



SKÝRSLA PENINGASTEFNUNEFNDAR TIL ALÞINGIS

2019 • 1

Skýrsla peningastefnunefndar til Alþingis

9. ágúst 2019

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

Lögin kveða svo á að peningastefnunefnd haldi fundi að minnsta kosti átta sinnum á ári. Frá því að síðasta skýrsla var send Alþingi hefur nefndin haldið fjóra reglulega fundi, síðast 26. júní 2019. Eftirfarandi skýrsla fjallar um störf nefndarinnar frá janúar til júní 2019.

Mótun peningastefnunnar

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

Þróunin frá janúar til júní 2019

Peningastefnunefnd hélt vöxtum bankans óbreyttum á fundum sínum í febrúar og mars en ákvað á fundi sínum í maí að lækka meginvexti bankans (vexti á sjö daga bundnum innlánum) um 0,5 prósentur í 4%.¹ Fram að því höfðu vextir bankans verið óbreyttir frá því í nóvember 2018. Á júnífundum sínum ákvað nefndin síðan að lækka vexti um 0,25 prósentur í viðbót og voru meginvextir bankans því 3,75% í lok júní.

Í byrjun mars var bindihlutfall hinnar sérstöku bindiskyldu á innflæði erlends gjaldeyris lækkað í 0% samhliða því að frumvarp um losun síðasta hluta aflandskrónueigna var samþykkt á Alþingi.²

1. Hér er átt við þá vexti sem skipta meginmáli fyrir skammtíma vexti á markaði og mæla því best aðhaldsstig peningastefnunnar. Þeir vextir eru nú vextir bankans á sjö daga bundnum innlánum.
2. Í júní 2016 tók Seðlabankinn í notkun sérstakt fjárstreymistæki sem fól í sér að 40% af nýju innflæði erlends gjaldeyris vegna fjárfestingar í rafrænt skráðum skuldabréfum og víxlum útgefnum í krónum og hávaxtainnstæðum voru bundin á vaxtalausum reikningi í Seðlabankanum í eitt ár.

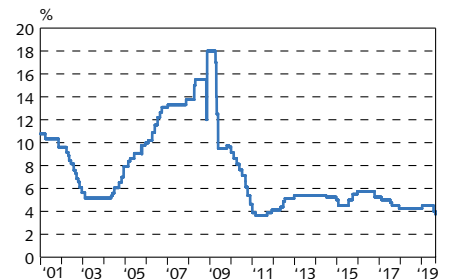
Tafla 1. Vaxtaákvarðanir Seðlabanka Íslands á fyrri árshelmingi 2019 (%)

Dags.	Viðskipta- reikningar	Bundin innlán til 7 daga	Veðlán	Daglán
26. júní	3,50	3,75	4,50	5,50
22. maí	3,75	4,00	4,75	5,75
20. mars	4,25	4,50	5,25	6,25
6. febrúar	4,25	4,50	5,25	6,25

Mynd 1

Meginvextir Seðlabanka Íslands¹

Daglegar tölur 3. janúar 2001 - 28. júní 2019



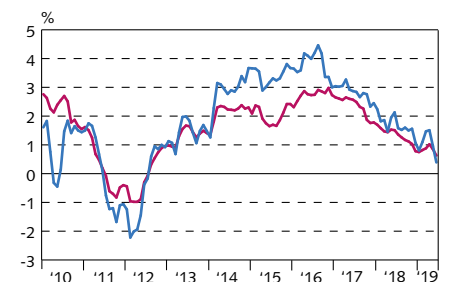
1. Meginvextir Seðlabankans eru vextir á 7 daga veðlánum fram til 31. mars 2009, vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana í Seðlabankanum frá 1. apríl 2009 til 30. september 2009, meðaltal vaxta á viðskiptareikningunum og á 28 daga innstæðubréfum frá 1. október 2009 til 20. maí 2014 og vextir á 7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

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Raunvextir Seðlabanka Íslands¹

Janúar 2010 - júní 2019



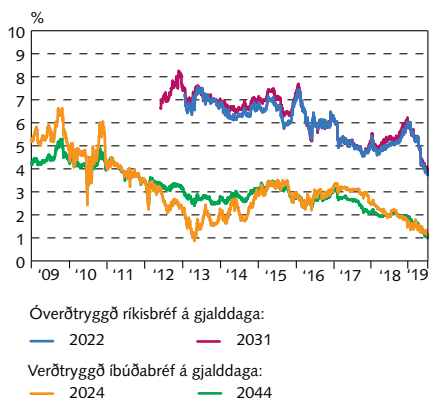
— Raunvextir Seðlabanka Íslands m.v. tólf mánaða verðbólgu
— Raunvextir Seðlabanka Íslands m.v. meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar²

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

Mynd 3

Ávöxtunarkrafa skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 28. júní 2019

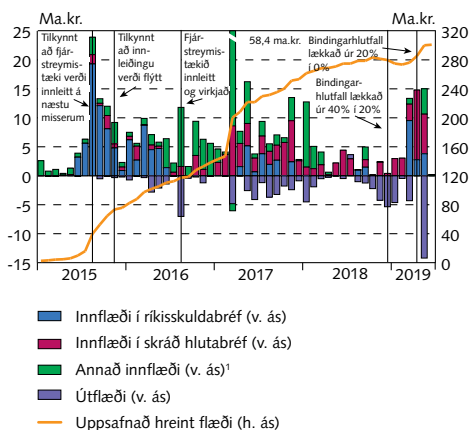


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Fjármagnsflæði vegna skráðrar nýfjárfestingar

Janúar 2015 - júní 2019



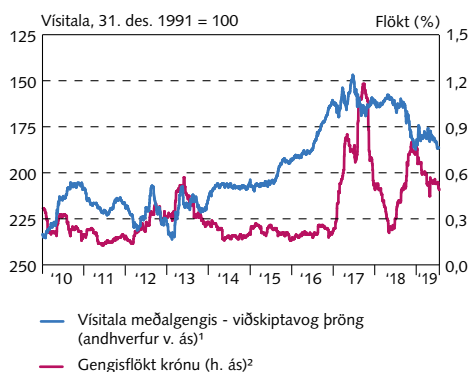
1. Annað innflæði í mars 2017 kemur nánast að öllu leyti til vegna kaupa erlendra aðila á eignarhlut í innlendum viðskiptabanka.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Gengi krónu og gengisflökt

Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 28. júní 2019



1. Verð erlendra gjaldmiðla í krónum. Vinstri ás er andhverfur þannig að styrking krónunnar kemur fram sem hækkun ferilsins. 2. Flökt krónu er 3 mánaða staðalfrávik daglegra breytinga.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Hlutfallið hafði verið lækkað í 20% í nóvember 2018 en ávallt var stefnt að því að lækka bindihlutfallið í 0% þegar aðstæður leyfðu og að fjárstreymistækið yrði að jafnaði ekki virkt. Vaxtamunur hafði minnkað undangengin misseri og gengið lækkað og var að mati nefndarmanna líklega undir jafnvægisgildi sínu. Einnig hafði orðið viðsnúningur á fjármagnsstraumum til og frá landinu á fjórða ársfjórðungi í fyrra þegar mældist í fyrsta sinn hreint útfæði vegna nýfjárfestingar. Líkur á umtalsverðu innflæði sem leiddi til ofriss krónunnar og alvarlegrar truflunar í miðlunarferli peningastefnunnar höfðu því minnkað.

Taumhald peningastefnunnar, mælt með raunvöxtum Seðlabankans, jókst lítillega frá árslokum 2018 fram í maí þegar það slaknaði á ný í kjölfar vaxtalækkunar bankans. Miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs voru raunvextir bankans 0,5% í lok júní en voru 0,7% í lok desember sl. Raunvextir bankans miðað við tólf mánaða verðbólgu lækkuðu um 0,3 prósentur á sama tíma og voru 0,4% í lok júní.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa tók að lækka undir lok síðasta árs og hélt sú þróun áfram á fyrri hluta þessa árs. Vextir á tíu ára skuldabréfum voru um 3,9% í lok júní sem er um 1,6 prósentum lægra en þeir voru í árslok 2018. Langtímavextir hafa ekki verið svo lágir síðan vaxtamyndun var gefin frjálts á níunda áratug síðustu aldar. Verðtryggðir langtímavextir hafa einnig lækkað og eru í sögulegu lágmarki. Ávöxtunarkrafa lengstu verðtryggðu bréfa ríkissjóðs var um 1% í lok júní eða um 0,6 prósentum lægri en í desember sl.

Innstreymi fjármagns vegna nýfjárfestingar var tæplega 50 ma.kr. á fyrri helmingi ársins sem er rúmlega 20 ma.kr. meira en á sama tímabili í fyrra. Útflæði fjármagns sem áður kom inn sem nýfjárfesting nam tæplega 24 ma.kr. Nýfjárfesting á innlendum skuldabréfamarkaði jókst eftir lækkun hinnar sérstöku bindiskyldu á innflæði erlends gjaldeyris í 0% í mars en er þó enn tiltölulega lítil. Innstreymi í skráð hlutabréf, sem féll ekki undir bindiskylduna, jókst frá seinni hluta síðasta árs og útflæði fjármagns hefur aukist á sama tíma.

Gengi krónunnar hélst tiltölulega stöðugt á fyrri hluta ársins eftir lækkun sl. haust. Upphaf lækkunarferilsins sl. haust má rekja til fréttu um fjármögnunarvanda flugfélagsins Wow Air en við bættist aukin svartsýni um efnahagshorfur og vaxandi áhyggjur af niðurstöðu komandi kjarasamninga. Litlar breytingar urðu á gengi krónunnar við endanlegt fall WOW Air í lok mars og virðist sem áhrif gjaldþrots félagsins hafi þegar verið verðlögð inn í gengi krónunnar. Lækkun bindiskyldu á innstreymi erlends fjármagns og undirritun kjarasamninga studdi einnig við gengið. Útflæði á gjaldeyrismarkaði í kjölfar samþykktar Alþingis um losun síðasta hluta aflandskrónueigna í byrjun mars hefur enn sem komið er verið minna en vænta mátti auk þess sem innflæði vegna nýfjárfestingar hefur vegið á móti. Í lok júní var gengi krónunnar um 6½% lægra en í árslok 2018.

Í takt við yfirlýst markmið Seðlabankans um að beita inngrípum til að draga úr óhóflegum skammtímasveiflum í gengi krónunnar átti bankinn viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri í tíu skipti á fyrri hluta ársins. Hluti inngrípanna tengist útflæði aflandskróna enda telur nefndin ekki eðlilegt að úrlausn slíks fortíðarvanda sem tengist ekki núverandi undirliggjandi efnahagsaðstæðum lækki gengi krónunnar.

Bankinn seldi gjaldeyri fyrir um 12 ma.kr. á tímabilinu og nam hlutur hans um 11% af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði.

Verðbólga hjaðnaði á fyrsta fjórðungi þessa árs eftir að hafa aukist hratt undir lok síðasta árs og mælst 3,7% í desember sl. Hún mældist 3,3% í júní og hafði verðhækkun almennrar þjónustu og eldsneytis mest áhrif á þróun vísitölu neysluverðs á fyrri hluta ársins. Ársverðbólga án húsnæðis hefur hins vegar aukist frá lokum síðasta árs og mældist 3% í júní en munurinn á verðbólgu með og án húsnæðis hefur minnkað verulega frá því á sama tíma fyrir ári. Undirliggjandi verðbólga var 3,3% í júní miðað við miðgildi ólíkra mælikvarða og hefur þróast með áþekkum hætti og mæld verðbólga.

Áfram dró úr framlagi húsnæðis til verðbólgu og mældist árshækkun húsnæðisverðs á öllu landinu 4,2% í júní samanborið við 6,9% í lok síðasta árs. Í kjölfar nokkurrar verðhækkunar innfluttrar vöru á seinni hluta síðasta árs dró úr áhrifum gengislækkunar krónunnar á innflutningsverð á fyrsta ársfjórðungi. Fyrirtæki virðast enn sem komið er ekki hafa velt gengislækkun krónunnar að fullu út í verðlag sem endurspeglar líklega aukna samkeppni, hægari vöxt innlendrar eftirspurnar, minni verðbólgu í helstu viðskiptalöndum og lækkun verðbólguvæntinga.

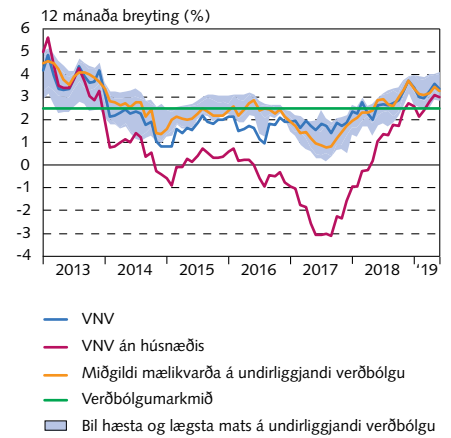
Verðbólga mældist að meðaltali 3,4% á öðrum fjórðungi ársins sem er í takt við það sem gert var ráð fyrir í grunnspá Seðlabankans sem birt var í *Peningamálum* 22. maí sl. Samkvæmt spánni er talið að verðbólga hjaðni er líður á árið og verði komin í verðbólgu markmiðið um mitt næsta ár.

Verðbólguvæntingar hækkuðu þegar leið á árið 2018 og taldi peningastefnunefnd það, ásamt því að þær væru yfir verðbólgu markmiðinu á alla mælikvarða, vera áhyggjuefni. Þær hafa hins vegar lækkað á flesta mælikvarða síðan síðasta skýrsla peningastefnunefndar var send Alþingi í janúar sl. Samkvæmt nýlegum könnunum búast markaðsaðilar og stjórnendur fyrirtækja við að verðbólga verði 3% eftir eitt ár. Verðbólguvæntingar heimila til eins árs eru 4% og hafa verið óbreyttar síðan í nóvember 2018. Langtímaverðbólguvæntingar hafa lækkað á alla mælikvarða á fyrri hluta ársins. Langtímavæntingar markaðsaðila samkvæmt könnunum og verðlagningu skuldabréfa eru nánast í markmiði en langtímavæntingar heimila og fyrirtækja eru yfir markmiði. Markaðsaðilar búast við að verðbólga verði að meðaltali 2,8% á næstu fimm árum og 2,7% á næstu tíu árum en heimili og stjórnendur fyrirtækja vænta að verðbólga verði að meðaltali 3-3,5% á næstu fimm árum. Í lok júní mældist verðbólguálag til fimm og tíu ára um 2,8% sem var ríflega 1 prósentu lægra en í lok desember sl.

Að mati peningastefnunefndar eru horfur á efnahagssamdrætti í ár og sá viðsnúningur í efnahagsmálum sem í því felst gerir það að verkum að verðbólguhorfur hafa breyst nokkuð á skömmum tíma. Fram kom í umræðum á maifundinum, þegar nefndin ákvað að lækka vexti, að svigrúm peningastefnunnar til að mæta efnahagssamdrættinum er töluvert, sérstaklega ef fer sem horfir og verðbólga og verðbólguvæntingar haldast við markmið.

