastefnan hefur þegar orðið aðhaldssamari. Covid lækkanirnar voru teknar til baka í nokkrum skrefum og voru virkir vextir Seðlabankans 2,75% fyrir síðustu vaxtaákvörðun sem eru sömu vextir og voru í byrjun árs 2020 áður en farsóttin barst til landsins. Nú í maí voru virkir vextir síðan hækkaðir um 100 punkta og eru nú 3,75%. Engu að síður eru virkir raunvextir, mismunur nafnvaxta og verðbólgu, neikvæðir en síðasta verðbólguæling var 7,2%.

Þegar litið er fram í tíma þá er hætta á vaxandi verðbólgu. Neikvæðir raunvextir styðja enn við eftirspurn og þótt ríkisfjármálastefnan sé að verða aðhaldssamari þá er sú breyting ekki kröftug. Í haust verða kjarasamningar lausir. Sambland mikillar og vaxandi verðbólgu, neikvæðra raunvaxta, vaxandi eftirspurnar og spennu á vinnumarkaði getur hæglega framkallað miklar launahækkanir og vaxandi verðbólgu.

Við þessar aðstæður er mikilvægt að peningastefna og ríkisfjármál séu samstillt jafnframt því sem aðilar vinnumarkaðs sýni ábyrgð með því að taka þjóðhagslegar afleiðingar kjarasamninga til greina við gerð þeirra. Á næstu mánuðum er nauðsynlegt að virkir vextir Seðlabankans hækki nægilega mikið til þess að raunvextir hans verði jákvæðir að nýju. Það hversu mikið nafnvextir munu þurfa að hækka fer þá eftir þróun verðbólgu. Jafnframt þarf að taka aftur þær aðgerðir sem juku við laust fé í bankakerfinu. Þessar aðgerðir myndu auka peningalegt aðhald verulega frá því sem nú er. Virkir vextir sem eru 3,75% væru nægilega háir ef verðbóga væri í markmiði, 2,5%, en hún er langt yfir markmiði og gæti vaxið enn frekar á næstu mánuðum. Aukið aðhald í ríkisrekstri myndi auðvelda hagstjórn með því að draga úr þörfinni á vaxtahækkunum. Ekki er þó líklegt að sú verði raunin.

Á vinnumarkaði er samið um skiptingu þjóðartekna á milli fjármagns og launa. Ósætti leiðir þá til ófriðar sem yfirleitt endar í því að laun hækka meira en framleiðni sem síðan veltur út í verðlag. Auðvelt er að benda launþegahreyfingunni á að stilla kaupkröfum í hóf en einnig verður að gera þær væntingar til eigenda fjármagns að stilla eigin væntingum í hóf. Í kennslubókum í hagfræði er bent á að leiðin til friðar á vinnumarkaði sé að hafa nægilegan slaka á vinnumarkaði til þess að aðilar verði sammála og er þá talað um jafnvægisatvinnuleysi. Núverandi atvinnuleysi, 4,1%, er samkvæmt mati Seðlabankans nálægt jafnvægi sínu. Líklegt er að atvinnuleysi lækki á næstu vikum og mánuðum og fari þá undir jafnvægisstig sitt jafnframt því sem framleiðsluspenna myndist, eftirspurn meiri en sú framleiðslugeta sem samræmist verðstöðugleika. Þótt aðflutningur erlends vinnuafis muni auka framleiðslugetu þá mun skv. mati Seðlabankans engu að síður myndast vaxandi verðbólguþrýstingur við óbreytta vexti.

## Að ganga (ekki) í takt

Auðvelt er að benda á hvernig best væri að bregðast við þeim aðstæðum sem nú blasa við. Aðhald ríkisfjármála er þá aukið á þessu ári og því næsta meira en nú er gert ráð fyrir með hækkun skatta eða lækkun útgjalda; vextir seðlabanka hækka í júní og ágúst og þá einnig raunvextir bankans og raunvextir útlána viðskiptabanka og lífeyrissjóða; og aðilar vinnumarkaðs koma sér saman um hóflegar launahækkanir sem samræmast lægri verðbólgu.

En hvernig er útlitið þegar þetta er skrifað? Sumir leiðtogar launþega hrópa hástöfum þegar vextir hækka í 3,75% þótt raunvextir séu neikvæðir og raunvirði óverðtryggðra lána að lækka um rúmlega 7% á ári. Jafnframt er ekki að heyra enn sem komið er að vilji sé til sátta á vinnumarkaði í haust. Og á fjármagnshlið vinnumarkaðarins er heldur ekki að heyra sáttatón. Eigendur margra stórra skráðra fyrirtækja greiða

sér milljarða í arð. Mörg þessara fyrirtækja starfa við skilyrði fákeppni í krónuhagkerfinu þar sem hagnaður stafar ekki að fullu af því að stjórnendur hafi tekið áhættu í ákvörðunum eða komið með nýjungar í rekstri, svo vægt sé til orða tekið. Fréttir berast einnig af háum launagreiðslum stjórnenda margra af þessum fyrirtækjum.<sup>1</sup> Þótt þessar launagreiðslur skipti litlu máli í þjóðhagslegu samhengi þá gefa þær tóninn fyrir hinn almenna vinnumarkað. Viðskiptabankar fækka útibúum og draga úr kostnaði sínum og greiða síðan út milljarða arð.<sup>2</sup> Greiðslukerfið er dýrt og fer í gegnum þessa viðskiptabanka, kortafyrirtæki í erlendri eigu og erlend kortafyrirtæki og ekki bólar á ódýrri innlendri greiðslumiðlun.<sup>3</sup>

Skortur á samstöðu og samhæfingu peningastefnu og ríkisfjármála mundi líklega hafa í för með sér að vextir seðlabanka verði að hækka meira en annars væri nauðsynlegt á þessu ári og því næsta.

## Hvernig getur farið illa?

Þau okkar sem eldri erum getum auðveldlega gert sér í hugarlund hvernig mál geta þróast á neikvæðan hátt næstu misseri. Byrjendakennslubækur í hagfræði lýsa því hvernig hækkandi verðbólguvæntingar valda því að krafist verður hærri launa í haust til þess að bæta launafólki upp bæði verðbólgu þessa árs og væntanlega verðbólgu á næsta ári. Þessar launahækkanir fara síðan út í verðlag sem kallar á enn aðrar launahækkanir. Slík víxlverkun launa og verðlags getur varað í áraraðir. Þegar svo seðlabankar reyna ná tókum á verðbólgunni þá krefst slíkt atvinnuleysis með tilheyrandi hörmungum fyrir þá sem fyrir því verða.

Verðbólga er nú 8,5% í Bandaríkjunum og 7% í Bretlandi og fer vaxandi. En seðlabankavextir eru einungis á bilinu 0,75-1% í fyrrnefnda ríkinu og 1% í Bretlandi. Í nágrenni okkar mælist verðbólga nú 6,7% í Danmörku, 6,0 í Svíþjóð og 5,4% í Noregi. Seðlabankavextir eru einungis 0,25% í Svíþjóð, -0,45 í Danmörku og 0,75% í Noregi. Allar líkur eru á því að vaxtahækkanir hafi byrjað of seint of verið of litlar í þessum löndum sem

<sup>1</sup> <https://www.ruv.is/frett/2022/03/15/forstjorar-haekka-um-margfold-arslaun-eflingarfolks>.

<sup>2</sup> Sjá [Arion banki hagnaðist um 28,6 milljarða og borgar 1,6 milljarð í bónusa \(kjarninn.is\)](https://www.islandsbanki.is/is/frett/nidurstodur-adalfundar-2022); <https://www.islandsbanki.is/is/frett/nidurstodur-adalfundar-2022>; <https://www.vb.is/frettir/vis-hagnast-um-77-milljarda-krona/173107/>; svo nokkur dæmi séu nefnd.

<sup>3</sup> <https://kjarninn.is/skyring/2019-11-06-litid-ad-fretta-af-greidslulausn-reiknistofu-bankanna/>.

síðan kallar á hærri vexti og meiri samdrátt á næstu árum. Mistökin frá áttunda ártuginum hafa þá verið endurtekin.<sup>4,5</sup>

---

<sup>4</sup> Danmörk hefur ekki sjálfstæða peningastefnu, fylgir evruvöxtum að mestu til að viðhalda föstu gengi.

<sup>5</sup> Sjá t.d. Martin Wolf, *Financial Times* 11. maí 2022: „A soft landing in the US is possible but unlikely,” <https://www.ft.com/content/1b71d690-86a9-4315-ae67-57876acc6161>. Sjá einnig Olivier Blanchard, 22 mars 2022: „Why I worry about inflation, interest rates, and unemployment,” <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/why-i-worry-about-inflation-interest-rates-and-unemployment>.