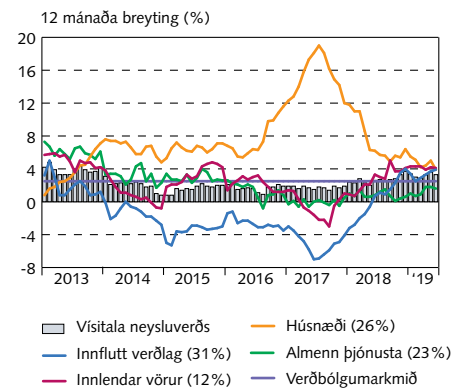
Að mati nefndarmanna mun peningastefnan á næstunni ráðast af samspili þróunar efnahagssumsvifa annars vegar og verðbólgu og verðbólguvæntinga hins vegar.

Mynd 6
Mæld og undirliggjandi verðbólga¹
Janúar 2013 - júní 2019



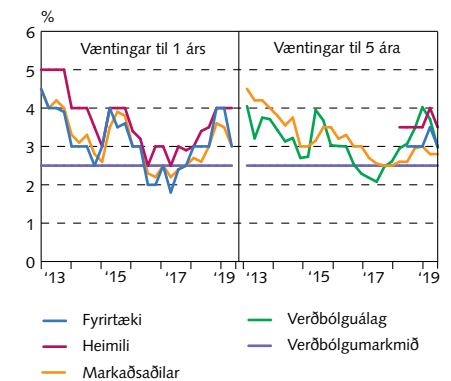
1. Undirliggjandi verðbólga er mæld með kjarnavísitölu (áhrif óbeinna skatta, sveiflukenndra matvöruhlöða, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána eru undanskilin) og tölfraðilegum mælikvörðum (vegð miðgildi, klippt meðaltal, kvítt þáttalíkan og sameiginlegur þáttur vísitölu neysluverðs).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

Mynd 7
Innflutt og innflutt verðbólga¹
Janúar 2013 - júní 2019



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

Mynd 8
Verðbólguvæntingar
1. ársfj. 2013 - 2. ársfj. 2019



Heimildir: Gallup, Seðlabanki Íslands.

Ítarefni

Með þessari skýrslu fylgir eftirfarandi ítarefni:

1. Yfirlýsingar peningastefnunefndar frá janúar til júní 2019.
2. Fundargerðir peningastefnunefndar frá janúar til júní 2019.
3. Erindi aðalhogfræðings Seðlabankans um kjarasamninga, peningastefnu og þjóðarbúskapinn hjá Ríkissáttasemjara 17. janúar 2019.
4. Fréttatilkynning um breytingu á lögum um gjaldeyrismál og meðferð krónueigna sem háðar eru sérstökum takmörkunum - losun fjármagnshafta á aflandskrónueigendur og lækun sérstakrar bindiskyldu á fjármagnsinnstreymi 4. mars 2019.
5. Fréttatilkynning um nýjar reglur um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris og meðferð krónueigna sem háðar eru sérstökum takmörkunum 5. mars 2019.
6. Fréttatilkynning um breytingar á reglum um gjaldeyrismál – losun takmarkana á fjármagnshreyfingar milli landa vegna lækkunar á bindingarhlutfalli 2. apríl 2019.
7. Fréttatilkynning um breytingar á reglum um veðhæf bréf 27. maí 2019.
8. Erindi seðlabankastjóra um lánamál ríkissjóða á ráðstefnu í Hörpu 5. júní 2019.
9. Erindi seðlabankastjóra um þróun efnahagsmála síðastliðin tíu ár hjá Rótarýklúbbi Reykjavíkur 26. júní 2019.
10. Yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabanka um verðbólguþækkun, mars 2001.

Fyrir hönd peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,



Már Guðmundsson
seðlabankastjóri og formaður peningastefnunefndar

Yfirlit yfir fylgiskjöl

	Bls.
Yfirlýsing peningastefnunefndar 6. febrúar 2019	8
Yfirlýsing peningastefnunefndar 20. mars 2019	9
Yfirlýsing peningastefnunefndar 22. maí 2019	10
Yfirlýsing peningastefnunefndar 26. júní 2019	11
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, febrúar 2019	12
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, mars 2019	19
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, maí 2019	26
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, júní 2019	34
Kjarasamningar, peningastefnan og þjóðarbúskapurinn	40
Losun fjármagnshafta á aflandskrónueigendur og lækkun sérstakrar bindiskyldu á fjármagnsinnstreymi	50
Nýjar reglur um bindingu reiðufjár og meðferð krónueigna	52
Breytingar á reglum um gjaldeyrismál – Losun takmarkana á fjármagnshreyfingar milli landa vegna lækkunar á bindingarhlutfalli	53
Breytingar á reglum um veðhæf bréf	55
Post-Crisis Recovery, Resilience Building and Policy Reforms in Iceland	56
Tíu árum seinna: hvar stöndum við?	67
Yfirlýsing um verðbólguþætti og breytta gengisstefnu	77

Yfirlýsing peningastefnunefndar

6. febrúar 2019

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

Samkvæmt nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birt er í febrúarhefti *Peningamála* er gert ráð fyrir að töluvert hægi á hagvexti í ár og að hann verði 1,8%. Þetta er um 1 prósentu minni vöxtur en bankinn gerði ráð fyrir í nóvember og gangi það eftir yrði það minnsti hagvöxtur sem mælst hefur frá árinu 2012. Hægari vöxtur stafar einkum af samdrætti í ferðapjónustu. Horfur eru því á að spenna í þjóðarbúskapnum minnki hraðar en áður var talið.

Verðbólga jókst eftir því sem leið á síðasta ár og mældist 3,7% í desember sl. Áhrif hækkunar innflutningsverðs vegna gengislækkunar krónunnar á haustmánuðum síðasta árs vega þar þyngst. Þótt verðbólga hafi minnkað í 3,4% í janúar og gengi krónunnar hækkað frá desemberfundi peningastefnunefndar eru horfur á að verðbólga aukist fram eftir ári og verði yfir markmiði fram á seinni hluta næsta árs.

Verðbólguvæntingar markaðsaðila og verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hafa lækkað frá desemberfundinum. Taumhald peningastefnunnar, eins og það mælist í raunvöxtum Seðlabankans, hefur því aukist á ný.

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

Peningastefnunefnd ítrekar að hún hefur bæði vilja og þau tæki sem þarf til að halda verðbólgu og verðbólguvæntingum við markmið til lengri tíma litið. Það gæti kallað á harðara taumhald peningastefnunnar á komandi mánuðum. Aðrar ákvarðanir, einkum á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum, munu skipta miklu um hvort svo verður og hafa áhrif á hversu mikill fórnarkostnaður verður í lægra atvinnustigi.

Yfirlýsing peningastefnunefndar

20. mars 2019

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

Samkvæmt nýlega birtum þjóðhagsreikningum hægði nokkuð á hagvexti á seinni hluta síðasta árs frá því sem hann hafði verið á fyrri hluta ársins. Hagvöxtur var 4,6% á árinu öllu en í febrúarspá sinni hafði Seðlabankinn gert ráð fyrir að hann yrði 4,3%. Nýlegar vísbendingar um efnahagsumsvif og af vinnumarkaði benda til þess að spenna í þjóðarbúskapnum haldi áfram að minnka.

Verðbólga var 3% í febrúar og hefur hjaðnað frá því í desember sl. þegar hún mældist 3,7%. Vegur þar þyngst að dregið hefur úr áhrifum hækkunar innflutningsverðs vegna gengislækkunar krónunnar á haustmánuðum síðasta árs og að framlag húsnæðis til verðbólgu hefur minnkað. Gengi krónunnar hefur hækkað um tæplega 3% frá febrúarfundi peningastefnunefndar. Enn er þó líklegt að verðbólga aukist eitthvað fram eftir ári en hvað verður er háð niðurstöðu kjarasamninga sem ekki liggur fyrir.

Langtímaverðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja hafa hækkað en verðbólguálag á skuldabréfamarkaði lækkað. Á alla mælikvarða eru langtímaverðbólguvæntingar enn yfir verðbólgu markmiðinu. Væntingar um verðbólgu til skamms tíma hafa lítið breyst frá síðasta fundi peningastefnunefndar og því er taumhald peningastefnunnar, eins og það mælist í raunvöxtum Seðlabankans, óbreytt frá fyrri fundi.

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

Peningastefnunefnd ítrekar að hún hefur bæði vilja og þau tæki sem þarf til að halda verðbólgu og verðbólguvæntingum við markmið til lengri tíma lítið. Það gæti kallað á harðara taumhald peningastefnunnar á komandi mánuðum. Aðrar ákvarðanir, einkum á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum, munu skipta miklu um hvort svo verður og hafa áhrif á hversu mikill fórnarkostnaður verður í lægra atvinnustigi.

Yfirlýsing peningastefnunefndar 22. maí 2019

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

Samkvæmt nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birt er í maíhefti *Peningamála* hafa hagvaxtarhorfur breyst verulega frá síðustu spá bankans. Í stað 1,8% hagvaxtar á þessu ári eins og gert var ráð fyrir í febrúar er nú spáð 0,4% samdrætti. Þessi umskipti stafa einkum af samdrætti í ferðaþjónustu og minni útflutningi sjávarafurða vegna loðnubrests. Af þessum sökum mun framleiðsluspenna snúast í slaka á næstunni.

Verðbólga var 3,1% á fyrsta fjórðungi ársins en jókst í 3,3% í apríl. Undirliggjandi verðbólga hefur þróast með áþekktum hætti og munurinn milli mælikvarða á verðbólgu með og án húsnæðis hefur ekki verið minni frá haustinu 2013. Gengi krónunnar hefur haldist tiltölulega stöðugt það sem af er ári en áhrif lækkunar þess sl. haust á verðbólgu hafa enn sem komið er verið minni en vænst var. Viðsnúningur í efnahagsmálum gerir það að verkum að verðbólguhorfur hafa breyst nokkuð á skömmum tíma og gerir spá bankans ráð fyrir að verðbólga nái hámarki í 3,4% um mitt ár en hjaðni í verðbólgu markmið um mitt næsta ár.

Þótt nýgerðir kjarasamningar á almennum vinnumarkaði feli í sér myndarlegar launahækkunarir var niðurstaða þeirra í betra samræmi við verðbólgu markmiðið en margir bjuggust við. Verðbólguvæntingar hafa því lækkað á ný en þær hækkuðu umtalsvert er leið á síðasta ár. Langtímaverðbólguvæntingar á markaði eru nú komnar undir 3%.

Samdráttur í þjóðarbúskapnum mun reyna á heimili og fyrirtæki en viðnámsþróttur þjóðarbúsins er umtalsvert meiri nú en áður. Svigrúm peningastefnunnar til að mæta efnahagssamdrættinum er einnig töluvert, sérstaklega ef fer sem horfir og verðbólga og verðbólguvæntingar haldast við verðbólgu markmið. Þá munu boðaðar aðgerðir stjórnvalda í tengslum við gerð kjarasamninga leggjast á sömu sveif.

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

Yfirlýsing peningastefnunefndar 26. júní 2019

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 3,75%.

Nýjustu upplýsingar um þróun efnahagsmála breyta ekki því mati á efnahagshorfum sem lá fyrir á síðasta fundi peningastefnunefndar. Hagvöxtur á fyrsta ársfjórðungi var í takt við maíspá Seðlabankans og áfram er gert ráð fyrir samdrætti í þjóðarbúskapnum sem mun birtast frekar á komandi mánuðum. Kröftugri einkaneysla á fyrsta fjórðungi og leiðandi vísbendingar gætu þó bent til þess að undirliggjandi þróttur innlendra eftirspurnar hafi verið meiri en talið var. Á móti eru horfur á að samdráttur í ferðaþjónustu verði meiri.

Verðbólga hefur enn sem komið er verið í samræmi við síðustu spá Seðlabankans en samkvæmt spánni hefur hún náð hámarki og mun hjaðna í átt að markmiði þegar líður á árið. Frekari lækkun gengis krónunnar gæti þó sett strik í þann reikning. Verðbólguvæntingar hafa lækkað frá því sem þær voru í kringum síðasta fund nefndarinnar. Taumhald peningastefnunnar hefur því aukist á ný.

Samdráttur í þjóðarbúskapnum mun reyna á heimili og fyrirtæki en viðnámsþróttur þjóðarbúsins er umtalsvert meiri nú en áður. Svigrúm peningastefnunnar til að mæta efnahagssamdrættinum er einnig töluvert, sérstaklega ef fer sem horfir og verðbólga og verðbólguvæntingar haldast við verðbólgu markmið. Þá mun boðuð slökun í aðhaldi ríkisfjármála leggjast á sömu sveif.

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



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Febrúar 2019 (82. fundur)

Birt: 20. febrúar 2019

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[opinberlega skuli] birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra“. Í samræmi við löggin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Þar koma einnig fram upplýsingar um atkvæði einstakra nefndarmanna.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 4. og 5. febrúar 2019, en á honum ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 6. febrúar og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 12. desember 2018 og uppfærðri spá í *Peningamálum 2019/1* hinn 6. febrúar.

Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í desember hækkaði gengi krónunnar um 1,8% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili hækkaði það um 2,3% gagnvart evru, 2,7% gagnvart Bandaríkjadal en lækkaði um 0,5% gagnvart bresku pundi. Á milli funda seldi Seðlabankinn gjaldeyri fyrir um 33 m. evra (4,5 ma.kr.) en keypti gjaldeyri fyrir tæplega 3 m. evra (0,4 ma.kr.), hrein gjaldeyrissala bankans nam því um 30 m. evra (4,1 ma.kr.). Hluttur Seðlabankans nam um 13% af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði aukist lítillega frá desemberfundi nefndarinnar miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs. Á þennan mælikvarða voru raunvextir bankans 0,9% eða 0,1 prósentu hærri en eftir desemberfund nefndarinnar. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 1,1% og höfðu lækkað um 0,1 prósentu milli funda.

Vextir á millibankamarkaði með krónur voru nánast óbreyttir á milli funda en velta á markaðnum nam 2 ma.kr. á tímabilinu.

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði lækkað um 0,4 prósentur frá desemberfundi nefndarinnar og krafa lengri verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa lækkað um 0,1 prósentu. Óverðtryggðir fastir meðalvextir sjóðfélagalána lífeyrissjóða og húsnæðislána voru óbreyttir frá desemberfundi nefndarinnar en óverðtryggðir breytilegir meðalvextir sjóðfélagalána höfðu hækkað um 0,6 prósentur. Á sama tímabili höfðu fastir meðalvextir verðtryggðra íbúðalána og breytilegir meðalvextir verðtryggðra sjóðfélagalána lækkað lítillega.

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

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

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu óbreyttra vaxta. Vísuðu þær m.a. til hægari efnahagssumsvifa á komandi misserum, að raunvextir bankans væru lítið breyttir frá síðasta fundi nefndarinnar og að verðbólguvæntingar hefðu heldur lækkað.