# Grein sem birtist í Kalkofni Seðlabanka Íslands

10. júní 2022

## Verðbólguhorfur hafa versnað og mikilvægt að bregðast ákveðið við

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað á fundi sínum 4. maí sl. að hækka vexti bankans um 1 prósentu í 3,75%. Vextir eru því orðnir 1 prósentu hærri en þeir voru áður en COVID-19-faraldurinn barst til landsins í lok febrúar 2020. Þeir eru þó enn 0,75 prósentum lægri en þeir voru þegar vaxtalækkunarferlið hófst í maí 2019 vegna efnahagsáfalla sem þá dundu á þjóðarbúinu í kjölfar samdráttar í ferðabjónustu eftir fall flugfélagsins WOW Air og minni útflutnings sjávarafurða vegna loðnubrests. Í kjölfar COVID-19-faraldursins voru vextir bankans lækkaðir um 2 prósentur og náðu sögulegu lágmarki í 0,75%. Markmið vaxtalækkana eftir að faraldurinn barst til landsins var að styðja við þjóðarbúið á miklum óvissutímum.

Raunvextir seðlabankans [1], sem gefa betri mynd af taumhaldi peningastefnunnar hverju sinni, eru aftur á móti töluvert lægri en nafnvextir og mælast -2,4% ef miðað er við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum. Þeir voru 0,5% í febrúar 2020 og 1% þegar vaxtalækkunarferlið hófst í maí 2019. Peningastefnan styður því enn við þjóðarbúið þrátt fyrir að merki séu um að spenna sé tekin að myndast og horfur séu á að verðbólga verði ekki komin að markmiði fyrr en um mitt ár 2025.

Í yfirlýsingu og fundargerð peningastefnunefndar frá því í maí sl. kemur fram að nefndin taldi þá líklegt að herða þyrfti taumhald peningastefnunnar enn frekar. Þær hagtölur sem birst hafa í kjölfarið styðja við það enda virðist krafturinn í þjóðarbúinu meiri en þá var gert ráð fyrir. Samkvæmt nýbirtum bráðabirgðatölum þjóðhagsreikninga fyrir fyrsta fjórðung ársins jukust þjóðarútgjöld töluvert meira en spáð var eða um rúmlega 11% og mældist hagvöxtur 8,6% en í maíspá Peningamála var búist við 5,5% hagvexti. Allar tölur af vinnumarkaði sýna að staðan þar er þegar orðin betri en hún var áður en farsóttin barst til landsins og á flesta mælikvarða betri en hún var fyrir fall WOW Air vorið 2019.

## Verðbólga hefur aukist hratt hér á landi og um allan heim ...

Þegar peningastefnunefnd kom saman í febrúar sl. höfðu horfur varðandi faraldurinn batnað töluvert en horfur voru á aukinni verðbólgu bæði hér á landi og alþjóðlega. Frá því í febrúar hafa verðbólguhorfur aftur á móti versnað hratt enda hefur innrás Rússa í Úkraínu og refsiaðgerðir gagnvart Rússlandi leitt til mikillar hækkunar á verði orkugjafa og annarrar hrá- og matvöru. Þá er hætt við að átökin og hertar sóttvarnaðgerðir í Kína valdi því að lengur taki að vinda



ofan af þeim framleiðsluþökrum sem hrjáð hafa heimsbúskapinn undanfarin tvö ár. Efnahagshorfur í helstu viðskiptalöndum okkar, sérstaklega í Evrópu, höfðu því versnað töluvert þegar peningastefnunefnd fundaði í maí og útlit var fyrir töluvert meiri og þrálátari verðbólgu en gert hafði verið ráð fyrir í febrúar.

Verðbólga á Íslandi mælist nú 7,6% sem er svipað og í mörgum ríkjum evrusvæðis en hún mælist 8,6% í Bandaríkjunum, 9% í Bretlandi og 9,2% að meðaltali í OECD-ríkjunum (mynd 1). Þegar horft er fram hjá miklum hækkunum orku- og matvælavæðs mælist verðbólga í Bandaríkjunum og Bretlandi hins vegar áþekk og hér á landi en töluvert minni á evrusvæðinu (mynd 2). Alþjóðleg verðbólga hefur ekki verið jafn mikil í áratugi og hafa seðlabankar endurskoðað verðbólguþrátt sínar ítrekað upp á við undanfarin misseri í kjölfar nýrra áfalla.

## ... og vextir hafa verið hækkaðir

Viðbrögð seðlabanka við aukinni verðbólgu og versnandi verðbólguhorfum hafa verið mismikil en nánast öll OECD-ríki hafa hafið vaxtahækkunarferli eftir langan tíma sögulega lágra vaxta. Í sumum ríkjum hafa vextir verið hækkaðir mjög mikið (mynd 3). Um allan heim gætir áhrifa framleiðsluþökra og stríðsins í Úkraínu og refsiaðgerða gagnvart Rússlandi á verð hrá- og orkuvöru. Undirliggjandi verðbólguþrýstingur er hins vegar mismikill og skýrir sá munur m.a. ólíka orðræðu stóru seðlabankanna beggja vegna Atlantshafsins um viðbrögð við aukinni verðbólgu, en tónninn hefur þó breyst hratt undanfarið. Seðlabanki Bandaríkjanna hefur nú brugðist ákveðið við og hækkaði vexti um 0,5 prósentur á maífundum sínum og gaf skýrt til kynna að vextir bankans yrðu hækkaðir frekar á næstunni. Evrópski seðlabankinn hefur ekki kveðið eins hart að orði enda er undirliggjandi verðbólga ekki eins mikil þar (mynd 2) og efnahagsbatinn í kjölfar COVID-19-faraldursins skemmra á veg kominn. Bankinn hefur þó dregið úr stuðningi sínum við þjóðarbúskapinn með því að draga úr skuldabréfakaupum og tilkynnt um að þeim verði hætt í júlí og tilgreint að bankinn myndi þá einnig hefja vaxtahækkunarferli. Aðrir seðlabankar minni ríkja með styttri sögu verðstöðugleika hafa almennt brugðist hraðar og meira við auknum verðbólguþrýstingi, til að mynda Chile, Tékkland og Ungverjaland (mynd 3). Þá hafa mörg önnur nýmarkaðsríki hækkað vexti töluvert meira en þróuð ríki.

Verðbólguvæntingar hafa einnig hækkað víða og eru sums staðar yfir verðbólguþrýstingum (mynd 4). Þróun verðbólguvæntinga hefur mikil áhrif á viðbrögð seðlabanka. Í þeim löndum þar sem undirliggjandi verðbólga er ekki mikil og verðbólguvæntingar enn við markmið er auðveldara að meta sem svo að hægt sé að leyfa aukinni verðbólgu t.d. vegna áhrifa stríðsins „að ganga yfir“ án mikilla viðbragða peningastefnunnar. Viðbrögðin fara þó einnig eftir áætluðum viðbrögðum annarra aðila t.d. í atvinnulífi, á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum og líklegu umfangi svokallaðra annarrar umferðar áhrifa. Annarrar umferðar áhrif verðbólgu geta komið fram í meiri og almennari verðhækkunum á vöru og



Þjónustu til þess að bregðast við auknum innfluttum verðbólguþrýstingi en einnig launakröfum til að bæta upp minni kaupmátt vegna áhrifa verðbólgu. Þannig verður til vítahringur verðlags- og launahækkana sem getur leitt til þrálátrar verðbólgu sem viðhelst löngu eftir að þeir tímabundnu skellir sem komu henni á stað hafa fjarað út. Í þeim ríkjum þar sem verðbólguvæntingar hafa lengi verið rækilega tryggðar við markmið (eða jafnvel undir markmiði) er eðlilegt að áætla að minni líkur séu á slíkri víxlverkun en þar sem verðbólguvæntingar hafa verið sveiflukenndar og ítrekað mælst yfir markmiði. Í þeim löndum þar sem styttra er liðið frá því að verðbólga var yfir markmiði um nokkurt skeið hefur yfirleitt verið brugðist ákveðið við versnandi verðbólguhorfum. Seðlabankar leyfa sér þá síður að bíða og sjá og taka ekki áhættuna á því að núverandi verðbólga leiði til annarrar umferðar áhrifa sökum hækkandi verðbólguvæntinga. Þetta á við um Seðlabanka Íslands sem var meðal fyrstu seðlabanka þróaðra ríkja til að hækka vexti í fyrra.