Markaðsaðilar bjuggust flestir við því að meginvöxtum Seðlabankans yrði haldið óbreyttum í 4,5% á fyrsta ársfjórðungi samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans sem var framkvæmd í janúar sl. Þeir bjuggust hins vegar við 0,25 prósentna hækkun vaxta á öðrum fjórðungi og vænta þess jafnframt að vextir verði 4,75% eftir eitt ár en verði aftur komnir í 4,5% eftir tvö ár. Í könnuninni töldu 24% svarenda taumhald peningastefnunnar vera of laust um þessar mundir sem er lægra hlutfall en í síðustu könnun. Um 57% svarenda töldu taumhaldið hæfilegt samanborið við 48% í síðustu könnun. Hlutfall þeirra sem töldu taumhaldið of þétt mælist 19% og hækkaði úr 12% í októberkönnun bankans.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var tæplega 7½% í desember sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja sem er minni vöxtur en undanfarna mánuði. Vöxturinn helgast sem fyrr að stærstum hluta af meiri innlánnum heimila en hlutdeild atvinnufyrirtækja í vextinum hefur einnig aukist. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda má áætla að útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila hafi stækkað um 9½% að nafnvirði í desember en sé stofn lána í erlendum gjaldmiðlum reiknaður á föstu gengi stækkaði stofninn um rúmlega 8%. Á sama tíma jukust útlán til heimila um 8% milli ára og útlán til atvinnufyrirtækja um rúmlega 11% en sé tekið tillit til gengisbreytinga var vöxturinn um 8%.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hækkaði um 4,6% milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 492 ma.kr. árið 2018 sem er um 22% minni velta en árið á undan.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var í janúar sl. hafa horfur í heimsbúskapnum versnað enn frekar frá októberspá sjóðsins. Gert er ráð fyrir 3,5% hagvexti í heiminum í ár og 3,6% á því næsta sem er 0,1-0,2 prósentum minni hagvöxtur en spáð var í október. Búist er við minni hagvexti í þróuðum ríkjum á þessu ári sem skýrist að mestu leyti af verri horfum á evrusvæðinu. Hagvaxtarhorfur eru hins vegar óbreyttar í Bandaríkjunum og einnig í Bretlandi

en veruleg óvissa ríkir um horfurnar í Bretlandi sakir mikillar óvissu um hvernig útgöngu þeirra úr Evrópusambandinu verður háttað. Þá spáir sjóðurinn einnig hægari hagvexti í nýmarkaðs- og þróunarríkjum á þessu ári en gert var ráð fyrir í október. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn telur áfram meiri líkur á að hagvexti sé ofspáð einkum vegna hættu á að alþjóðlegar viðskiptadeilur magnist enn frekar. Gerir hann ráð fyrir enn hægari vexti alþjóðaviðskipta í þróuðum ríkjum á þessu ári og því næsta en hann gerði í október. Horfur fyrir nýmarkaðs- og þróunarríki hafa hins vegar breyst minna. Spáð er að verðbólga meðal þróaðra ríkja verði 1,7% í ár sem er um 0,2 prósentum minni verðbólga en gert var ráð fyrir í október. Horfurnar fyrir næsta ár eru hins vegar óbreyttar.

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 11 ma.kr. í desember sl. og um 191 ma.kr. (á föstu gengi) á árinu 2018 í heild samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands. Hallinn í fyrra var því 7,5 ma.kr. minni en á árinu 2017. Verðmæti vöruútflutnings jókst um ríflega 10% milli ára í fyrra en verðmæti innflutnings um líðlega 7%. Aukinn útflutning á síðasta ári má einkum rekja til aukningar í sjávarafurðum og iðnaðarvörum en aukið innflutningsverðmæti stafar einkum af auknu verðmæti eldsneytis og smurólíu auk hrá- og rekstrarvöru.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð lækkaði álverð um tæplega 3% milli funda peningastefnunefndar og var líðlega 14% lægra en á sama tíma í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hafi hækkað um 4,8% milli ára í fyrra. Heimsmarkaðsverð á olíu hækkaði um rúmlega 3% milli funda peningastefnunefndar og var um 62 Bandaríkjadalir á tunnu í byrjun febrúar. Olíuverð var þó um 9% lægra á febrúarfundinum en það var á sama tíma í fyrra og ríflega fjórðungi lægra en það fór hvað hæst í byrjun október í fyrra.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 0,6% milli mánaða í janúar en lækkaði um 8,3% frá fyrra ári. Raungengið í janúar var um 10% yfir 25 ára sögulegu meðaltali en um 14,4% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á þennan sama mælikvarða lækkaði raungengið um 2,9% milli ára í fyrra. Lækkunina má að mestu rekja til 3,8% lækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var um 0,7 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum um 2,5% milli ára á síðasta ársfjórðungi í fyrra. Fjölgaði störfum um 2,3% frá fyrra ári og meðalvinnuvikan lengdist lítillega. Áfram hefur hægt á fjölgun starfandi fólks samkvæmt staðgreiðsluskrá en á þriðja fjórðungi í fyrra fjölgaði því um 2,3% milli ára. Atvinnuþátttaka á síðasta fjórðungi ársins 2018 var tæplega 1 prósentu minni en á sama fjórðungi árið 2017 og hlutfall starfandi lækkaði um 0,5 prósentur á sama tíma. Á árinu í heild voru bæði hlutföll um 1 prósentu lægri en þau voru á árinu 2017.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 2,8% á síðasta fjórðungi í fyrra og jókst lítillega frá fyrri fjórðungi þótt það hafi minnkað um 0,4 prósentur frá fyrra ári. Á árinu 2018 mældist atvinnuleysi 2,7% og var því 0,1 prósentu minna en á árinu á undan. Skráð atvinnuleysi hafði hins vegar aukist um 0,5 prósentur milli ára á síðasta fjórðungi í fyrra og um 0,2 prósentur á árinu í heild. Um $\frac{2}{3}$ hlutar aukningarinnar skýrast af fjölgun erlendra ríkisborgara á atvinnuleysissskrá. Þar sem svarhlutfall útlendinga sem hér starfa hefur farið lækkandi í VMK gæti verið að könnunin nái ekki að mæla þann viðsnúning sem kemur fram í skráðu atvinnuleysi.

Aðfluttum erlendum ríkisborgurum á aldrinum 20-59 ára fjölgaði umfram brottflutta um 0,4% af mannfjölda á síðasta fjórðungi ársins 2018. Á árinu í heild fjölgaði erlendum ríkisborgurum um 3,1% af mannfjölda og er það næstmesta fjölgun sem mælst hefur á einu ári. Fjöldi virkra

starfsmanna á vegum starfsmannaleigna og erlendra þjónustufyrirtækja var á bilinu 0,8-0,9% af vinnuaflinu á fyrstu ellefu mánuðum ársins í fyrra en lækkaði í 0,7% í desember.

Launavísitalan stóð nánast í stað milli mánaða í desember en hafði hækkað um 6% frá desembermánuði fyrra árs. Raunlaun voru 2,2% hærrí í mánuðinum en á sama tíma árið 2017. Launavísitalan hækkaði um 6,5% milli ársmeðaltala í fyrra og raunlaun hækkuðu um 3,7%.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á fjórða fjórðungi 2018 benda til þess að nokkuð hafi hægt á eftirspurn heimila. Þannig dró verulega úr vexti greiðslukortaveltu og fækkun varð í nýskráningum bifreiða. Væntingavísitala Gallup hækkaði í janúar annan mánuðinn í röð og mældist 93,7 stig. Hún mældist þó umtalsvert lægri en á sama tíma fyrir ári.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í janúar, hækkaði um 0,3% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar og um 6% frá fyrra ári. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,3% milli mánaða í desember þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu en um 5,9% milli ára. Árshækkun íbúðaverðs hefur því heldur aukist frá því í október þegar hún var um 4%. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 4,8% milli ára í fyrra og var meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu um 1,6 mánuðir í desember í fyrra samanborið við 2,4 mánuði í desember 2017.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,74% milli mánaða í desember 2018 og jókst ársverðbólga í 3,7%. Hún hjaðnaði hins vegar á ný í janúar þegar vísitalan lækkaði um 0,41% milli mánaða og var 3,4% eða 0,1 prósentu meiri en á síðasta fundi nefndarinnar. Vísitala neysliverðs án húsnæðis hafði hækkað um 2,6% frá janúar í fyrra. Hefur munurinn á milli verðbólgu með og án húsnæðis ekki verið minni síðan haustið 2013. Undirliggjandi verðbólga var 3,4% eins og mæld verðbólga í janúar samkvæmt miðgildi ólíkra mælikvarða og hafði aukist um 1,4 prósentur frá sama tíma í fyrra.

Vetrarútsölur höfðu töluverð áhrif í verðmælingu janúarmánaðar ásamt verðlækkun nýrra bíla en árstíðarbundin hækkun opinberrar þjónustu vó á móti. Flugfargjöld til útlanda lækkuðu um 6% milli mánaða og voru 5,7% lægri en fyrir ári. Dregið hefur úr árslækkuninni en hún var að meðaltali 12% á seinni hluta síðasta árs.

Samkvæmt könnun Seðlabankans sem gerð var í janúar lækkuðu skammtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila lítillaga milli kannana og þjuggust þeir við því að verðbólga verði 3,5% eftir eitt ár og 3% eftir tvö ár. Langtímaverðbólguvæntingar þeirra lækkuðu einnig og gerðu þeir ráð fyrir að verðbólga verði um 2,8% að meðaltali á næstu fimm og tíu árum. Það er 0,2 prósentna lækkun frá síðustu könnun en samsvarandi hækkun frá sama tíma í fyrra. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur einnig lækkað að undanfögnu. Álagið til fimm og tíu ára var 3,5% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði lækkað um u.þ.b. 0,4 prósentur frá desemberfundinum en var 0,3-0,5 prósentum hærra en fyrir ári.

Samantekt úr *Peningamálum* 2019/1

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 6. febrúar 2019 er útlit fyrir meiri verðbólgu á þessu og næsta ári en spáð var í nóvember. Verðbólga hefur aukist nokkuð undanfarið og mældist 3,4% í janúar en var 2,4% í janúar í fyrra. Undirliggjandi verðbólga hefur aukist með samsvarandi hætti. Langtímaverðbólguvæntingar hafa hins vegar lækkað frá því í nóvember þótt þær séu enn yfir verðbólgu markmiðinu. Horfur eru á að verðbólga haldi áfram að aukast, nái hámarki í 3,8% á þriðja ársfjórðungi og verði um eða yfir 3% fram á mitt næsta ár en verði komin í grennd við markmið á ný undir lok ársins. Verri verðbólguhorfur má fyrst og fremst rekja

til lægra gengis krónunnar en gert var ráð fyrir í nóvember þótt á móti vegi minni framleiðsluspenna og lægra olíuverð.

Þróun ytri skilyrða þjóðarbúskaparins hefur verið lakari en áætlað var í síðustu spá bankans og er útlit fyrir minni hagvöxt á heimsvísu en þá var búist við. Viðskiptakjör rýrnuðu meira í fyrra en gert var ráð fyrir í nóvember þrátt fyrir að mikil hækkun olíuverðs framan af síðasta ári hafi gengið til baka undir lok ársins. Gengi krónunnar hækkaði á ný undir lok síðasta árs eftir mikla gengislækkun sl. haust en sú hækkun gekk að töluverðu leyti til baka fljótlega eftir áramót.

Talið er að hagvöxtur hafi verið 4,3% á síðasta ári. Horfur eru á að það hægi töluvert á hagvexti í ár og að hann verði einungis 1,8% sem yrði þá minnsti hagvöxtur hér á landi frá árinu 2012. Þetta eru jafnframt mun lakari horfur en búist var við í nóvember. Vísbendingar eru um að töluvert hafi hægt á vexti ferðaþjónustu og að útflutningur þjónustu dragist saman í ár í fyrsta sinn frá árinu 2008. Hægari útflutningsvöxtur leggst því á sömu sveif og horfur um heldur hægari vöxt þjóðarútgjalda. Líkt og í nóvember er gert ráð fyrir að hagvöxtur á næstu tveimur árum verði nálægt 2% á ári.

Forsendur um launaþróun á næstu misserum hafa lítið breyst frá því í nóvember. Endurskoðun á hagvaxtarhorfum felur hins vegar í sér að nú eru horfur á heldur hægari framleiðnivexti og því hækkar launakostnaður á framleidda einingu meira í ár en spáð var í nóvember. Talið er að hækkunin verði tæplega 6% í ár sem er svipuð hækkun og í fyrra en að hún verði í takt við verðbólguþröngun bankans í lok spátímans.

Hægt hefur á fjölgun starfa og ráðningaráform fyrirtækja benda til að þeim gæti fækkað á fyrri hluta ársins. Vísbendingar eru því um minnkandi áraun á innlenda framleiðsluþætti og er talið að framleiðsluspenna verði í meginatriðum horfin undir lok næsta árs sem er fyrr en áður hafði verið áætlað.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri fjallaði um stöðu frumvarps um losun síðasta hluta aflandskrónueigna sem lokuðust inni við innleiðingu fjármagnshafta í kjölfar fjármálakreppunnar. Nefndarmenn ræddu einnig inngripastefnuna en eins og kom fram í greinargerð Seðlabankans um viðbrögð við hluta tillagna starfshóps um ramma peningastefnunnar mun bankinn setja á stofn vinnuhóp sem mun skila peningastefnunefnd tillögum varðandi stefnuna um inngrip á gjaldeyrismarkaði og miðlun upplýsinga um framkvæmd hennar. Nefndin ræddi í því sambandi inngripin á gjaldeyrismarkaði undanfarna mánuði og markmið inngripastefnunnar.

Nefndin ræddi hina sérstöku bindiskyldu á fjármagnsinnstreymi og hvort forsendur væru að færast nær því að bindihlutfallið yrði lækkað frekar eða fært niður í núll þegar aflandskrónur yrðu losaðar samkvæmt fyrirliggjandi frumvarpi. Rökin fyrir því væru m.a. þau að vaxtamunur hefði minnkað og gengið hefði lækkað að undanförunni og er að mati nefndarmanna líklega undir jafnvægisgildi sínu. Viðsnúningur hefði einnig orðið á fjármagnsstraumum til og frá landinu á fjórða ársfjórðungi í fyrra þegar mældist í fyrsta sinn hreint útlæði vegna nýfjárfestingar. Einnig hefði ávallt verið stefnt að því að lækka bindihlutfallið í núll þegar aðstæður leyfðu og að fjárstreymistækið yrði að jafnaði ekki virkt. Sérstaka bindiskyldan yrði þá í þriðju línu stjórnstækja á eftir hefðbundinni hagstjórn og eindar- og þjóðhagsvarúðarstefnu eins og alltaf var að stefnt. Það væri hins vegar nauðsynlegt að geta virkjað sérstöku bindiskylduna með skömmum fyrirvara til þess að styðja við peningastefnu og þjóðhagsvarúð þegar hætta eykst á óhóflegu fjármagnsinnstreymi tengdu vaxtamunarviðskiptum. Fram kom í umræðunni það sjónarmið að það væri áhyggjuefni ef frjálst innflæði fjármagns myndi leiða til óhóflegs innflæðis sem gæti á

ný veikt miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn. Hætta væri þá á að miðluninni yrði beint um ófyrirsjáanlegan gengisfarveg sem gæti um leið kynt undir þjóðhagslegt og fjármálalegt ójafnvægi. Bent var á að innlendur gjaldeyrismarkaður væri lítill og að það þyrfti ekki mikið til þess að hafa töluverð áhrif á miðlunarferlið. Nefndarmenn voru hins vegar sammála um að ekki væri heldur ráðlegt að gengisfarvegurinn væri óvirkur þar sem hann væri mikilvægur hluti miðlunarferlisins og án hans væri dregið úr slagkrafti peningastefnunnar. Á það var einnig bent að hægt yrði að virkja fjárstreymistækið með skömmum fyrirvara ef aðstæður breyttust hratt. Nefndin var sammála um að nú hefðu aðstæður hins vegar þróast á þann veg að hægt væri að taka næstu skref við að draga úr sérstöku bindiskyldunni.