## Undirliggjandi verðbólga hefur aukist hér á landi og verðbólguhorfur versnað ...

Verðbólga hér á landi hefur verið yfir 2,5% verðbólgu markmiði Seðlabankans í u.þ.b. tvö ár og yfir 4% síðan í ársbyrjun 2021. Margir þættir hafa lagst á sömu sveif og erfitt hefur reynst að sjá fyrir áhrif faraldursins hér eins og annars staðar. Á fundi peningastefnunnendur í maí höfðu horfurnar breyst mikið frá febrúarfundi nefndarinnar m.a. vegna áhrifa stríðsátakanna. Í maíspánni var gert ráð fyrir að verðbólga myndi aukast í rúmlega 8% á þriðja ársfjórðungi sem er 2,8 prósentum meiri verðbólga en spáð var í febrúar og að hún verði ekki komin niður fyrir 4% fyrr en í lok næst árs. Verðbólgu mælingin sem birtist í lok maí sýnir eins og gert var ráð fyrir aukna verðbólgu. Miðað við þann kraft í þjóðarbúskapnum sem kemur fram í tölum þjóðhagsreikninga fyrir fyrsta ársfjórðung gæti verðbólga jafnvel orðið meiri á seinni hluta ársins en talið var í maí.

Samsetning verðbólgunnar hefur einnig breyst á árinu. Framlag innfluttrar vöru hefur aukist í kjölfar hækkunar á hrávöruverði og aukinnar alþjóðlegrar verðbólgu (mynd 5). Enn má rekja stóran hluta verðbólgunnar til húsnæðisliðar vísitölu neysliverðs sem endurspeglar kröftuga innlenda eftirspurn ekki síður en skort á framboði húsnæðis. Framlag innlendrar vöru og almennrar þjónustu hefur einnig aukist vegna mikillar eftirspurnar. Verðbólguþrýstingur er því orðinn almennari en hann var í fyrra og í upphafi árs sem sjá má skýrt í hraðri aukningu undirliggjandi verðbólgu sem mældist 5,5% í maí [2]. Þá er hlutdeild þeirra undirliða í vísitölu neysliverðs sem hækka meira en sem nemur verðbólgu markmiðinu komið nokkuð yfir sögulegt meðaltal. Jafnframt benda niðurstöður vorkönnunar Gallup á væntingum stjórnenda fyrirtækja til þess að mikil hætta sé á að aukinn kostnaðarþrýstingur haldi áfram að skila sér út í verðlag.

## ... og kjölfesta verðbólguvæntinga mögulega veikst

Líkt og við er að búast við slíkar aðstæður hafa verðbólguvæntingar hækkað á alla mælikvarða. Verðbólguvæntingar til skemmri tíma hafa hækkað hratt undanfarið en þær litast jafnan af þróun mældrar verðbólgu. Það sem veldur meiri áhyggjum er aukin hætta á að kjölfesta verðbólguvæntinga við markmið hafi veikst þar sem langtímaverðbólguvæntingar heimila, fyrirtækja og markaðsaðila hafa einnig hækkað undanfarna mánuði. Slíkar væntingar hafa víðtæk áhrif á verðlagningu almennt. Þeir sem semja um laun og fyrirtæki sem semja um afurða- og aðfangaverð, verðleggja sig fram í tímann. Væntingar okkar um verðbólgu hafa áhrif á ákvarðanir okkar allra, heimila og fyrirtækja og þannig verða til þessi annarrar umferða áhrif sem fjallað var um hér að framan.

Verðbólguhorfur hafa því versnað umtalsvert og leggst þar margt á sömu sveif. Nærhorfur hafa versnað vegna aukinnar alþjóðlegrar verðbólgu, sóttvarnaraðgerða í Kína og hækkunar hrávöruverðs í kjölfar innrásarinnar í Úkraínu. Þá leiðir hækkun langtímaverðbólguvæntinga til þess að lengri tíma kann að taka að ná verðbólgu niður en ella. Auk þess mun niðurstaða komandi kjarasamningsviðræðna hafa mikil áhrif á verðbólguþróun á næstu árum. Ljóst er einnig að óvissa um horfurnar hefur aukist verulega. Í ljósi þess hversu lengi verðbólga hefur verið yfir markmiði og að verðbólguvæntingar eru teknar að hækka er vaxandi hætta á að kjölfesta verðbólguvæntinga við markmið hafi veikst og áhættan á annarrar umferðar áhrifum aukist (mynd 6). Allir þessir þættir hafa mikil áhrif á mótun peningastefnunnar.

Í sögulegu samhengi eru vextir ennþá lágir og veita enn töluverðan stuðning við þjóðarbúið þrátt fyrir að talið sé að slakinn sé horfinn og spenna tekin að myndast en raunvextir bankans eru eins og áður sagði nú -2,4% (mynd 7). Mat Seðlabankans á hlutlausum skammtímaraunvöxtum, þ.e. þeim raunvöxtum sem að öðru óbreyttu þarf til að halda verðbólgu í markmiði og tryggja fulla nýtingu framleiðsluþátta, er að þeir séu um 1%. Stuðningur peningastefnunnar við þjóðarbúskapinn er því enn mikill og, eins og kom fram í maí yfirlýsingu peningastefnunefndar, því líklegt að hækka þurfi vexti meira til að herða aðhaldið. Rétt er þó að hafa í huga að lægri verðbólguvæntingar og minni verðbólga hefðu einnig áhrif til hækkunar raunvaxta og ykju þannig taumhaldið og því þyrfti ekki að hækka nafnvexti jafn mikið. Sem dæmi má nefna að væru væntingar almennings, fyrirtækja og markaðsaðila í markmiði, en verðbólga, verðbólguálag og verðbólguþá Seðlabankans sú sama miðað við meðaltal þessara mælinga væru raunvextir nú -0,9%.

## Seðlabankanum hefur verið falið að stuðla að stöðugu verðlagi en ákvarðanir í atvinnulífi, á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum leika einnig lykilhlutverk

Í fyrsta skipti í áratugi blasir við tími vaxandi verðbólgu á alþjóðlegum vettvangi. Hérlandis þarf þó ekki að líta eins langt aftur í tímann og víða annars staðar til þess að sjá sambærilega eða meiri verðbólgu. Árangursrík stjórn peningamála á sér styttri sögu hérlandis en í þeim löndum sem við berum okkur yfirleitt saman við. Sama á við um kjölfestu verðbólguvæntinga við markmið. Ljóst er að það er vel hægt að viðhalda hér stöðugu verðlagi til langs tíma og beita peningastefnunni til þess að milda áhrif hagsveiflna eins og síðastliðinn áratugur ber merki um. Vaxtalækkunar og aðrar aðgerðir sem Seðlabankinn og stjórnvöld gripu til í kjölfar heimsfaraldursins gátu einmitt stutt við innlenda eftirspurn og þannig dregið úr neikvæðum áhrifum efnahagsáfallsins á tekjur og störf. Þetta var m.a. hægt vegna aukins trúverðugleika peningastefnunnar og höfðu því versnandi horfur í kjölfar faraldursins takmörkuð áhrif á verðbólguvæntingar til lengri tíma. Markmið aðgerðanna náðist, kaupmáttur jókst og atvinnuleysi er nú svipað og það var fyrir farsóttina. Áhrif faraldursins á efnahagslífið reyndust því minni en gert var ráð fyrir í upphafi, m.a. út af áðurnefndum aðgerðum, og batinn hraðari. Hins vegar hafa margir þættir lagst á sömu sveif og leitt til aukinnar verðbólgu; ný afbrigði veirunnar og sóttvarnaraðgerðir hafa ítrekað dregið úr framboði á sama tíma og eftirspurn eftir ákveðnum vörum hefur verið kröftug, m.a. vegna breytts neyslumynsturs vegna sóttvarnaraðgerða og vegna uppsafnaðs sparnaðar. Við bætist nú innrás Rússa í Úkraínu og refsiaðgerðir gagnvart Rússlandi. Verðbólguvæntingar hafa jafnframt hækkað og þá er hætta á að verðbólga gæti orðið þrálát ef ekki er brugðist ákveðið við. Eðlilegt er að dregið sé úr þeim stuðningi sem peningastefnan veitti þjóðarbúinu nú þegar efnahagsbatinn er vel á veg kominn, framleiðslulaki líklega horfinn og útlit fyrir að atvinnuleysi muni halda áfram að minnka. Þrálát aukning verðbólgu, versnandi verðbólguhorfur og hækkun verðbólguvæntinga kalla á að stigið sé fast til jarðar. Peningastefnunefnd horfir ekki á hækkun vísitölu neysliverðs eina og sér. Nefndin horfir einnig á mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu, hvaða verðhækkunarir eru líklegar til að vera tímabundnar og hvenær sé rétt að bregðast við. Þótt hækkun húsnæðisverðs vegi vissulega þungt í hækkun vísitölu neysliverðs um þessar mundir eru aðrir undirliggjandi þættir sem hafa valdið nefndinni áhyggjum og það hvað verðbólguþrýstingur er almennur. Allir virðast þeir benda í sömu átt, þ.e. að verðbólguþrýstingur sé að aukast og muni halda því áfram að öðru óbreyttu verði ekki áfram dregið úr stuðningi við þjóðarbúið. Þegar verðbólguvæntingar haldast við markmið kann að vera við ákveðnar aðstæður óhætt að leyfa verðhækkunum að ganga yfir án þess að nauðsynlegt sé að bregðast við með hækkun vaxta. Eftir því sem verðbólga er þrálátari og áhrifin á verðbólguvæntingar verða meiri eru slík viðbrögð ekki möguleg því ef brugðist er of hægt eða of seint við eykst hætta á

því að hækka þurfi vexti hraðar og meira en ella og að þeir þurfi að vera háir lengur.