Nefndin fjallaði einnig um almennu bindiskylduna en á fundi sínum í desember sl. var rætt að mögulega væri að myndast tilefni til að hækka hana í ljósi aukins útlánavaxtar að undanfögnu. Nefndin veitti því athygli að útlánavöxtur hefði vissulega aukist nokkuð en sem hlutfall af landsframleiðslu hefði útlánastofninn lítið breyst frá árinu 2016 og var nefndin sammála um að vöxturinn væri ekki orðinn óhóflegur. Þar að auki hefði Fjármálaeftirlitið nýlega tekið ákvörðun um að hækka sveiflujöfnunarauka á innlendar áhættuskuldbindingar fjármálafyrirtækja í samræmi við tilmæli fjármálastöðugleikaráðs frá desember 2018. Það gæti í einhverjum mæli dregið úr útlánaaukningu í framhaldinu miðað við það sem ella hefði orðið. Því var ekki talin ástæða til að hækka hana sem stendur en áfram yrði fylgst náið með þróuninni.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu hækkað lítillega milli funda. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í desember hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum óbreyttum m.a. í ljósi þess að vísbendingar væru um að spennan í þjóðarbúskapnum héldi áfram að minnka, hægt hefði á lækkun gengis krónunnar og hækkun verðbólguvæntinga frá síðasta fundi væri fyrst og fremst bundin við skammtímavæntingar.

Nefndarmenn tóku í því sambandi mið af uppfærðri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 6. febrúar en samkvæmt henni væri gert ráð fyrir að töluvert hægði á hagvexti í ár og að hann yrði 1,8%. Nefndin veitti því athygli að þetta væri um 1 prósentu minni vöxtur en bankinn gerði ráð fyrir í nóvember og gengi það eftir yrði það minnsti hagvöxtur sem mælt hefði frá árinu 2012. Voru nefndarmenn sammála um að hægari vöxtur stafaði einkum af samdrætti í ferðapjónustu og að horfur væru á því að spenna í þjóðarbúskapnum minnkaði hraðar en áður var talið.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga jókst eftir því sem leið á síðasta ár og mældist 3,7% í desember sl. Nefndarmenn tóku mið af því að áhrif hækkunar innflutningsverðs vegna gengislækkunar krónunnar á haustmánuðum síðasta árs vógu þar þyngst. Þótt verðbólga hefði minnkað í 3,4% í janúar og gengi krónunnar hækkað frá desemberfundi peningastefnunnar nefndar horfðu nefndarmenn til þess að horfur væru á að verðbólga myndi aukast fram eftir ári og yrði yfir markmiði fram á seinni hluta næsta árs. Hins vegar veittu nefndarmenn því athygli að verðbólguvæntingar markaðsaðila og verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefðu lækkað frá desemberfundinum. Taumhald peningastefnunnar, eins og það mældist í raunvöxtum Seðlabankans, hefði því aukist á ný.

Nefndin ræddi þá möguleika að halda vöxtum óbreyttum eða hækka vexti um 0,25 prósentur. Helstu rökin fyrir því að hafa óbreytta vexti voru þau að horfur væru á að framleiðsluspennan minnkaði hraðar en áður var talið. Bent var á að flestar hátíðnivísbendingar og væntingakannanir legðust á sömu sveif með horfum um minni hagvöxt í ár en áður var gert ráð fyrir. Jafnframt var rætt að ef kæmi til verkfalla gæti það leitt til hraðrar kólnunar í þjóðarbúskapnum. Þau myndu t.d. koma hart niður á ferðapjónustunni. Fram kom í umræðunni

að jákvætt væri að langtímaverðbólguvæntingar hefðu þokast niður á við frá desemberfundi nefndarinnar og taumhald peningastefnunnar því aukist lítillega.

Helstu rökin fyrir því að hækka vexti voru hins vegar þau að verðbólga væri nokkuð yfir markmiði og verðbólguhorfur hefðu versnað. Bent var á að þótt langtímaverðbólguvæntingar hefðu lækkað væri áhyggjuefni að væntingar væru yfir markmiði á alla mælikvarða. Þótt hluti aukningar verðbólgu undanfarna mánuði væri vegna áhrifa af gengislækkuninni væri hættan sú að hún hefði annarrar umferðar áhrif. Ef ekki yrði brugðist við þeim gæti það haft áhrif á kjölfestu verðbólguvæntinga og trúverðuleika peningastefnunnar. Fram kom í umræðunni að hætta væri á að niðurstöður kjarasamninga yrðu ekki í samræmi við verðból gumarkmiðið en einnig að mögulegt útspil ríkisstjórnarinnar í tengslum við þá yrði ekki fjármagnað að fullu og gæti haft í för með sér að það slaknaði á aðhaldi ríkisfjármála. Staðan væri því sú að peningastefnunefnd þyrfti að vega saman áhrif hægari hagvaxtar og meiri verðbólgu en eins og ávallt við skilyrði óvissu um mat á spennunni í þjóðarbúskapnum.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 4,5%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4,25%, vextir af lánnum gegn veði til sjö daga 5,25% og daglánavextir 6,25%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

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

Nefndin ítrekaði að hún hefði bæði vilja og þau tæki sem þyrfti til að halda verðbólgu og verðbólguvæntingum við markmið til lengri tíma litið og var sammála um að það gæti kallað á harðara taumhald peningastefnunnar á komandi mánuðum. Aðrar ákvarðanir, einkum á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum, myndu skipta miklu um hvort svo yrði og hefðu áhrif á hversu mikill fórnarkostnaður yrði í lægra atvinnustigi.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Rannveig Sigurðardóttir, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Karen Áslaug Vignisdóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 20. mars 2019.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Mars 2019 (83. fundur)

Birt: 3. apríl 2019

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[opinberlega skuli] birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra“. Í samræmi við löggin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Þar koma einnig fram upplýsingar um atkvæði einstakra nefndarmanna.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 18. og 19. mars 2019, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 20. mars og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlendan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 6. febrúar 2019.

Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í febrúar hækkaði gengi krónunnar um 2,9% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili hækkaði það um 3,2% gagnvart evru, 2,7% gagnvart Bandaríkjadal og um 0,6% gagnvart bresku pundi. Á milli funda seldi Seðlabankinn gjaldeyri fyrir tæplega 18 m. evra (2,5 ma.kr.). Hlutur Seðlabankans nam um 9% af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans var óbreytt frá febrúarfundi nefndarinnar miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs. Á þennan mælikvarða voru raunvextir bankans 0,9%. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 1,5% og höfðu hækkað um 0,4 prósentur milli funda.

Vextir á millibankamarkaði með krónur voru nánast óbreyttir á milli funda en velta á markaðnum nam 17 ma.kr. á tímabilinu.

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði lækkað um 0,4 prósentur frá febrúarfundi nefndarinnar og krafa lengri verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa lækkað um 0,2-0,4 prósentur. Óverðtryggðir meðalvextir húsnæðislána og sjóðfélagalána lífeyrissjóða voru nánast óbreyttir frá febrúarfundi nefndarinnar. Á sama tímabili höfðu fastir meðalvextir verðtryggðra íbúðalána og breytilegir meðalvextir verðtryggðra sjóðfélagalána lækkað lítillega.

Miðað við þriggja mánaða millibankavexti hafði vaxtamunur aukist lítillega á milli funda og mældist 5,3 prósentur gagnvart evrusvæðinu og 2,4 prósentur gagnvart Bandaríkjunum. Langtímavaxtamunur gagnvart Þýskalandi hafði minnkað um 0,3 prósentur milli funda og var 4,7 prósentur og hafði minnkað um 0,3 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og var 2,2 prósentur.

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs höfðu þróast með ólíkum hætti frá febrúarfundi nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum hækkaði og var tæplega 0,8% en vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldabréfum lækkaði lítillega og var 0,5-0,6 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu þess að peningastefnunefnd héldi vöxtum óbreyttum. Vísuðu þær m.a. til hægari efnahagssumsvifa á komandi misserum, að raunvextir bankans væru lítið breyttir frá síðasta fundi nefndarinnar og að verðbólguhorfur hefðu heldur batnað.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var rúmlega 7½% í janúar sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja sem er minni vöxtur en var síðasta haust. Vöxturinn helgast sem fyrr að stærstum hluta af meiri innlánnum heimila en hlutdeild atvinnufyrirtækja í vextinum hefur einnig aukist. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda má áætla að útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila hafi stækkað um 10½% að nafnvirði í janúar frá fyrra ári en sé stofn lána í erlendum gjaldmiðlum reiknaður á föstu gengi stækkaði stofninn um rúmlega 9%. Á sama tíma jukust útlán til heimila um 8½% milli ára og útlán til atvinnufyrirtækja um tæplega 13% en sé tekið tillit til gengisbreytinga var vöxturinn um 10%.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hækkaði um 11,7% milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 85 ma.kr. á fyrstu tveimur mánuðum ársins sem er um 22% minni velta miðað við árið á undan.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 15,3 ma.kr. í febrúar samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands sem er nánast óbreytt frá sama tíma í fyrra (á föstu gengi). Hallinn á fyrstu tveimur mánuðum ársins var þó einungis 8,2 ma.kr. samanborið við 18,4 ma.kr. halla á sama tíma í fyrra. Verðmæti vöruútflutnings var nánast óbreytt á fyrstu tveimur mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en verðmæti innflutnings dróst saman um 8,3%. Minni innflutningur skýrist einkum af minni innflutningi á flutningatækjum en einnig á eldsneyti og smurolíum.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð hækkaði álverð um liðlega 1% milli funda peningastefnunefndar en var tæplega 8% lægra en á sama tíma í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hafi hækkað um 5,5% milli ára í janúar sl. Heimsmarkaðsverð á olíu hækkaði um liðlega 9% milli funda og var ríflega 67 Bandaríkjadalir á tunnu rétt fyrir fund nefndarinnar eða tæplega 4% hærra en það var á sama tíma í fyrra. Verðið var þó enn um fjórðungi lægra en það fór hvað hæst í byrjun október sl.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 0,8% milli mánaða í febrúar og var því 11,4% yfir 25 ára sögulegu meðaltali en um 13,2% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu tveimur mánuðum ársins var raungengi á þennan mælikvarða um 8% lægra en á sama tímabili í fyrra og má rekja lækkunina til 9,6% lækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var um 1,8 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofan birti í mars var hagvöxtur 4% á fjórða ársfjórðungi 2018 en þjóðarútgjöld jukust um 4,1% milli ára á fjórðungnum. Útflutningur minnkaði um 5,9% milli ára en það má rekja til 11,4% samdráttar í þjónustuútflutningi. Á sama tíma minnkaði innflutningur um 6% en framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var neikvætt um sem nemur 0,1 prósentu. Hagvöxtur á árinu í heild nam 4,6% þar sem þjóðarútgjöld jukust um 4,1% og framlag utanríkisviðskipta nam 0,7 prósentum. Vöxtur útflutnings á árinu var 1,6% en samdráttur í vöruinnflutningi leiddi til þess að innflutningur í heild stóð svo til í stað á árinu. Hagvöxtur ársins var 0,3 prósentum meiri en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Þar munaði mest um framlag utanríkisviðskipta sem var 0,3 prósentum meira en spáð var. Vöxtur þjóðarútgjalda var hins vegar á heildina litið í takt við spána.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 0,3 ma.kr. á fjórða ársfjórðungi í fyrra. Það er minni afgangur en á sama ársfjórðungi 2017 þegar hann var 6,7 ma.kr. Minni afgangur nú skýrist af minni afgangi á þjónustuviðskiptum. Á móti var halli á vöruskiptum minni og afgangur á jöfnuði frumbáttatekna og rekstrarframlaga meiri. Afgangur á viðskiptajöfnuði nam um 81,5 ma.kr. á árinu í heild í fyrra eða sem nemur 2,9% af landsframleiðslu. Það er minni afgangur en á árinu 2017 þegar hann var 3,6% af landsframleiðslu og sá minnsti í sex ár. Afgangur á þjónustuviðskiptum dróst saman milli ára en á móti var halli á vöruskiptum minni sem og halli frumbáttatekna og rekstrarframlaga.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á fyrsta ársfjórðungi gefa til kynna að áfram hafi dregið úr vexti hennar og að vöxturinn verði hægari á þessu ári en hann var lengst af á síðasta ári. Væntingavísitala Gallup mældist 90,3 stig í febrúar en eftir mikla lækkun á seinni hluta síðasta árs hefur vísitalan heldur hækkað í upphafi ársins þótt hún mælist enn lægri en hún var á sama tíma fyrir ári.

Samkvæmt niðurstöðum vorkönnunar Gallup sem framkvæmd var í febrúar meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna hvorki jákvæð né neikvæð og lakari en í vetrarkönnuninni og á sama tíma fyrir ári. Viðhorf stjórnenda til horfa á næstu sex mánuðum voru þó heldur jákvæðari en í vetrarkönnuninni en neikvæðari en í vorkönnuninni fyrir ári. Um 42% stjórnenda töldu núverandi aðstæður hvorki góðar né slæmar og um 32% töldu þær slæmar. Horft til næstu sex mánaða töldu um 60% stjórnenda að aðstæður í efnahagslífinu myndu versna og um þriðjungur að þær yrðu hvorki betri né verri. Um 7,5% stjórnenda töldu að aðstæður yrðu betri eftir sex mánuði. Svartsýnum stjórnendum hefur því fækkað lítillaga frá því í vetur þegar ríflega $\frac{1}{3}$ stjórnenda töldu að aðstæður myndu versna en fjölgað töluvert frá því í vorkönnuninni í fyrra þegar um 30% stjórnenda voru sömu skoðunar. Viðhorf stjórnenda til innlendar eftirspurnar bötnuðu einnig lítillaga frá vetrarkönnuninni en voru verri en fyrir ári. Væntingar stjórnenda fyrirtækja í iðnaði og ýmissi sérhæfðri þjónustu um þróun innlendar eftirspurnar bötnuðu mest frá vetrarkönnuninni. Viðhorf til erlendar eftirspurnar hafa lítið breyst frá því í maí 2018 en um helmingur stjórnenda telur að erlend eftirspurn muni standa í stað á næstu sex mánuðum.

Samkvæmt könnuninni töldu rúmlega 36% fyrirtækja að hlutfall hagnaðar fyrirtækisins af veltu árið 2019 yrði svipað og í fyrra en um 2 prósentum fleiri töldu að hagnaðurinn myndi minnka samanborið við haustkönnunina. Vega þar þyngst væntingar stjórnenda í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu, byggingastarfsemi og verslun. Viðhorf til rekstrarhorfa voru einnig nokkru neikvæðari en í haustkönnuninni í öllum geirum að undanskildum iðnaði og framleiðslu.

Samkvæmt árstíðarleiddréttum niðurstöðum vorkönnunarinnar vildu 14% fyrirtækja fjölga starfsfólki en um 23% vildu fækka. Munurinn var því neikvæður um 9 prósentur samanborið við tæplega 19 prósentur í vetrarkönnuninni. Töluverður viðsnúningur hefur þó orðið frá vorkönnun fyrra árs þegar hann var jákvæður um 16 prósentur. Mestrar svartsýni gætti í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu þar sem munurinn var neikvæður um 25 prósentur en aðeins var útlit fyrir lítillega fjölgun starfsfólks í byggingastarfsemi og veitum og í ýmissi sérhæfðri þjónustu.

Sé leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu töldu 12% fyrirtækja vera skort á starfsfólki. Hlutfallið var 6 prósentum lægra en í vetrarkönnuninni og 21 prósentu lægra en í vorkönnun fyrra árs. Um 30% stjórnenda í byggingastarfsemi og veitum töldu vera skort á starfsfólki en í sjávarútvegi var sama hlutfall lægst, aðeins um 5%. Í öðrum atvinnugreinum var hlutfallið á bilinu 7-22%.

Um 38% stjórnenda töldu fyrirtæki sitt eiga í vandræðum með að mæta óvæntri eftirspurn, sé litið framhjá árstíðarsveiflu. Hlutfallið var því lítillega lægra en í vetrarkönnuninni en 14 prósentum lægra en í vorkönnuninni fyrir ári. Vandinn var mestur í sjávarútvegi þar sem tæplega þrjú af hverjum fimm stjórnendum voru svartsýnir á að geta mætt óvæntri eftirspurn en minnstur var hann í verslun þar sem rúmlega einn af hverjum fimm stjórnendum var sömu skoðunar.

Launavísitalan hækkaði um 0,3% milli mánaða í janúar og um 5,8% milli ára. Raunlaun voru 2,3% hærri í mánuðinum en á sama tíma árið 2018. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var hlutfall launa og launatengdra gjalda af vergum þáttatekjum 64,3% í fyrra sem er 0,5 prósentum hærra en árið á undan og 3,8 prósentum yfir meðaltali síðustu 20 ára. Eldri tölur voru einnig endurskoðaðar, mest fyrir árið 2017, en á heildina litið var þróun undanfarinna tveggja ára í takt við það sem gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í febrúar, hækkaði um 0,3% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en um 5,6% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,2% milli mánaða í janúar þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu en um 5,2% milli ára. Árshækkun fasteignaverðs hefur því verið frekar stöðug í kringum 5% síðan í apríl 2018. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 9,4% milli ára í janúar en fjöldi kaupsamninga með nýbyggingar jókst um 2,6% á sama tímabili.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,19% milli mánaða í febrúar. Ársverðbólga mældist 3% og hjaðnaði um 0,4 prósentur frá síðasta fundi nefndarinnar. Vísitala neysliverðs án húsnæðis hafði hækkað um 2,1% frá febrúar í fyrra. Miðgildi ólíkra mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu var 3,1% í febrúar og hafði hækkað um 1 prósentu frá sama tíma í fyrra.

Megindrifkraftur hækkunar vísitölu neysliverðs í febrúar voru útsölulok á húsgögnum og heimilisbúnaði. Flugfargjöld til útlanda lækkuðu annan mánuðinn í röð og mældust tæplega 12% lægri en á sama tíma í fyrra. Einnig lækkaði verð innfluttrar matvöru og nýrra bíla milli mánaða.

Samkvæmt vorkönnunum Gallup mældust verðbólguvæntingar heimila og stjórnenda fyrirtækja til eins árs 4% og voru óbreyttar frá vetrarkönnuninni en 1 prósentu hærri en í vorkönnunum 2018. Væntingar þeirra um verðbólgu á næstu fimm árum hækkuðu hins vegar um 0,5 prósentur milli kannana í 3,5-4%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára var um 3,4% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði lækkað frá febrúarfundi nefndarinnar. Álagið til tíu ára hefur verið að meðaltali 3,7% það sem af er fyrsta ársfjórðungi sem er 0,4 prósentum lægra en á síðasta fjórðungi í fyrra.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá þróuninni á innlendum gjaldeyrismarkaði í kjölfar þess að frumvarp um losun síðasta hluta aflandskrónueigna var samþykkt á Alþingi og samtímis ákveðið að lækka bindihlutfall sérstakrar bindiskyldu á fjármagnsinnstreymi niður í núll. Útflæði á gjaldeyrismarkaði hefði verið minna en vænta mátti auk þess sem innflæði vegna nýfjárfestingar á skuldabréfamarkaði hefði vegið upp á móti. Einnig hefði verið nokkurt innstreymi inn á hlutabréfamarkað og dregið hefði úr útstreymi vegna lífeyrissjóðanna. Seðlabankinn hefði því einungis gripið einu sinni inn á gjaldeyrismarkað og selt gjaldeyri síðan lögin voru samþykkt en gengi krónunnar hafði hækkað milli funda nefndarinnar.

Aðstoðarseðlabankastjóri greindi frá því helsta í frumvarpi til laga um Seðlabanka Íslands en það ásamt frumvarpi um breytingar á ýmsum lögum vegna sameiningar Seðlabankans og Fjármálaeftirlitsins hafði verið í samráðsgátt stjórnvalda síðan 7. mars sl.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu haldist óbreyttir milli funda. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í febrúar hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum óbreyttum m.a. í ljósi þess að horfur væru á því að spenna í þjóðarbúskapnum minnkaði hraðar en áður var talið og taumhald peningastefnunnar hefði aukist á ný.

Nefndarmenn ræddu nýlega birtar bráðabirgðatölur þjóðhagsreikninga en samkvæmt þeim hægði nokkuð á hagvexti á seinni hluta síðasta árs frá því sem hann hafði verið á fyrri hluta ársins. Hagvöxtur var 4,6% á árinu öllu en í febrúarspá sinni hafði Seðlabankinn gert ráð fyrir að hann yrði 4,3%. Nefndarmenn veittu því athygli að vöxtur innflutnings vöru og þjónustu var lítill sem enginn á árinu 2018 samhliða ágætum vexti þjóðarútgjalda. Nýlegar vísbendingar um efnahagssumsvif og af vinnumarkaði bentu til þess að spenna í þjóðarbúskapnum héldi áfram að minnka. Nefndarmenn ræddu þá óvissu sem væri fyrir hendi í ferðapjónustunni vegna erfiðleika í flugrekstri. Fram kom að yfirstandandi verkföll gætu ennfremur leitt til hraðari kólnunar í þjóðarbúskapnum og einnig að horfur um vöruútflutning hefðu versnað í kjölfar slæmrar loðnuvertíðar.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga var 3% í febrúar og hafði hjaðnað frá því í desember sl. þegar hún mældist 3,7%. Nefndarmenn tóku mið af því að þar vegi þyngst að dregið hefði úr áhrifum hækkunar innflutningsverðs vegna gengislækkunar krónunnar á haustmánuðum síðasta árs og að framlag húsnæðis til verðbólgu hefði minnkað. Bent var á að í ljósi rekstrarerfiðleika hjá innlendum flugfélögum gætu flugfargjöld hækkað og verðbólguhorfur því versnað. Nefndin veitti því einnig athygli að gengi krónunnar hefði hækkað um tæplega 3% frá febrúarfundi peningastefnunnar. Enn væri þó líklegt að verðbólga myndi aukast eitthvað fram eftir ári en hvað yrði væri háð niðurstöðu kjarasamninga sem ekki lægi fyrir.

Nefndarmenn ræddu mögulegar orsakir þeirrar stöðu sem upp væri komin á vinnumarkaði og að hversu miklu leyti hún stafaði af mikilli framleiðsluspennu. Fram kom í umræðunni að líklega væri um að ræða samspil mikils vaxtar í ferðaþjónustu sem væri með hlutfallslega lægri framleiðni en aðrar atvinnugreinar, aukinnar vinnuafleiftirspurnar, óánægju með tekjuskiptingu í samfélaginu og nýrra áherslna í forystu verkalýðsfélaga. Einnig var bent á að erfið staða á húsnæðismarkaði í kjölfar mikilla verðhækkana og skorts á framboði hefði haft töluverð áhrif og líklega einnig skuldalækkunaraðgerðir gagnvart þeim sem eiga húsnæði. Nefndarmenn ræddu möguleg viðbrögð ef niðurstöður kjarasamninga yrðu til þess að verðbólguhorfur myndu versna. Ef umsamdar launahækkanir samræmdust ekki verðbólguþætti og í þeim mæli sem rekja mætti þær til mikillar vinnuafleiftirspurnar og viðvarandi framleiðsluspennu væri að öðru óbreyttu óhjákvæmilegt að auka taumhald peningastefnunnar.

Nefndarmenn veittu því athygli að langtímaverðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja hefðu hækkað en verðbólguálag á skuldabréfamarkaði lækkað og á alla mælikvarða væru langtímaverðbólguvæntingar enn yfir verðbólguþættinum. Eins og nefndin hafði áður bent á hefði skörp hækkun verðbólguvæntinga á seinni hluta síðasta árs líklega að hluta stafað af hækkun áhættuálags en ekki eingöngu væntingum um meiri verðbólgu. Lækkun verðbólguálags að undanfögnu mætti því einnig að hluta rekja til lækkunar áhættuálags. Nefndarmenn tóku einnig mið af því að væntingar um verðbólgu til skamms tíma hefðu lítið breyst frá síðasta fundi peningastefnunnar og væri taumhald peningastefnunnar, eins og það mælist í raunvöxtum Seðlabankans, óbreytt frá fyrri fundi.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 4,5%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4,25%, vextir af lánnum gegn veði til sjö daga 5,25% og daglánavextir 6,25%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

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

Nefndin ítrekaði að hún hefði bæði vilja og þau tæki sem þyrfti til að halda verðbólgu og verðbólguvæntingum við markmið til lengri tíma lítið og var sammála um að það gæti kallað á harðara taumhald peningastefnunnar á komandi mánuðum. Aðrar ákvarðanir, einkum á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum, myndu skipta miklu um hvort svo yrði og hefðu áhrif á hversu mikill fórnarkostnaður yrði í lægra atvinnustigi.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Rannveig Sigurðardóttir, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Karen Áslaug Vignisdóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 22. maí 2019.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Maí 2019 (84. fundur)

Birt: 5. júní 2019

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[opinberlega skuli] birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra“. Í samræmi við lögin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Þar koma einnig fram upplýsingar um atkvæði einstakra nefndarmanna.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 20. og 21. maí 2019, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 22. maí og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 20. mars 2019 eins og þær birtust í nýrri spá og óvissumati í *Peningamálum 2019/2* hinn 22. maí.

Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í mars lækkaði gengi krónunnar um 3,5% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 3,7% gagnvart evru, 5,5% gagnvart Bandaríkjadal og um 1,1% gagnvart bresku pundi. Á milli funda seldi Seðlabankinn gjaldeyri fyrir 15 m. evra (2,1 ma.kr.). Hlutur Seðlabankans nam rúmlega 5% af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans var lítið breytt frá marsfundi nefndarinnar miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs. Á þennan mælikvarða voru raunvextir bankans 1%. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 1,2% og höfðu lækkað um 0,3 prósentur milli funda.

Vextir á millibankamarkaði með krónur höfðu lækkað lítillega á milli funda en velta á markaðnum nam 34 ma.kr. á tímabilinu.

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði lækkað um 0,6 prósentur frá marsfundi nefndarinnar og krafa lengri verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa lækkað um 0,3 prósentur. Óverðtryggðir meðalvextir húsnæðislána og sjóðfélagalána lífeyrissjóða höfðu lækkað lítillega frá marsfundi nefndarinnar. Á sama tímabili höfðu fastir meðalvextir verðtryggðra íbúðalána og breytilegir meðalvextir verðtryggðra sjóðfélagalána einnig lækkað lítillega.

Miðað við þriggja mánaða millibankavexti hafði vaxtamunur minnkað lítillega gagnvart evrusvæðinu á milli funda og mældist 5,2 prósentur en hafði lítið breyst gagnvart Bandaríkjunum og var 2,4 prósentur. Langtímavaxtamunur gagnvart Þýskalandi hafði minnkað um 0,5 prósentur milli funda og var 4,3 prósentur og hafði minnkað um 0,5 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og var 1,8 prósentur.

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs höfðu lítið breyst frá marsfundi nefndarinnar. Skuldtryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var nánast óbreytt eða tæplega 0,8% en vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldabréfum jókst lítillega og var 0,5-0,7 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar lækkunar vaxta, ýmist um 0,25 eða 0,5 prósentur. Vísuðu þær til þess að verðbólguhorfur hefðu batnað, meðal annars vegna þess að útlit væri fyrir að spennan í þjóðarbúskapnum myndi minnka hratt á þessu ári, niðurstöður kjarasamninga hefðu samrýmst verðbólgu markmiði bankans betur en búist var við og gengi krónunnar hefði verið stöðugt að undanfögnu.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd í byrjun maí sl. bjuggust þeir við því að meginvextir Seðlabankans yrðu lækkaðir um 0,5 prósentur í 4% á öðrum ársfjórðungi þessa árs og um 0,25 prósentur til viðbótar á fyrri hluta næsta árs og yrðu því 3,75% eftir bæði eitt og tvö ár. Þetta er töluverð breyting frá janúarkönnuninni þegar þeir gerðu ráð fyrir vaxtahækkun á þessu ári. Í könnuninni taldi enginn svarenda taumhald peningastefnunnar vera of laust um þessar mundir en 24% svarenda töldu það of laust í síðustu könnun. Um 24% svarenda töldu taumhaldið hæfilegt nú samanborið við 57% í síðustu könnun bankans. Hlutfall þeirra sem töldu taumhaldið of þétt eða allt of þétt var um 76% og hækkaði úr 19% í janúarkönnuninni.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var um 8% á fyrsta fjórðungi ársins sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja sem er heldur minni vöxtur en var undir lok síðasta árs. Vöxturinn helgast sem fyrr að stærstum hluta af meiri innlánnum heimila en hlutdeild atvinnufyrirtækja í vextinum hefur einnig aukist áfram. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda má áætla að útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila hafi stækkað um 10% að nafnvirði á fyrsta fjórðungi ársins frá sama tíma fyrir ári. Á sama tíma jukust útlán til heimila um 8½% milli ára og útlán til atvinnufyrirtækja um 12% en sé tekið tillit til gengisbreytinga var vöxturinn um 9½%.

Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMXI8, hækkaði um 12% milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 213 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins sem er tæplega 14% meiri velta miðað við árið á undan.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var í apríl sl. hafa horfur í heimsbúskapnum versnað enn frekar frá síðustu spám sjóðsins. Gert er ráð fyrir að heimshagvöxtur verði 3,3% í

ár sem er 0,2 prósentum minni vöxtur en sjóðurinn spáði í janúar sl. og 0,4 prósentum minni en hann gerði ráð fyrir í október. Minni hagvöxt í heiminum má að mestu rekja til verri horfa í þróuðum ríkjum, einkum á evrusvæðinu, en einnig í hluta þróunar- og nýmarkaðsríkja. Spáð er 1,7% hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands sem er 0,3 prósentum minna en í október. Sjóðurinn spáir að heimshagvöxtur aukist á ný á næsta ári og verði 3,6% sem er 0,1 prósentu minna en í októberspánni. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn telur áfram meiri líkur á að hagvexti sé ofspáð en vanspáð einkum vegna hættu á að alþjóðlegar viðskiptadeilur magnist enn frekar. Gerir hann ráð fyrir að alþjóðaviðskipti aukist um 3,4% í ár í stað 4% eins og áður hafði verið spáð. Spáð er að verðbólga meðal helstu viðskiptalanda Íslands verði 1,6% í ár en í október var gert ráð fyrir 1,9% verðbólgu.