Það er lögbundið markmið peningastefnu Seðlabanka Íslands að stuðla að stöðugu verðlagi og vextir eru megintæki Seðlabankans til þess. Þetta hlutverk hefur Alþingi falið sjálfstæðum seðlabanka. Ef aðrir sem hafa áhrif á umsvif í þjóðarbúinu, í atvinnulífi, á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum leggjast á eitt geta viðbrögð Seðlabankans í formi vaxtahækkana verið minni en ella. Stöðug og lítil verðbólga stuðlar að almennri efnahagslegri velferð og skilar sér í bættum lífskjörum fyrir alla.

**Höfundur:** Rannveig Sigurðardóttir, varaseðlabankastjóri peningastefnu.

*Neðanmálsgreinar:*

*1. Raunvextir eru nafnvextir bankans að teknu tilliti til verðlagsbreytinga. Hér er miðað við meðaltal verðbólgu, verðbólguvæntinga almennings, fyrirtækja og markaðsaðila, verðbólguálags og verðbólguspá Seðlabankans. Raunvextir eru að jafnaði lægri en nafnvextir, eða sem nemur verðbólgu. Í ástandi verðhjöðunar, þ.e. neikvæð ársverðbólga, eru raunvextir aftur á móti hærri en nafnvextir.*

*2. Undirliggjandi verðbólga er mæld með kjarnavísitölu (áhrif óbeinna skatta, sveiflukenndra matvöruliða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána eru undanskilin) og tölfræðilegum mælikvörðum á verðbólgu (vegið miðgildi, klippt meðaltal, kvikt þáttalíkan og sameiginlegur þáttur vísitölu neysluverðs).*

SEÐLABANKI ÍSLANDS

## Peningastefnan og efnahagshorfur



Lánasjóður sveitarfélaga  
29. júní 2022

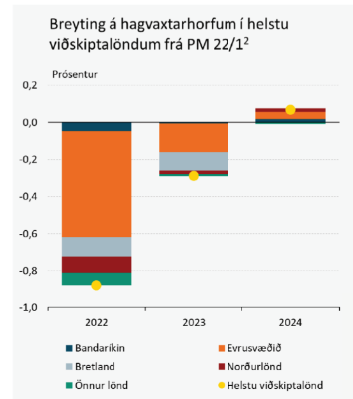
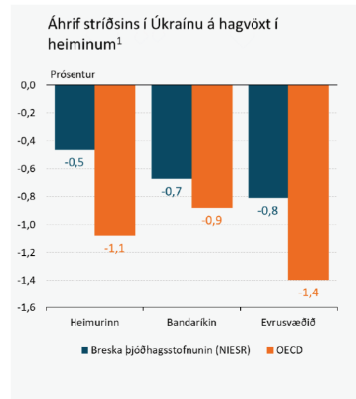
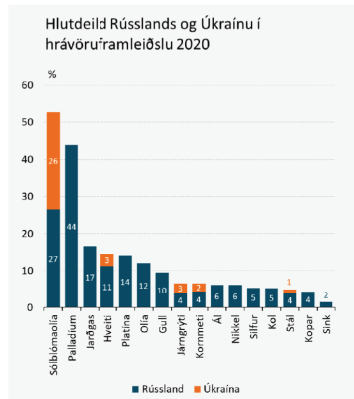
Rannveig Sigurðardóttir  
Varaseðlabankastjóri peningastefnu



## Staða og horfur

## Stríðsátök hafa veruleg áhrif á alþjóðahorfur ...

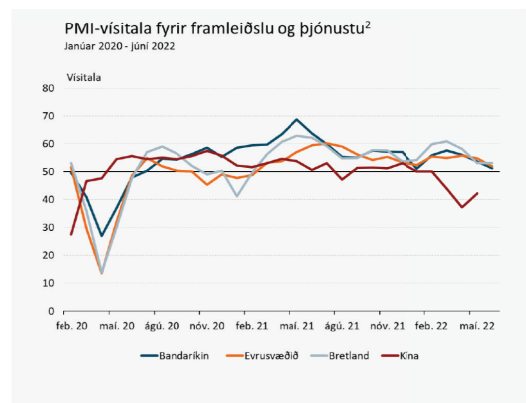
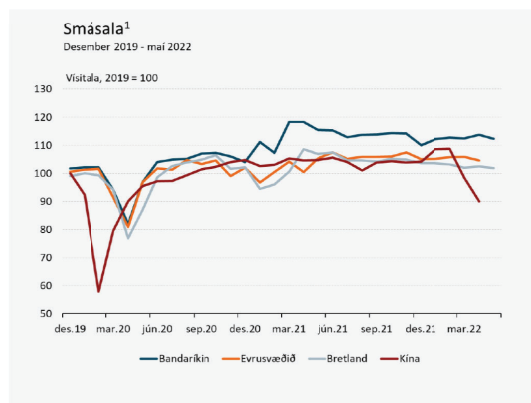
- Þótt Rússland og Úkraína vegi ekki þungt í heimshagkerfinu er vægi þeirra mikið í hrávöru- og matvælaframleiðslu
- Átökin valda usla á hrávörumörkuðum og verð hefur hækkað verulega – mikil hækkun innflutningsverðs um allan heim
- Dregur því úr kaupmætti heimila og hækkar aðfangakostnað fyrirtækja ... aðfangakeðjur auk þess í uppnámi og aukin óvissa



1. Mat á áhrifum stríðsátakanna á hagvöxt 2022 (NIESR) eða í heilt ár frá upphafi átaka (OECD). 2. Viðskiptavegið frálag einstakra lönd. Grunnspá Seðlabankans 2022-2024. Norðurlöndin eru meðaltal Danmerkur, Noregs og Svíþjóðar. Heimildir: 1. Ljadia o.fl. (2022), „The economic costs of the Russia-Ukraine conflict“, NIESR Policy Paper nr. 32, J. P. Morgan Commodity Research, Matvæla- og landbúnaðarstofnun Sameinuðu þjóðanna (FAO), OECD (2022), OECD Economic Outlook, Interim Report, Seðlabanki Íslands, US Geological Survey.

## ... og við bætast áhrif sóttvarnaraðgerða í Kína

- Þrátt fyrir hækkanði framfærslukostnað hefur smásala í iðnríkjum í meginatriðum haldið velli – enn sem komið er ...
- ... en PMI-vísitölur benda til hægari vaxtar umsvifa fram á við
- Harðar sóttvarnaraðgerðir í Kína hafa hins vegar leitt til snarps samdráttar smásölu og lækkunar PMI-vísitölu þar í landi

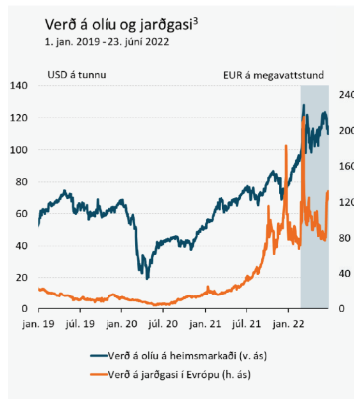
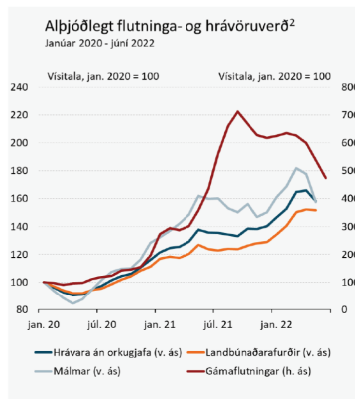
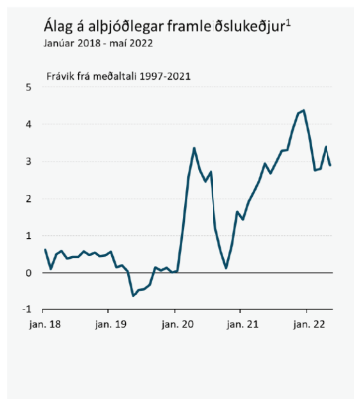


1. Mánaðarlegar árstíðarleiðréttar magnvísitölur. 2. PMI-framleiðsluvísitala IHS Markit fyrir framleiðslu- og þjónustu (Composite Output Purchasing Managers' Index). Vísitalan er birt mánaðarlega og er árstíðarleiðrétt. Þegar gildi vísitölunnar er yfir 50 gefur það vísibendingu um vöxt í framleiðslu milli mánaða en samdrátté hún er undir 50. Heimild: Refinitiv Datastream.