Afgangur á vöruviðskiptum Íslands nam tæplega 1 ma.kr. á fyrsta fjórðungi ársins (á föstu gengi) en á sama tíma í fyrra var 33,4 ma.kr. halli. Viðsnúningurinn milli ára skýrist að stærstum hluta af auknum útflutningi á flugvélum og einnig á skipum. Þá dróst innflutningur á flugvélum jafnframt saman milli ára. Án skipa og flugvéla var hátt í 22 ma.kr. halli á vöruskiptum á fyrsta fjórðungi ársins samanborið við rúmlega 25 ma.kr. halla á sama tíma í fyrra (á föstu gengi). Minni halli nú skýrist af samdrætti í verðmæti innflutnings, einkum á eldsneyti og smurolíum og á fólksbílum. Þá dróst útflutningur án skipa og flugvéla einnig lítillega saman. Munar þar mest um samdrátt á útflutningsverðmæti iðnaðarvara, að miklu leyti á áli sakir tímabundinnar framleiðsluskerðingar hjá innlendu álveri.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð lækkaði álverð um 7,4% milli funda peningastefnunefndar og var 22,5% lægra en á sama tíma í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hafi hækkað um 6,8% milli ára á fyrsta ársfjórðungi. Heimsmarkaðsverð á olíu hækkaði um tæplega 7% milli funda peningastefnunefndar og var um 72 Bandaríkjadalir á tunnu rétt fyrir fund nefndarinnar. Þrátt fyrir ríflega þriðjungs hækkun frá áramótum var olíuverð tæplega 9% lægra en á sama tíma í fyrra og rúmlega 16% lægra en það fór hvað hæst í byrjun október sl.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 0,3% milli mánaða í apríl og var þá 10% yfir 25 ára sögulegu meðaltali en um 14% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu fjórum mánuðum ársins var raungengi á þennan mælikvarða 9,4% lægra en á sama tímabili í fyrra og má rekja lækkunina til 10,5% lækkunar nafngengis krónu og 1,3 prósentum meiri verðbólgu hér á landi en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands fjölgaði heildarvinnustundum um 1,8% á fyrsta fjórðungi ársins sem er 0,7 prósentum hægari fjölgun en á síðasta fjórðungi í fyrra og tæplega 1 prósentu hægari en að meðaltali undanfarin sex ár. Fjölgun heildarvinnustunda stafaði af 2,6% fjölgun starfandi fólks en á móti vó tæplega 1% styttri meðalvinnuvika. Litlar breytingar voru á atvinnuþátttöku og hlutfalli starfandi milli ára á fyrsta fjórðungi ársins. Skýrari merki um hægari fjölgun starfa má sjá í gögnum úr staðgreiðsluskrá. Samkvæmt henni hefur dregið úr fjölgun starfsfólks milli ára nær samfelld frá miðju ári 2017 og virðist sú þróun hafa haldið áfram á fyrsta ársfjórðungi.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 3% á fyrsta fjórðungi ársins og jókst um 0,4 prósentur milli fjórðunga en var lítillega meira en fyrir ári. Á sama tíma var árstíðarleiðrétt skráð atvinnuleysi 2,8% og hafði það aukist lítillega milli fjórðunga en um 0,7 prósentur frá sama fjórðungi í fyrra. Það jókst svo enn frekar í apríl sl. þegar áhrif af gjaldþroti WOW Air komu fram af meiri þunga og mældist 3,5%.

Tölur um búferlaflutninga á fyrsta fjórðungi ársins sýna að erlendu vinnuafli fjölgar enn en ekki jafn mikið og undanfarið ár. Íbúum landsins fjölgaði um 1,8% milli ára á fjórðungnum vegna búferlaflutninga erlendra ríkisborgara en hafði með sama hætti fjölgað um 2,5% á fyrsta fjórðungi í fyrra. Þá hafði starfsfólki starfsmannaleigna og erlendra þjónustufyrirtækja og útgáfu nýrra tímabundinna atvinnuleyfa fækkað milli ára á fyrstu fjórum mánuðum ársins.

Launavísitalan hækkaði um 0,5% milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins og um 5,7% milli ára. Raunlaun voru 2,5% hærri á fjórðungnum en á sama tíma árið 2018.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á fyrsta ársfjórðungi benda til þess að dregið hafi úr vexti hennar frá því sem var á seinni hluta síðasta árs. Nýskráningar bifreiða drógust saman og það dró úr vexti greiðslukortaveltu á fjórðungnum. Í upphafi annars ársfjórðungs benda þær vísbendingar sem fyrir liggja til þess að þróunin á fyrsta fjórðungi haldi áfram.

Væntingavísitala Gallup mældist 96,9 stig í apríl og hækkaði um rúm 5 stig milli mánaða en milli ára lækkaði hún um 19½ stig. Nokkrar breytingar voru í undirliðum vísitölunnar, væntingar til næstu sex mánaða böttnuðu umtalsvert en mat á núverandi ástandi versnaði.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok apríl, lækkaði um 0,1% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en hækkaði um 4,6% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,1% milli mánaða í mars þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu en um 4,3% milli ára. Ársþækkun fasteignaverðs hefur því verið frekar stöðug í kringum 5% síðan í apríl 2018. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 1,4% á fyrstu þremur mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en fjöldi kaupsamninga með nýbyggingar dróst þó saman um 16,9% á sama tímabili.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,52% milli mánaða í mars og mældist verðbólga 2,9%. Hún jókst hins vegar á ný í apríl þegar vísitalan hækkaði um 0,37% frá fyrri mánuði og mældist 3,3%. Ársverðbólga hafði því aukist um 0,3 prósentur frá marsfundi peningastefnunnar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hækkað um 2,8% frá apríl í fyrra en ársverðbólga samkvæmt samræmdu neysluverðsvísitölunni var 3,2%. Undirliggjandi verðbólga var 3,2% í apríl miðað við miðgildi ólíkra mælikvarða og jókst lítillega milli funda.

Hækkun flugfargjalda og bensíns hafði mest áhrif á þróun vísitölunnar í apríl. Hækkun flugfargjalda var meiri en að jafnaði á þessum árstíma og átti gjaldþrot flugfélagsins WOW Air þátt í því en flugfargjöld hækka þó jafnan í kringum páska. Dregið hefur úr áhrifum gengislækkunar krónunnar á innflutningsverð að undanfögnu og hefur verð innfluttrar vöru í vísitölu neysluverðs hækkað um 3,3% sl. tólf mánuði.

Samkvæmt könnun Seðlabankans sem gerð var í byrjun maí lækkuðu skammtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila milli kannana og þjuggust þeir við því að verðbólga verði 3% eftir eitt ár og 2,8% eftir tvö ár. Þeir væntu jafnframt að verðbólga verði að meðaltali 2,8% á næstu fimm árum og 2,7% á næstu tíu árum og lækkuðu tíu ára væntingar lítillega milli kannana en fimm ára væntingar voru óbreyttar. Langtímaverðbólguvæntingar þeirra voru svipaðar og þær voru fyrir ári. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur einnig lækkað undanfarna mánuði. Álagið til tíu ára var tæplega 3% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði lækkað um 0,4 prósentur frá marsfundinum. Það var jafnframt 0,4 prósentum lægra en það var fyrir ári.

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 22. maí 2019 hafa verðbólguhorfur á spátímanum batnað frá febrúarspá bankans. Verðbólga jókst nokkuð í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar sl. haust og náði hámarki í 3,7% í desember. Hún minnkaði í 3,1% á fyrsta fjórðungi þessa árs en jókst á ný í 3,3% í apríl. Verðbólguvæntingar hafa einnig lækkað eftir að hafa

hækkað í fyrra. Talið er að verðbólga eigi eftir að aukast lítillega fram á mitt ár en þó minna en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Talið er að hún verði komin í verðbólgu markmiðið um mitt næsta ár og fari tímabundið niður fyrir það seint á næsta ári. Breyttar verðbólguhorfur má fyrst og fremst rekja til hins mikla viðsnúnings í þjóðarbúinu en á móti vegur meiri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu og innflutningsverðs.

Eftir lækkun sl. haust hefur gengi krónunnar verið tiltölulega stöðugt það sem af er ári. Gert er ráð fyrir að gengið haldist svipað og það er nú út spátímenn og gangi það eftir verður viðskiptavegið meðalgengi krónunnar líðlega 2% lægra á næstu tveimur árum en spáð var í febrúar. Horfur um lægra gengi krónunnar endurspeglar m.a. lakari hagvaxtarhorfur og því er vænst lægri innlendra vaxta en áður eins og sjá má í könnun meðal markaðsaðila og út frá framvirkum vöxtum.

Meðalhagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands var 2,1% í fyrra og hafa horfur fyrir þetta ár versnað frá febrúarspá *Peningamála*. Nú er talið að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði að meðaltali 1,7% í ár en í febrúar var gert ráð fyrir að hann yrði 1,9% og í nóvemberspá bankans var spáð 2,2% vexti.

Eftir nánast samfelldan bata viðskiptakjara frá miðju ári 2014 tóku þau að rýrna um mitt ár 2017. Viðskiptakjör rýrnuðu um 3,9% í fyrra sem má að mestu rekja til hækkunar olíuverðs og verðs á súráli þótt á móti vegi ágæt hækkun á verði helstu útflutningsafurða. Eins og í febrúarspá bankans er gert ráð fyrir um ½% bata viðskiptakjara að meðaltali í ár og á næstu tveimur árum. Fara þar saman áframhaldandi verðhækkun helstu útflutningsafurða og verðlækkun á olíu og súráli. Gangi spáin eftir verða viðskiptakjör um 1½% lakari í lok spátímans en búist var við í febrúar.

Horfur eru á miklum viðsnúningi í útflutningi í ár frá því sem verið hefur á síðustu árum. Það má að mestu leyti rekja til mikils samdráttar í útfluttri ferðaþjónustu en snemma á þessu ári var ljóst að ferðamenn yrðu færri í ár en í fyrra. Endanlegt fall WOW Air veldur því að þeim fækkar enn frekar og er nú gert ráð fyrir um 10½% fækkun milli ára og að þjónustuútflutningur dragist saman um tæplega 9%. Horfur um vöruútflutning hafa einnig versnað og vega þar þyngst loðnubrestur og almennt verri horfur um útflutning sjávarafurða. Útlit er því fyrir tæplega 4% samdrátt útflutnings vöru og þjónustu í ár en í febrúar var spáð nánast óbreyttu útflutningsmagni frá fyrra ári. Gert er ráð fyrir að ferðamönnum taki að fjölga á ný á næsta ári en ágætur vöxtur í þjónustuútflutningi er meginástæða þess að útflutningur í heild eykst um 2½% milli ára að meðaltali á næstu tveimur árum.

Talið er að hagvöxtur hafi minnkað á fyrsta fjórðungi þessa árs og landsframleiðslan dregist saman um ríflega 1% milli ára á öðrum ársfjórðungi. Þetta er veruleg breyting frá febrúarspá bankans sem má rekja til þeirra ytri áfalla sem þjóðarbúið hefur orðið fyrir undanfarið og lýst er hér að framan. Talið er að 0,4% samdráttur verði á árinu öllu og yrði það í fyrsta sinn síðan árið 2010 sem samdráttur mælist hér á landi. Þetta er verulegur viðsnúningur frá febrúarspá bankans en þá var spáð 1,8% hagvexti í ár. Verri horfur í ferðaþjónustu skýra langstærstan hluta endurskoðunar á hagvaxtarspá ársins en einnig vega þungt áhrif minni útflutnings sjávarafurða vegna loðnubrests í ár. Við bætast áhrif hægari vaxtar alþjóðlegra efnahagssumsvifa og endurskoðunar á vexti útgjalda hins opinbera frá því sem gert hafði verið ráð fyrir í febrúar. Grunnspáin felur í sér að efnahagssamdrátturinn verði tiltölulega skammvinnur og að á næsta ári verði hagvöxtur kominn í um 2½%. Það er þó heldur minni hagvöxtur en spáð var í febrúar.

Horfur eru á að heildarvinnustundum fækki fram eftir ári en að þær standi nánast í stað milli ársmeðaltala en í febrúarspá bankans var gert ráð fyrir að þeim myndi fjölga um 1,4%. Útlit er

fyrir að atvinnuleysi aukist nokkuð á öðrum fjórðungi ársins. Spáð er 3,9% atvinnuleysi að meðaltali í ár sem er 0,8 prósentum meira en spáð var í febrúar. Í spánni minnkar atvinnuleysið aftur á næstu tveimur árum en helst áfram nokkru yfir því sem gert var ráð fyrir í febrúar og yfir því atvinnuleysisstigi sem talið er samræmast verðstöðugleika.

Umsamdar launahækkningar í nýgerðum kjarasamningum fyrir árið í ár eru áþekkar því sem gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála* en hækkningar næstu tveggja ára eru heldur meiri. Horfur eru jafnframt á hægari framleiðnivexti en spáð var í febrúar og því hækka launakostnaður á framleidda einingu meira en þá var gert ráð fyrir eða um 7% í ár og um 4% að meðaltali á næstu tveimur árum.

Vegna endurskoðunar Hagstofunnar á sögulegum hagvaxtartölum er nú talið að framleiðsluspennan hafi verið heldur meiri undanfarin tvö ár en fyrra mat gerði ráð fyrir. Snarpur viðsnúningur efnahagssumsvifa í ár gerir það hins vegar að verkum að framleiðsluspenna minnkar mun hraðar en áður var talið og er gert ráð fyrir að slaki myndist í þjóðarþúinu fyrir lok þessa árs. Samkvæmt spánni hverfur slakinn aftur undir lok næsta árs.

Grunnspá bankans endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. Hún byggist á spám og forsendum um innlenda hagstjórn, þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarþúskaþar og mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Breytingar á ýmsum lykilforsendum gætu leitt til efnahagsframvindu sem er frábrugðin því sem grunnspáin gerir ráð fyrir.

Verðbólga gæti orðið meiri en í grunnspá bankans þrátt fyrir að dregið hafi úr óvissu um verðbólguhorfur í kjölfar þess að kjarasamningar á almennum vinnumarkaði voru samþykktir. Óvissan er ekki með öllu horfin þar sem enn á eftir að ganga frá samningum opinberra starfsmanna sem gætu haft áhrif á kjarasamninga á almennum markaði. Þá er ávallt óvissa um þróun launaskriðs og hversu mikið ríflegar launahækkningar á lægst launaða hluta vinnuafslins gangi upp launastigann. Annar mikilvægur óvissuþáttur tengist gengi krónunnar. Ekki er t.d. útilokað að hluti áhrifa gengislækkunar krónunnar á seinni hluta síðasta árs eigi enn eftir að koma fram í innlendri verðbólgu. Þá gæti forsenda grunnspárinnar um gengi krónunnar reynst of bjartsýn, t.d. ef áföll í ferðaþjónustu reynast þrálátari eða ef viðskiptakjör rýrna enn frekar. Spennan í þjóðarþúskaþnum gæti einnig reynst þrálátari en gert er ráð fyrir. Verðbólga gæti að sama skapi orðið meiri en spáð er ef verðbólguvæntingar taka að hækka á ný.

Ekki er heldur útilokað að verðbólga verði minni en grunnspáin felur í sér. Gengi krónunnar gæti t.d. hækkað á ný ef ytri skilyrði batna aftur. Alþjóðlegar efnahagshorfur gætu einnig verið of bjartsýnar og útflutningur og hagvöxtur því orðið minni en spáð er. Framleiðnivöxtur gæti orðið meiri en spáð er og slakinn sem virðist vera að myndast í þjóðarþúinu gæti verið vanmetinn.