## Þrálátir framboðshnökrar og hátt hrávöruverð

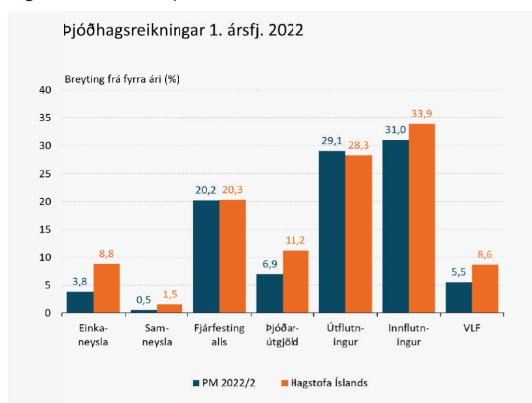
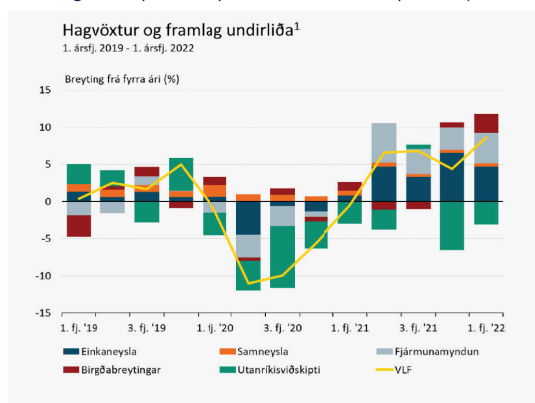
- Álag á alþjóðlegar framleiðslukeðjur virtist vera að minnka en bakslag vegna stríðs og sóttvarna í Kína en hjaðnaði á ný í maí ...
- ... flutningskostnaður lækkar áfram og hrávöruverð hefur lækkað lítillega eftir mikla hækkun í kjölfar innrásar
- Matvælavæð hefur þó lítið lækkað og orkuverð haldist hátt – verð á jarðgasi farið hækkandi á ný



1. Tekur saman áhrif 27 mismunandi mælkvarða á flutningskostnaði og afhendingartíma þar sem búið er að hreinsa út eftirspurnarhrif. 2. Landbúnaðarafurðir skiptast í matvæli (62%), drykkjarvörur (13%) og hráefni (25%). Verðvísitala gámaflutninga er Freightos Global Container Index. Gögn til og með 6. júní 2022. 3. Brent verð á hráolíu. Skýgðo svæðið sýnir tímabilið frá upphafi stríðsátala í Úkraínu.  
Heimildir: Alþjóðabankinn, Freightos Limited, Refinitiv Datastream.

## Meiri hagvöxtur á F1 en gert var ráð fyrir í maíspá

- Árhagvöxtur jókst á ný á F1 og mældist 8,6% – sá mesti síðan 2016
- Fór saman tæplega 9% ársaukning einkaneyslu og 20% aukning fjárfestingar
- Vöxtur þjóðarútgjalda töluvert meiri en spáð var í PM 22/2 en utanríkisviðskiptin veikari ...
- ... hagvöxtur því um 3 prósentum meiri en spáð var (en vísbendingar eru um ofmat)

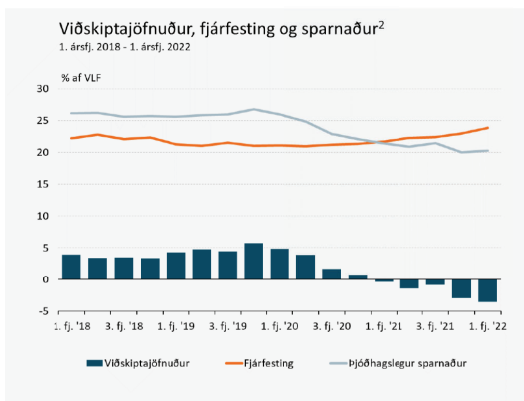
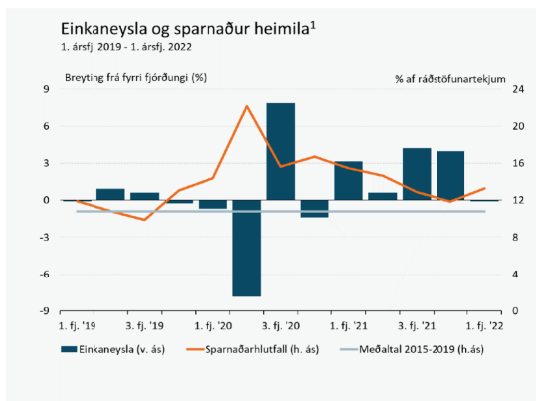


1. Frávik geta verið á milli samtölu framlags undirliða og hagvaxtar vegna keðjutengingar þjóðhagsreikninga.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Sedlabanki Íslands.



## Sparnaður minnkar og viðskiptahalli myndast ...

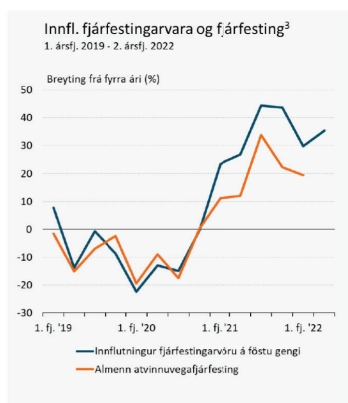
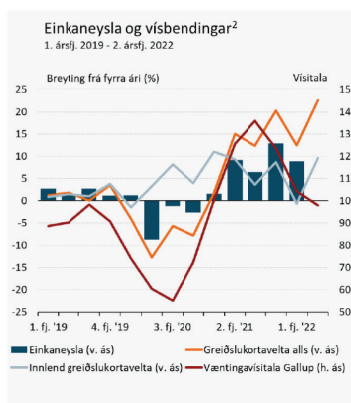
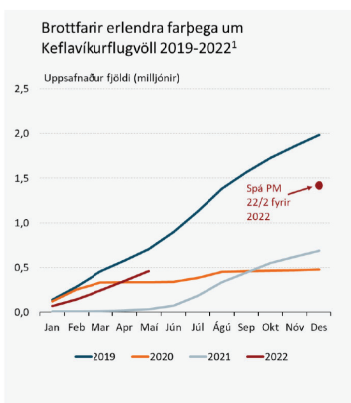
- Þótt einkaneysla hafi aukist mikið milli ára stóð hún í stað milli fjórðunga
- Sparnaðarlutfallið hækkaði lítillega eftir nokkra lækkun undanfarna fjórðunga
- Minnkandi sparnaður heimila og halli á hinu opinbera hafa leitt til minnkandi þjóðhagslegs sparnaðar ...
- ... á sama tíma og fjárfesting hefur tekið við sér - viðskiptaafgangur hefur því snúist í halla



1. Við útreikningi hlutfalli sparnaðar er miðað við áætlun Seðlabankans um ráðstöfunartekjur. 2. Fjárfestingahlutfallið samanstendur af heildarfjármunamyndun og birgðabreytingum. Fjögurra ársfjórðunga hreyfanlegt meðaltal.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## ... og vísbendingar um áframhaldandi kröftug umsvif

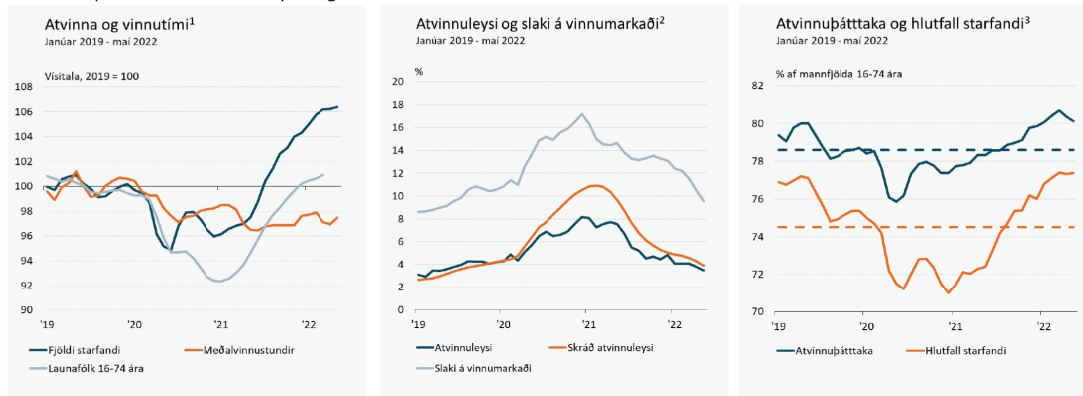
- Erlendum ferðamönnum fjölgað hratt og var fjöldi þeirra komin í 460 þús. í maí – heldur meira en í spád í maí
- Vísbendingar um áframhaldandi kraft innlendirar eftirspurnar:
  - ársvöxtur greiðslukortavelta aukist aftur það sem af er F2 (en bjartsýni heimila minnkar á mótí)
  - innflutningur fjárfestingarvöru bendir til enn kröftugri atvinnuvegafjárfestingar



1. Uppsafnaður fjöldi hvers árs. Punkturinn sýnir heildarfjölda 2022 samkvæmt grunnsþá PM 2022/2. 2. Væntingavísitala Gallup er érstoðarleiðrétt. Áætluð kortavelta fyrir 2. ársfj. 2022 byggist á gögnum fyrir apríl en væntingavísitalan fyrir apríl og maí. 3. Innfluttar fjárfestingarvöru og flutningatæki til atvinnurekstrar (þó ekki skip og flugvélar). Áætlun fyrir 2. ársfj. 2022 byggist á gögnum fyrir apríl og maí. Almenn atvinnuvegafjárfesting er atvinnuvegafjárfesting án stóriðju, skipa og flugvéla  
Heimildir: Ferðamálastofa, Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Störfum fjölgar hratt og atvinnuleysi minnkar

- Störfum fjölgar áfram hratt: fjöldi 6% yfir meðalfjölda 2019 (1% m.v. staðgreiðslugögn)
- Atvinnuleysi minnkað mikið og verið um 4% að meðaltali sl. 3 mánuði - 4-6 prósentum minna en á sama tíma í fyrra
- Komið á svipað stig og fyrir farsótt
- Atvinnuþátttaka mælist nú svipuð og snemma árs 2018

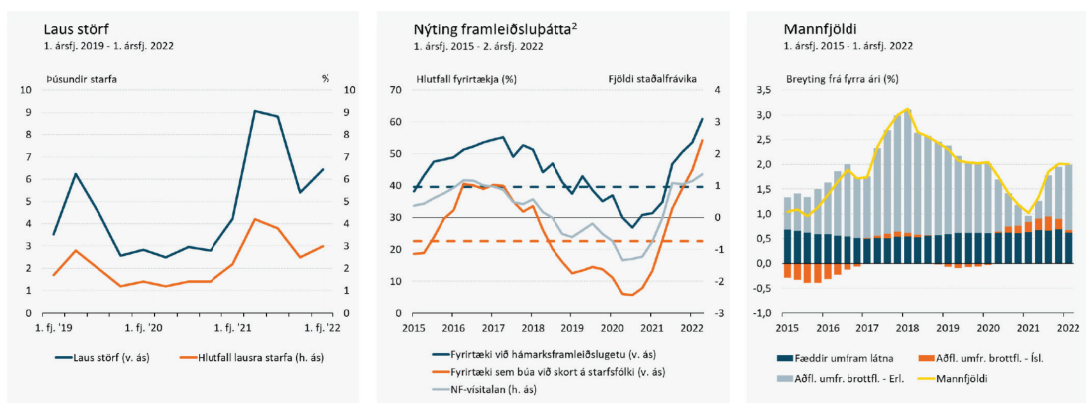


1. Launafólk samkvæmt tölum úr staðgreiðsluskrá ríkisskattstjóra er önnur gögn eru úr vinnumarkaðsskönnun Hagstofu Íslands. Fólk á aldrinum 16-74 ára. Þrjú mánaða hreyfing meðaltal árstíðarleifrétta tala. 2. Slaki á vinnumarkaði eru atvinnuleysi, vinnultíur (þeir sem eru í hlutastarfi en vilja vinna meira) og möguleg viðbót á vinnumarkaði (þeir sem eru tilbúnir að vinna en eru ekki að leita að vinnu og þeir sem eru að leita að vinnu en eru ekki tilbúnir að hefja störf innan tveggja vikna) sem hlutfall af mannafta með viðbót (mannafli að viðbætti mögulegriviðbót á vinnumarkaði). Árstíðarleifrétta tölur: Þrjú mánaða hreyfing meðaltal árstíðarleifrétta tala. 3. Árstíðarleifréttri þrjú mánaða hreyfing meðaltal. Brotalínur sýna meðaltöl tímabilsins.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstölun, Seðlabanki Íslands.

## Skortur á starfsfólki og fjölgun erlends vinnuaflds

- Töluvert er um laus störf og vaxandi skortur er á starfsfólki: 54% fyrirtækja segjast skorta starfsfólk – hæsta gildið frá 2007
- Farið að reyna verulega á afkastagetu: 61% fyrirtækja segjast starfa við full afköst – hæsta gildið frá upphafi mælinga ...
- ... og erlendu vinnuafli er tekið að fjölga hratt á ný

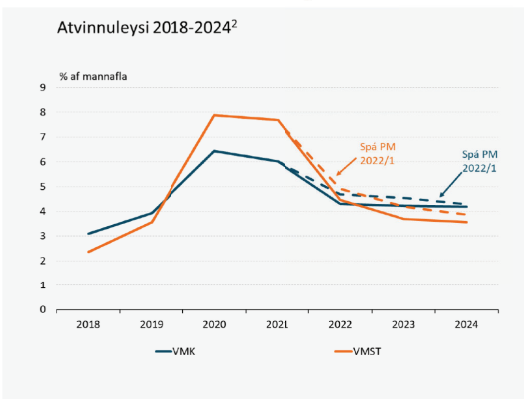
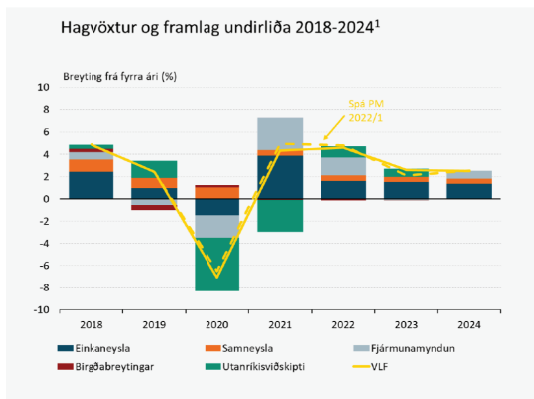


1. Mælikvarðar fyrir nýtingu framleiðsluþátta byggjast á viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Visitala nýtingar framleiðsluþátta (NF-visitlan) er fyrsti frumþáttur valinna vísendinga um nýtingu framleiðsluþátta sem er skalaður til svo meðaltal hans er 0 og staðalfrávik 1. Ítarleg lýsing má finna í rammagrein 3 í PM 2018/2. Árstíðarleifrétta tölur. Brotalínur sýna meðaltöl frá 2006.

Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Spáð ágætum hagvexti og hjöðnun atvinnuleysis

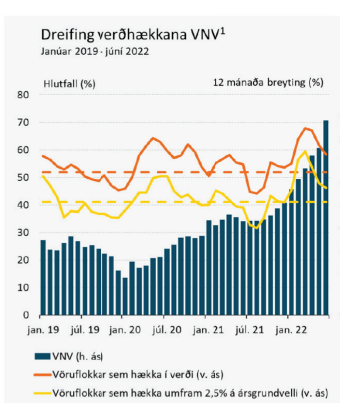
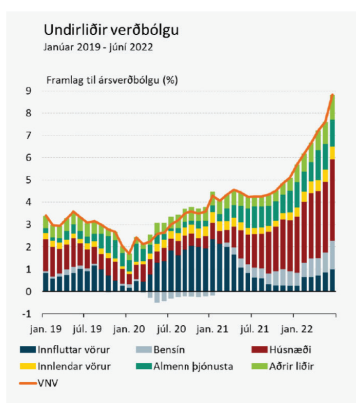
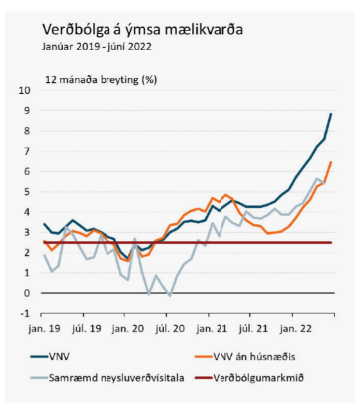
- Jákvæð grunnáhrif minni hagvaxtar í fyrra og vísbendingar um kröftugan vöxt umsvifa það sem af er ári vega á móti neikvæðum áhrifum stríðsátaka í Úkraínu
- Spáð 4,6% hagvexti í ár í maí og að horfur fyrir næstu 2 ár batni lítillega
- Atvinnuleysi hjaðnar áfram en hægar en undanfarið enda talið vera komið undir jafnvægisatvinnuleysi



1. Grunnspá Seðlabankans 2022-2024. Brotalína sýnir spá frá PM 2022/1. 2. Atvinnuleysi miðað við vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) og skráð atvinnuleysi Vinnumálastofnunar án hlutabóta (VMST). Grunnspá Seðlabankans 2022-2024. Brotalínur sýna spá frá PM 2022/1.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnumálastofnun, Seðlabanki Íslands.