II Vaxtaákvörðunin

Nefndin fjallaði um tillögu að breytingum á reglum um viðskipti fjármálafyrirtækja við Seðlabanka Íslands um að sértryggð bréf, þ.e. bréf sem gefin eru út með baktryggingu í veðum sem samanstanda af húsnæðislánum einstaklinga, verði sett á veðlista Seðlabankans. Í kjölfar umræðu um tillöguna var hún samþykkt af nefndinni.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu lítið breyst frá marsfundi nefndarinnar. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í mars hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum óbreyttum m.a. í ljósi þess að enn var óvissa um niðurstöðu

kjarasamninga. Nefndin hafði einnig hist tvisvar í apríl til að ræða nýjustu vendingar í efnahagsmálum, m.a. niðurstöðu kjarasamninga og breytingar í ferðapjónustu.

Nefndarmenn ræddu efnahagspróunina og horfur og tóku í því sambandi mið af nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 22. maí en samkvæmt henni höfðu hagvaxtarhorfur breyst verulega frá síðustu spá bankans. Samkvæmt spánni væru nú horfur á 0,4% samdrætti í ár en í febrúar hafði verið spáð 1,8% hagvexti. Voru nefndarmenn sammála um að þessi umskipti stöfuðu einkum af samdrætti í ferðapjónustu og minni útflutningi sjávarafurða vegna loðnubrests. Nefndin tók mið af því að af þessum sökum myndi framleiðsluspenna snúast í slaka á næstunni ef þjóðarbúskapurinn væri ekki þegar kominn í slaka. Fram kom í umræðunni að til skamms tíma lítið væri hætta á að umsvif í þjóðarbúskapnum myndu dragast meira saman en gert væri ráð fyrir í grunnspánni. Einnig var bent á að óvissa væri um hvort samdrátturinn yrði skammvinnur og bati hæfist strax á næsta ári. Á móti var bent á að undirliggjandi umsvif í þjóðarbúinu gætu einnig verið vanmetin.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga var 3,1% á fyrsta fjórðungi ársins og jókst í 3,3% í apríl. Nefndarmenn tóku mið af því að undirliggjandi verðbólga hefði þróast með áþekkingu hætti og munurinn milli verðbólgu með og án húsnæðis hefði ekki verið minni frá haustinu 2013. Fram kom í umræðunni að gengi krónunnar hefði haldist tiltölulega stöðugt það sem af væri ári en áhrif lækkunar þess sl. haust á verðbólgu hefðu enn sem komið er verið minni en vænst var. Bent var á að lítið hefði verið um inngríp Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði að undanförunu og að raungengi krónunnar væri nokkuð nálægt metnu jafnvægisraungengi sínu. Nefndarmenn voru sammála um að viðsnúningur í efnahagsmálum gerði það að verkum að verðbólguhorfur hefðu breyst nokkuð á skömmum tíma og horfðu til þess að spá bankans gerði ráð fyrir að verðbólga næði hámarki í 3,4% um mitt ár en hjaðnaði í verðbólgu markmið um mitt næsta ár.

Nefndin lagði áherslu á að þótt nýgerðir kjarasamningar á almennum vinnumarkaði fælu í sér myndarlegar launahækkanir væri niðurstaða þeirra í betra samræmi við verðbólgu markmiðið en margir höfðu búist við. Fram kom í umræðunni að óvissa um verðbólguhorfur hefði minnkað í kjölfarið. Verðbólguvæntingar hefðu því lækkað á ný en þær hækkuðu umtalsvert er leið á síðasta ár. Nefndarmenn töldu það afar jákvætt að langtímaverðbólguvæntingar á markaði væru nú komnar undir 3%.

Nefndarmenn ræddu að samdráttur í þjóðarbúskapnum myndi reyna á heimili og fyrirtæki en lögðu áherslu á að viðnámsþróttur þjóðarbúsins væri umtalsvert meiri nú en áður. Í því samhengi var rætt að undirliggjandi efnahagsþættir og aðstæður væru með allt öðrum hætti nú en t.d. þegar efnahagsáfallið reið yfir fyrir tíu árum. Nefndin lagði áherslu á að svigrúm peningastefnunnar til að mæta efnahagssamdrættinum væri einnig töluvert, sérstaklega ef færi sem horfir og verðbólga og verðbólguvæntingar héldust við verðbólgu markmið. Fram kom í umræðunni að nægt svigrúm nú gerði það að verkum að beita mætti peningastefnunni til að milda þá niðursveiflu sem væri framundan. Þá töldu nefndarmenn það jákvætt að boðaðar aðgerðir stjórnvalda í tengslum við gerð kjarasamninga myndu leggjast á sömu sveif.

Allir nefndarmenn voru þeirrar skoðunar að nauðsynlegt væri að lækka vexti bankans nú og rætt var um hvort lækka ætti þá um 0,25 prósentur eða 0,5 prósentur. Helstu rök sem fram komu á fundinum fyrir því að taka minna skref og lækka vexti um 0,25 prósentur voru þau að verðbólga væri enn yfir markmiði og ætti líklega eftir að aukast áfram á næstu mánuðum. Verðbólguvæntingar væru einnig enn yfir markmiði. Þá væru horfur á töluverðri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á næstu árum og ennþá ætti eftir að ljúka kjarasamningum hjá hinu opinbera. Helstu rök fyrir því að taka stærra skref og lækka vexti um 0,5 prósentur voru sá mikli viðsnúningur sem væri að verða í þjóðarbúinu í kjölfar þeirra

efnahagsáfalla sem hafa dunið á þjóðarþúinu undanfarið. Óvissa væri einnig töluverð um efnahagshorfur og ekki útilokað að efnahagssamdrátturinn verði meiri og langvinnari en gert væri ráð fyrir í spá Seðlabankans. Verðbólguhorfur hefðu jafnframt batnað og langtímaverðbólguvæntingar hefðu lækkað og stefndu í markmið sem veitti nefndinni svigrúm til þess að bregðast við með meiri lækkun vaxta en ella.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu lækkaðir um 0,5 prósentur. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum, yrðu 4,0%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 3,75%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 4,75% og daglánavextir 5,75%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

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

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Rannveig Sigurðardóttir, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Karen Áslaug Vignisdóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 26. júní 2019.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Júní 2019 (85. fundur)

Birt: 10. júlí 2019

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[opinberlega skuli] birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra“. Í samræmi við löggin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Þar koma einnig fram upplýsingar um atkvæði einstakra nefndarmanna.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 24. og 25. júní 2019, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 26. júní og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 22. maí 2019.

Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í maí lækkaði gengi krónunnar um 2,3% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 2,6% gagnvart evru, 0,5% gagnvart Bandaríkjadal og um 1% gagnvart bresku pundi. Á milli funda seldi Seðlabankinn gjaldeyri fyrir 21 m. evra (3 ma.kr.), m.a. í því skyni að koma í veg fyrir að útlæði aflandskróna veikti gengi krónunnar. Hluttur Seðlabankans nam tæplega 18% af heildarveltum á gjaldeyrismarkaði á sama tíma.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði aukist lítillega frá því rétt eftir birtingu vaxtaákvörðunar nefndarinnar í maí. Raunvextir bankans voru 0,7% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og höfðu hækkað um 0,1 prósentu milli funda. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 0,4% og höfðu lækkað um 0,3 prósentur milli funda.

Vextir á millibankamarkaði með krónur lækkuðu í takt við 0,5 prósentna vaxtalækkun Seðlabankans í maí en velta á markaðnum nam um 21 ma.kr. á tímabilinu.

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði lækkað um 0,3 prósentur frá maifundi nefndarinnar og krafa lengri verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa um 0,1 prósentu. Fastir og breytilegir meðalvextir húsnæðislána höfðu lækkað með áþekkingum hætti fyrir utan meðalvexti verðtryggðra sjóðfélagalána sem höfðu lítið breyst.

Miðað við þriggja mánaða millibankavexti hafði vaxtamunur minnkað um 0,3 prósentur gagnvart evrusvæðinu á milli funda og mældist 4,9 prósentur. Samsvarandi vaxtamunur hafði minnkað um 0,2 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og var 2,2 prósentur. Langtímavaxtamunur gagnvart Þýskalandi hafði lítið breyst á milli funda og var 4,2 prósentur en hafði aukist um 0,1 prósentu gagnvart Bandaríkjunum og var 1,9 prósentur.

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs höfðu lítið breyst frá maifundi nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var nánast óbreytt eða rúmlega 0,7% en vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldbréfum minnkaði lítillega og var 0,5-0,6 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu þess að peningastefnunefnd myndi ákveða að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Helstu rök þeirra voru þau að verðbólguvæntingar fyrirtækja og verðbólguálag á markaði hefðu lækkað auk þess sem efnahagshorfur hefðu heldur versnað frá síðustu vaxtaákvörðun. Þrátt fyrir að gengi krónunnar hefði veikst að undanfögnu og verðbólga væri yfir markmiði töldu greiningardeildir að vextir yrðu lækkaðir frekar til að milda fyrirséðan efnahagssamdrátt.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var tæplega 9% í maí sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja sem er svipaður vöxtur og undanfarna tvo mánuði. Vöxturinn helgast sem fyrr að stærstum hluta af meiri innlánnum heimila. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda má áætla að útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila hafi stækkað um 8½% að nafnvirði í maímánuði frá fyrra ári. Á sama tíma jukust útlán til heimila um 7½% milli ára og útlán til atvinnufyrirtækja um 9½% en sé tekið tillit til gengisbreytinga var útlánavöxtur til atvinnufyrirtækja um 6%.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, lækkaði um 2,3% á milli funda. Velta á aðalmarkaði nam um 281 ma.kr. á fyrstu fimm mánuðum ársins sem er 23% meiri velta en á sama tímabili í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Samkvæmt spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) sem birt var í maí er gert ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum verði bæði minni í ár og á næsta ári en stofnunin hafði spáð í nóvember sl. Talið er að hann verði 3,2% á þessu ári og 3,4% á því næsta sem er 0,1-0,3 prósentum minna en í nóvemberspánni. Spáð er hægari hagvexti í nánast öllum ríkjum heimsins en þó einkum á evrusvæðinu. Horfur um vöxt alþjóðaviðskipta hafa einnig versnað. Talið er að þau vaxi um rúmlega 2% á þessu ári sem yrði minnsti vöxtur frá fjármálakreppunni. Stofnunin telur áfram meiri líkur á að hagvexti sé ofspáð fremur en vanspáð, m.a. vegna hættu á að alþjóðlegar viðskiptadeilur magnist enn frekar og vari lengur en búist er við. OECD spáir 1,8% hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands bæði á þessu ári og því næsta sem er 0,1-0,3 prósentum minna en í nóvemberspánni. Talið er að verðbólga í helstu viðskiptalöndum verði 1,5% í ár og 1,8% á því næsta sem er 0,3-0,6 prósentum minna en spáð var í nóvember.

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam rúmlega 15 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins (á föstu gengi) en á sama tíma í fyrra var tæplega 52 ma.kr. halli. Minni halli nú skýrist að stærstum hluta

af auknum útflutningi á flugvélum í byrjun þessa árs. Þá dróst innflutningur á flugvélum jafnframt saman milli ára. Án skipa og flugvéla var tæplega 37 ma.kr. halli á vöruskiptum á fyrstu fjórum mánuðum ársins samanborið við 38½ ma.kr. halla á sama tíma í fyrra (á föstu gengi). Án skipa og flugvéla dróst verðmæti innflutnings saman um 2% milli ára, einkum á fólksbílum og eldsneyti og smuroólum, en útflutningur um 1,7%, einkum útflutningur á áli.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð hækkandi álverð um 0,6% milli funda peningastefnunefndar en var 18% lægra en á sama tíma í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hafi hækkað um 6,3% milli ára á fyrstu fjórum mánuðum ársins. Heimsmarkaðsverð á olíu lækkaði um tæplega 10% milli funda peningastefnunefndar og var um 65 Bandaríkjadalir á tunnu rétt fyrir fund nefndarinnar. Það er 13% lægra verð en á sama tíma í fyrra.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 1,6% milli mánaða í maí og var þá 8,5% yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs en 15,4% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu fimm mánuðum ársins var raungengi á þennan mælikvarða 9,5% lægra en á sama tímabili í fyrra og má rekja lækkunina til 10,7% lækkunar nafngengis krónu og 1,4 prósentum meiri verðbólgu hér á landi en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjódarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofan birti í maí var hagvöxtur 1,7% á fyrsta ársfjórðungi 2019. Þjódarútgjöld drógust saman um 2,8% milli ára en framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var jákvætt um sem nemur 4,4 prósentum. Einkaneysla og samneysla jukust um 2,8% milli ára en fjárfesting minnkaði um 9,4% og stóðu neysla og fjárfesting í heild í stað milli ára. Framlag birgðabreytinga var hins vegar neikvætt á fjórðungnum og af þeim sökum drógust þjódarútgjöld saman. Hagvöxtur á fyrsta ársfjórðungi var 0,1 prósentu meiri en gert var ráð fyrir í maíspá *Peningamála*. Neysla og fjárfesting voru heldur meiri en spáð var en birgðabreytingar voru veikari. Þjódarútgjöld þróuðust því á heildina litið í takt við spá bankans. Vöxtur útflutnings var minni en gert var ráð fyrir en á móti vó að innflutningur dróst meira saman og var framlag utanríkisviðskipta í samræmi við spána.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um rúmlega 35 ma.kr. á fyrsta ársfjórðungi. Það er töluvert meiri afgangur en á sama tíma 2018 þegar hann var 6,7 ma.kr. Meiri afgangur nú skýrist að langstærstum hluta af viðsnúningi í vöruskiptum, einkum vegna aukins útflutnings á flugvélum og skipum en einnig vegna samdráttar í innflutningi á flugvélum. Þá var jöfnuður frumpáttatekna einnig jákvæðari nú en í fyrra en á móti var minni afgangur á þjónustuviðskiptum. Án skipa og flugvéla var 13,2 ma.kr. afgangur á viðskiptajöfnuði á fyrsta ársfjórðungi en 14,1 ma.kr. afgangur á sama tíma í fyrra.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á öðrum ársfjórðungi eru heldur kröftugri en þær voru á fyrsta fjórðungi sem gæti bent til þess að það bæti í vöxt einkaneyslu milli fjórðunga. Væntingavísitala Gallup mældist 96 stig í maí sem var lítilllega lægra en í mánuðinum á undan. Hún hefur hins vegar heldur hækkað á síðustu mánuðum eftir mikla lækkingu á seinni hluta síðasta árs.

Samkvæmt samþykktum breytingartillögum á þingsályktunum um fjármálastefnu 2018-2022 og fjármálaáætlun 2020-2024 versnar afkoma hins opinbera verulega eða um nálægt 1% af landsframleiðslu hvert ár. Ástæða þess er m.a. snarpur viðsnúningur efnahagssumsvifa í ár sem gerir það að verkum að efnahagshorfur hafa versnað nokkuð frá fyrri áætlunum stjórnvalda. Framleiðsluspenna minnkar því hraðar, en afkoma ríkissjóðs er mjög háð breytingum í henni,

sérstaklega á tekjuhlið. Einnig hafa komið til töluverðar sértækar aðgerðir sem hafa verið til þess fallnar að rýra afkomu ríkissjóðs og nægir þar að nefna aðgerðir í tengslum við nýlega kjarasamninga. Bráðabirgðaafkomutölur Hagstofunnar fyrir hið opinbera sýna nálægt 8% vöxt útgjalda á fyrsta ársfjórðungi milli ára en reglulegar tekjur jukust um ríflega 2%.