## Mæld og undirliggjandi verðbólga aukist hratt

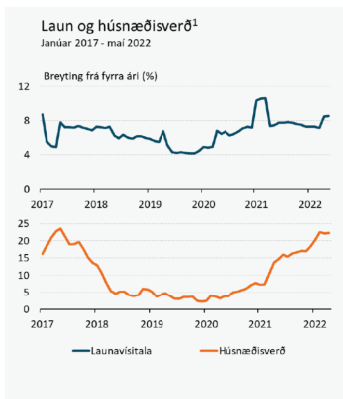
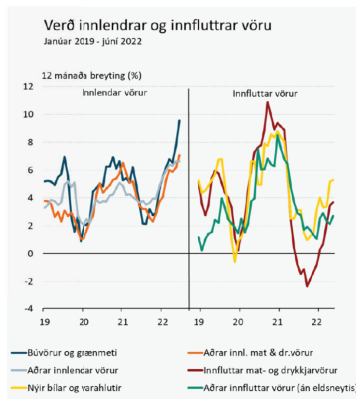
- Verðbólga var komin í 8,8% í júní – mesta verðbólga síðan í október 2009
- Verðbólga án húsnæðisliðar mælist einnig mikil og var 6,5% í júní (og HICP var 5,4% í maí – næst lægst í Evrópu)
- Undirliggjandi verðbólga hefur einnig aukist hratt og mælist í kringum 5½%
- Hlutfall liða sem hækkar þó tekið að lækka á ný



1. Brotalínur sýna meðaltöl yfir tímabilið janúar 2008 - maí 2022.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Innlendur verðbólguþrýstingur en ISK vegur á mót

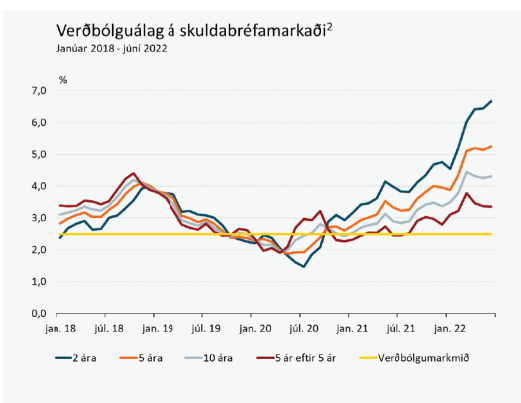
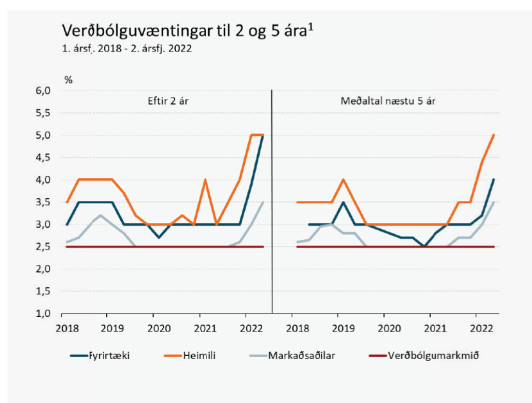
- Til viðbótar við innflutta verðbólgu bætist innlendur verðbólguþrýstingur ...
- ... sem endurspeglar kröftuga eftirspurn og birtist t.d. í miklum launahækkunum og hækkun húsnæðisverðs
- Á móti vegur hins vegar hækkun á gengi krónunnar – ISK komið á svipað stig og rétt fyrir farsótt



1. Húsnæðisverð á höfuðborgarsvæðinu. 2. Verð erlendra gjaldmiðla í krónum (þróng viðskiptavog).  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðskrár Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Verðbólguvæntingar fyrirtækja og heimila hækka

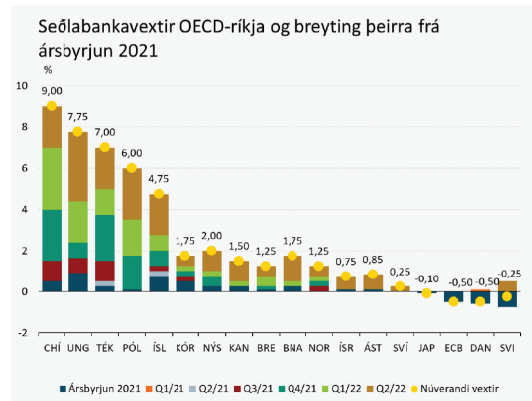
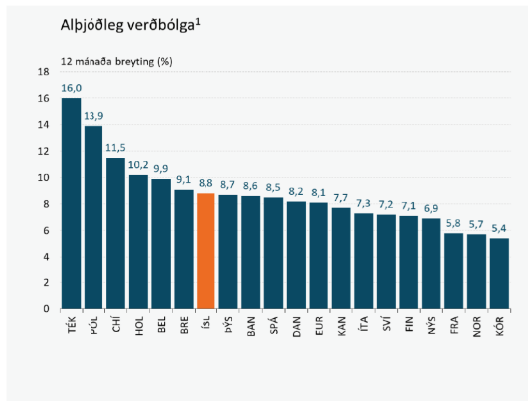
- Verðbólguvæntingar fyrirtækja til bæði skamms og lengri tíma hafa hækkað frá vorkönnuninni – búast við 4% verðbólgu til 5 ára
- Sama gildir um væntingar heimila sem búast við 5% verðbólgu á næstu 5 árum
- Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur hins vegar lítið breyst nýverið



1. Kannanir Gallup á verðbólguvæntingum heimila og fyrirtækja og könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila. Miðgildi svara. 2. Meðaltal fránaða.  
Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

## Verðbólga mikil og eykst um allan heim

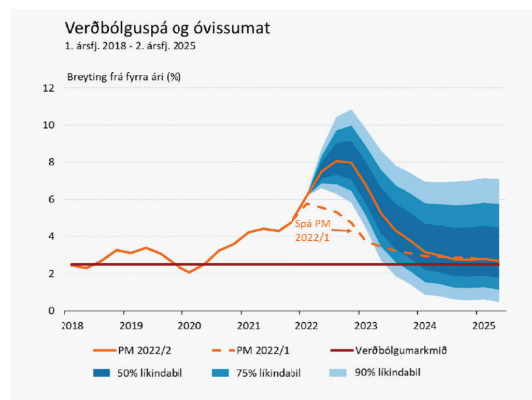
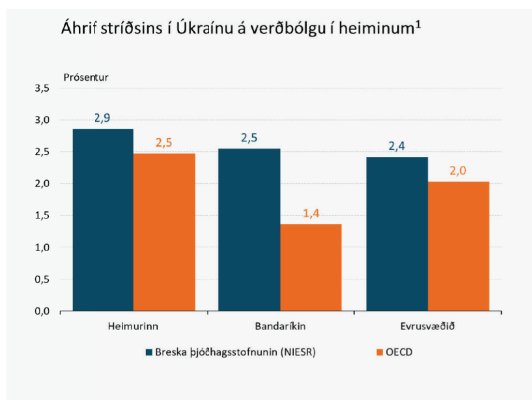
- Eins og hér á landi hefur verðbólga aukist hratt um allan heim
- Verðbólga 8,6% í Bandaríkjunum, 8,7% í Þýskalandi og 9% í Bretlandi og hefur verðbólga þar ekki verið meiri í fjóra áratugi
- ... og sums staðar er hún komin yfir 10%
- Seðlabankavextir hafa því verið hækkaðir um allan heim og víða í stærri skrefum en sést hafa lengi



1. Nýjasta mæling ársverðbólgu.  
Heimildir: cbrates.com, heimasíður seðlabanka, Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

## Verðbólguhorfur versna verulega – enn á ný

- Miklar breytingar á verðbólguhorfum í kjölfar stríðsátaka
- Spáð í maí að verðbólga fari úr 6,2% á F1 í 7,5% á F2 og 8,1% á F3 ...
- ... en taki þá að hjaðna – en hægt: verði yfir 4% fram undir lok næsta árs og fari ekki undir 3% fyrr en á seinni hluta 2024
- Lakari horfur miðað við febrúarspá skýrast helst af meiri hækkun innfluttrar verðbólgu



1. Mat á áhrifum stríðsátakanna á verðbólgu 2022 (NIESR) eða í heilt ár frá upphafi átaka (OECD).  
Heimildir: Hagstofa Íslands, I. Lízde o.Í. (2022), „The economic costs of the Russia-Ukraine conflict“, NIESR Policy Paper nr. 32, OECD (2022), OECD Economic Outlook, Interim Report, Seðlabanki Íslands.

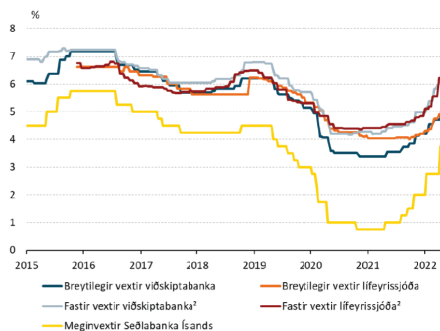
## Miðlun peningastefnunnar

## Miðlun peningastefnunnar

- Vextir óverðtryggðra íbúðalána hækka ...
- ... en verðtryggðir vextir hafa lækkað undanfarið líkt og aðrir raunvextir

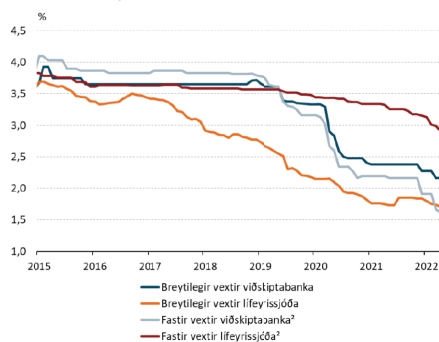
Meginvextir Seðlabankans og vextir óverðtryggðra íbúðalána<sup>1</sup>

1. janúar 2015 - 1. júní 2022



Vextir verðtryggðra íbúðalána<sup>1</sup>

Janúar 2015 - júní 2022



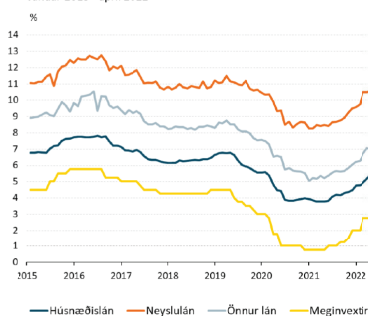
1. Einfalt meðaltal lægstu vaxta. 2. Vextir fastir frá 5 árum og allt upp í allan lántímann.

Heimildir: Almenni Lsj., Arion banki, Festa Lsj., Frjálsi Lsj., Gildi Lsj., Íslandsbanki, Landsbankinn, Lífsverk, Lsj. verslunarmanna, LSR, Söfnunarsjóður lífeyrisséttinda, Seðlabanki Íslands.

## Miðlun peningastefnunnar

- Vextir nýrra óverðtryggðra lána til heimila hækka áfram ...
- ... eins og vextir nýrra óverðtryggðra lána til fyrirtækja

Meginvextir og vextir óverðtryggðra útlána til heimila<sup>1</sup>  
Janúar 2015 - apríl 2022



Meginvextir og vextir óverðtryggðra útlána til atvinnufyrirtækja<sup>2</sup>  
Janúar 2015 - apríl 2022



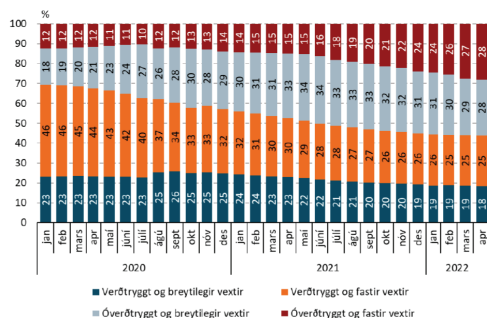
1. Vegnir meðalvextir óverðtryggðra útlána stóru viðskiptabankanna þriggja miðað við fjárhæð útlána.
2. Vegnir meðalvextir á óverðtryggðum útlánnum stóru viðskiptabankanna þriggja með breytilegum vöxtum miðað við fjárhæð útlána.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

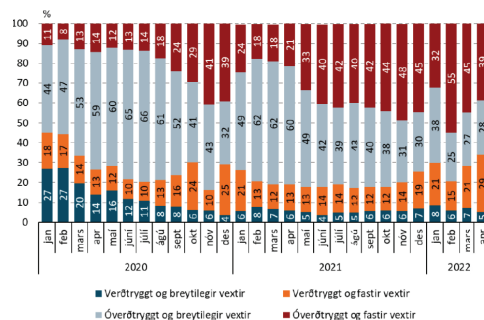
## Samsetning íbúðalána

- Eftir að vaxtahækkunarferlið hófst í maí 2021 eykst hlutur óverðtryggðra lána með fasta vexti í nýjum fasteignalánnum ...
- ... og nýverið eru vísbendingar um aukna áskákn í verðtryggð lán

Tegund fasteignalána til neytenda<sup>1</sup>  
Janúar 2020 - apríl 2022



Tegund nýrra fasteignalána til neytenda<sup>1</sup>  
Janúar 2020 - apríl 2022



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

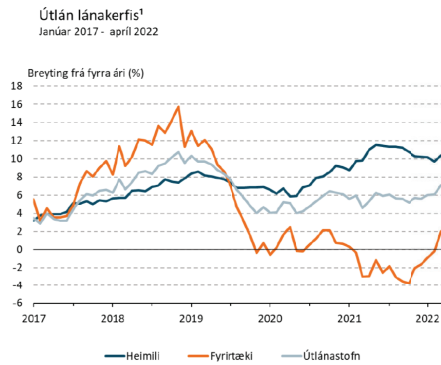
Heimild: Seðlabanki Íslands.



## Útlán lánakerfis



- Útlánastofn lánakerfis til innlendra aðila stækkaði að nafnvirði um 6,7% milli ára í apríl
- Útlánavöxtur til heimila hefur verið stöðugur að nafnvirði undanfarið hálf ár ...
- ... en vöxtur útlána til fyrirtækja hefur snúist úr samdrætti yfir í vöxt undanfarna tvo mánuði

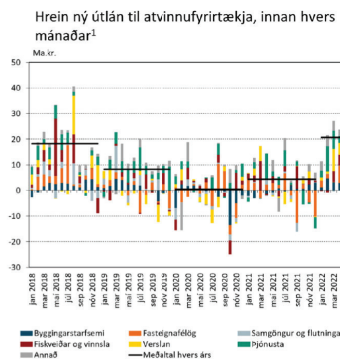
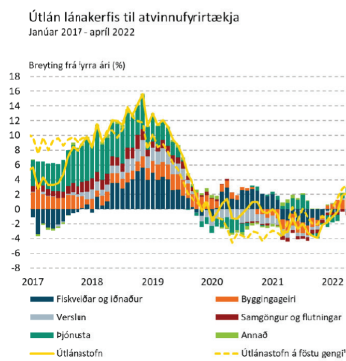


1. Leiðrétt fyri: endurlokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Eingöngu sjóðfélalán með tain hjá lífeyrissjóðum. Án útlána til innlánsstofnana, fallinna fjármálafyrirtækja og ríkissjóðs. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagasamtök sem þjóna heimilum.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Útlán til fyrirtækja

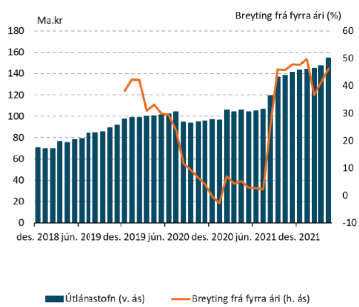


- Áætlað að útlán til atvinnufyrirtækja hafi aukist um 2,1% að nafnvirði í apríl (1,1% leiðr. fyrir endurlf.) og 3,4% á föstu gengi
- Útlán til byggingargeira hafa tekið við sér en útlán til ferðaþjónustu enn lítil
- Útlán fagfjárfestasjóða hafa aukist og einhver fyrirtæki sækja fjármagn með útgáfu markaðsskuldabréfa



1. Hrein ný útlán eru ný útlán að frágættum samningnum á milli afbrigðis og uppreðilum. Tölur á flötu verulagi. Tölur ná til innlánsstofnana, lífeyrissjóðs og Húsnæðissjóðs.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Útlán fagfjárfestasjóða til atvinnufyrirtækja  
Desember 2018 - apríl 2022



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



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.