Samkvæmt niðurstöðum sumarkönnunar Gallup sem framkvæmd var í maí meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna heldur betri en í vorkönnuninni en lakari en í sumarkönnuninni fyrir ári. Viðhorf stjórnenda til horfa á næstu sex mánuðum er þó heldur jákvæðara en bæði í vor og á sama tíma í fyrra. Um 56% stjórnenda telja núverandi aðstæður hvorki góðar né slæmar og um 23% telja þær vera góðar. Horft til næstu sex mánaða telur tæpt 41% stjórnenda að aðstæður í efnahagslífinu muni versna og um 46% að þær verði hvorki betri né verri. Um 14% stjórnenda telja að aðstæður verði betri eftir sex mánuði eða heldur fleiri en í síðustu könnun. Stjórnendur eru bjartsýnni um þróun innlendrar eftirspurnar á næstu sex mánuðum en í vorkönnuninni, einkum stjórnendur í verslun og byggingastarfsemi.

Samkvæmt árstíðarleiðréttum niðurstöðum sumarkönnunarinnar vill um fjórðungur fyrirtækja fækka starfsfólki á næstu sex mánuðum. Um 12 prósentum fleiri fyrirtæki vilja fækka starfsfólki en fjölga því en það bendir til heldur minni vinnuafleiftirspurnar en í vorkönnuninni og er hlutfallið 16 prósentum undir langtímameðaltali sínu. Aðeins er útlit fyrir fjölgun starfa í ýmissi sérhæfðri þjónustu þar sem munurinn er jákvæður um 11 prósentur en í öðrum atvinnugreinum er útlit fyrir fækkun þar sem hann er neikvæður um 16-26 prósentur. Stjórnendur í byggingastarfsemi og veitum og í verslun eru töluvert svartsýnni en í vorkönnuninni en heldur dregur úr svartsýni hjá stjórnendum í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu og í ýmissi sérhæfðri þjónustu.

Sé leiðrétt fyrir árstíð töldu 11% stjórnenda vera skort á starfsfólki sem er svipað hlutfall og var í vorkönnuninni en 14 prósentum færri stjórnendur en í sumarkönnuninni fyrir ári. Skorturinn var mestur í ýmissi sérhæfðri þjónustu og í byggingastarfsemi og veitum þar sem nærri einn af hverjum fimm stjórnendum taldi vera skort á starfsfólki en hins vegar mældist sáralítill skortur í verslun og enginn í fjármála- og tryggingastarfsemi og í sjávarútvegi. Þá var skorturinn undir langtímameðaltali í öllum atvinnugreinum.

Um 40% stjórnenda töldu fyrirtæki sitt eiga í vandræðum með að mæta óvæntri eftirspurn, að teknu tilliti til árstíðarsveiflu. Hlutfallið var lítið breytt frá vorkönnuninni og var við langtímameðaltal. Tæplega þrír af hverjum fimm stjórnendum í ýmissi sérhæfðri þjónustu töldu sig eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn en fimmtungur stjórnenda í verslun var sömu skoðunar.

Launavísitalan hækkaði um 0,5% milli mánaða í maí og um 5,1% milli ára. Raunlaun voru 1,4% hærri en á sama tíma árið 2018.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok maí, var nær óbreytt milli mánaða sé litið framhjá árstíðarsveiflu en hækkaði um 5,4% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, lækkaði um 0,1% milli mánaða í maí að teknu tilliti til árstíðar en hækkaði um 3,9% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 10% á fyrstu fimm mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en fjölda kaupsamninga með nýbyggingar fækkaði um 23% á sama tímabili.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,21% milli mánaða í maí. Ársverðbólga mældist 3,6% og jókst um 0,3 prósentur frá síðasta fundi nefndarinnar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hækkað um 3,1% frá maí í fyrra. Undirliggjandi verðbólga var 3,4% í maí miðað við miðgildi ólíkra mælikvarða og jókst einnig milli funda. Lækkun flugfargjalda hafði mest áhrif á þróun

vísitölunnar í maí og voru áhrifin svipuð og í maí undanfarin tvö ár. Hækkun eldsneytis- og matvöruverðs hafði einnig nokkur áhrif.

Samkvæmt sumarkönnunum Gallup mælast verðbólguvæntingar heimila til eins árs 4% og eru óbreyttar frá vorkönnuninni og 0,6 prósentum hærri en fyrir ári. Verðbólguvæntingar stjórnenda fyrirtækja til eins árs lækka hins vegar frá síðustu könnun og mælast 3% eins og í sumarkönnuninni í fyrra. Langtímaverðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja lækka um 0,5 prósentur milli kannana í 3-3,5%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára var 2,7-2,9% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði lækkað um u.þ.b. 0,2 prósentur frá maifundi nefndarinnar. Álagið til tíu ára hefur verið að meðaltali 2,8% það sem af er öðrum ársfjórðungi sem er 0,5 prósentum lægra en á öðrum ársfjórðungi í fyrra.

II Vaxtaákvörðunin

Nefndin fjallaði um stjórnþæki peningastefnunnar og viðskipti Seðlabankans en vinnuhópur innan bankans hefur haft til skoðunar hvort endurskoða þyrfti stjórnþæki bankans út frá skilvirkni og hagkvæmni. Nefndin ræddi einnig lausafjárstöðu lánastofnana og inngripastefnu bankans en lítið hefur verið um inngrip undanfarna mánuði og hluti þeirra verið vegna útflæðis aflandskróna.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu hækkað um 0,1 prósentu frá maifundi nefndarinnar. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í maí hafði nefndin ákveðið að lækka vexti m.a. í ljósi þess mikla viðsnúnings sem væri að verða í þjóðarbúinu auk þess sem verðbólguhorfur hefðu batnað og langtímaverðbólguvæntingar lækkað. Einnig hefði óvissa um verðbólguhorfur minnkað í kjölfar þess að kjarasamningar voru samþykktir á almennum vinnumarkaði.

Nefndarmenn ræddu nýlega birtar bráðabirgðatölur þjóðhagsreikninga en voru sammála um að nýjustu upplýsingar um þróun efnahagsmála breyttu ekki því mati á efnahagshorfum sem lá fyrir á síðasta fundi nefndarinnar. Nefndin veitti því athygli að hagvöxtur á fyrsta ársfjórðungi væri í takt við maíspá Seðlabankans. Þá gætu kröftugri einkaneysla á fyrsta fjórðungi og leiðandi vísbendingar fyrir annan ársfjórðung bent til þess að undirliggjandi þróttur innlendrar eftirspurnar hefði verið meiri en talið var. Hins vegar kom fram að heildarvelta erlendra greiðslukorta hefði dregist saman milli ára í apríl og maí í erlendum gjaldmiðlum þótt velta á hvern ferðamann hefði aukist nokkuð. Það ásamt nýlegum tölum og spám um fjölda ferðamanna benti til þess að samdráttur í ferðapjónustu gæti orðið meiri en spáð var í maí. Var nefndin því sammála um að hvað varðaði nærhorfur væri meiri vöxtur innlendrar eftirspurnar en búist var við að vegast á við meiri áhrif vegna þeirra efnahagsáfalla sem hafa dunið á þjóðarbúinu undanfarið. Að mati nefndarinnar breytir það þó ekki þeim horfum að samdráttur verði í þjóðarbúskapnum sem mun birtast frekar á komandi mánuðum.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga hafði enn sem komið var verið í samræmi við síðustu spá Seðlabankans en samkvæmt spánni hefði hún náð hámarki og myndi hjaðna í átt að markmiði þegar liði á árið. Fram kom í umræðunni að frekari lækkun gengis krónunnar gæti þó sett strik í þann reikning. Verðbólguvæntingar höfðu einnig lækkað frá síðasta fundi nefndarinnar en langtímavæntingar út frá verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði virtust hins vegar hafa tekið að þokast upp á ný undanfarnar vikur.

Að mati nefndarmanna mun samdráttur í þjóðarbúskapnum reyna á heimili og fyrirtæki en viðnámsþróttur þjóðarbúsins væri umtalsvert meiri nú en áður. Nefndin lagði áherslu á að

svigrúm peningastefnunnar til að mæta efnahagssamdrættinum væri einnig töluvert, sérstaklega ef færi sem horfir og verðbólga og verðbólguvæntingar héldust við verðbólgu markmið. Þá voru nefndarmenn sammála um að boðuð slökun í aðhaldi ríkisfjármála myndi leggjast á sömu sveif.

Nefndin ræddi þá möguleika að staldra við og halda vöxtum óbreyttum eða lækka vexti um 0,25 prósentur. Helstu rökin fyrir því að hafa óbreytta vexti voru þau að verðbólga og verðbólguvæntingar væru enn yfir markmiði og verðbólguálag á skuldabréfamarkaði virtist tekið að hækka á ný. Þá hafði gengi krónunnar lækkað að undanfögnu og enn ætti eftir að ljúka gerð kjarasamninga opinberra starfsmanna. Einnig væri undirliggjandi þróttur innlendra eftirspurnar meiri en gert hafði verið ráð fyrir. Því gæti verið rétt að staldra við og sjá skýrari merki um hjöðnun verðbólgu og verðbólguvæntinga áður en vextir yrðu lækkaðir frekar.

Helstu rökin fyrir því að lækka vexti voru þau að þótt þróun efnahagsmála hefði í meginatriðum verið í samræmi við það sem búist hefði verið við væru vísbendingar um að samdráttur í þjóðarþúskapnum gæti orðið meiri og varað lengur en talið var í maí. Verðbólguvæntingar höfðu lækkað milli funda nefndarinnar og taumhald peningastefnunnar því aukist á ný. Einnig var bent á að áfram væru horfur á að verðbólga myndi hjaðna í átt að markmiði á þessu ári. Rétt væri því að slaka frekar á taumhaldinu til að mæta efnahagssamdrættinum.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu lækkaðir um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 3,75%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 3,5%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 4,5% og daglánavextir 5,5%. Már Guðmundsson, Rannveig Sigurðardóttir, Gylfi Zoëga og Katrín Ólafsdóttir greiddu atkvæði með tillögunni. Þórarinn G. Pétursson greiddi atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra og vildi halda vöxtum óbreyttum.

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

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Rannveig Sigurðardóttir, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Karen Áslaug Vignisdóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 28. ágúst 2019.

Kjarasamningar, peningastefnan og þjóðarbúskapurinn



Ríkissáttasemjari
17. janúar 2019

Þórarinn G. Pétursson
Aðalhogfræðingur Seðlabanka Íslands

Þær skoðanir sem hér koma fram þurfa ekki að endurspegla skoðanir Seðlabanka Íslands eða annarra nefndarmanna peningastefnufndar



Tölum aðeins um hin efnahagslegu þyngdarlögmál

Hækkun raunlauna ræðst til lengri tíma af framleiðnivexti

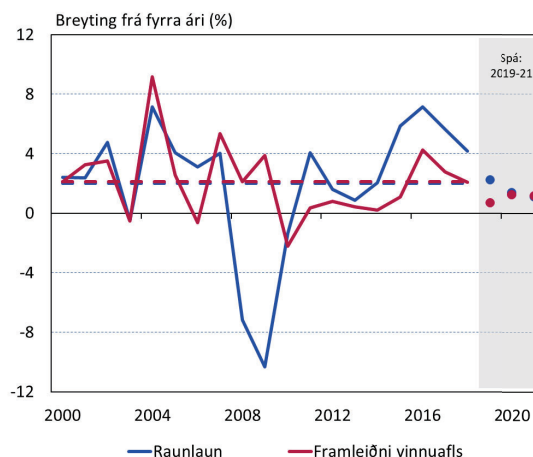
Hið efnahagslega samhengi

- Raunlaun hækka í takt við framleiðnivöxt til lengdar þótt frávik geti orðið á einstaka árum
- T.d. mikil lækkun raunlauna eftir fjármálakreppuna ...
- ... og mikil hækkun raunlauna 2015-17

Horfur

- Spáð hægari framleiðnivexti á næstu árum sem mun líklega endurspeglast í hægari hækkun raunlauna

Raunlaun og framleiðni¹



1. Laun mæld með launakostnaði samkvæmt framleiðsluuppgjöri þjóðhagsreikninga. Áætlun Seðlabankans fyrir 2017-2018. Raunlaun eru nafnlaun staðvirt með vísitölu neysluverðs. Framleiðni vinnuafis mæld sem hlutfall landsframleiðslu og heildarvinnustunda samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Brotalínur sýna meðaltöl 2000-2017. Punktur sýna spá Peningamála 2018/4 fyrir 2019-2021.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Hækkun launakostnaðar á framleidda einingu og verðlags fylgjast að til lengri tíma

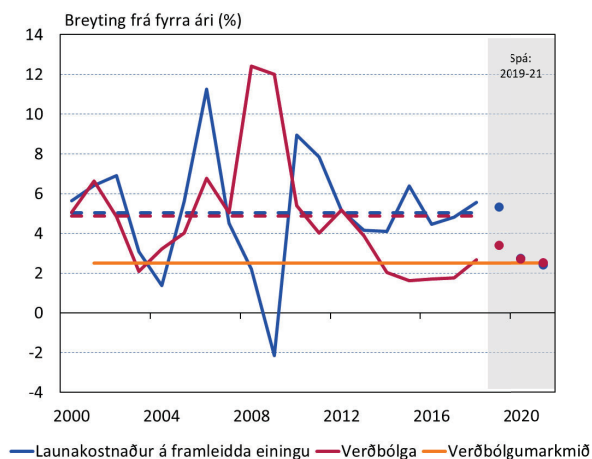
Hið efnahagslega samhengi

- Til lengdar hækkar verðlag í takt við hækkun launakostnaðar á framleidda einingu
 - Um 5% meðalhækkun 2000-17 – tvöfalt meiri en verðbólguþéttun
- En oft tímabundin frávik eins og strax eftir fjármálakreppuna ...
- ... og mikil hækkun launakostnaðar síðustu ár á sama tíma og verðbólga hefur verið lítil

Horfur

- Spáð að launakostnaður og verðbólga verði í samræmi við verðbólguþéttun

Launakostnaður og verðbólga¹



1. Launakostnaður á framleidda einingu er skilgreindur sem hlutfall launakostnaðar og framleiðni vinnuafis. Brotalínur sýna meðaltöl 2000-2017. Punktur sýna spá Peningamála 2018/4 fyrir 2019-2021.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Sveiflur í viðskiptakjörum geta haft áhrif á samband launa og annarra þjóðhagsstærða til skemmri tíma

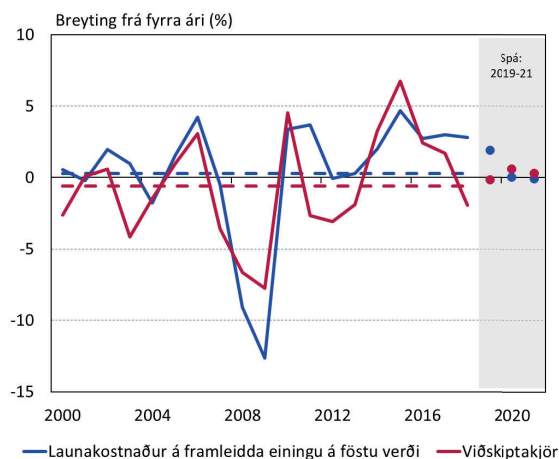
Hið efnahagslega samhengi

- Mikil viðskiptakjararýrnun á þátt í að skýra mikla lækkun launakostnaðar strax í kjölfar fjármálakreppunnar
- Mikill viðskiptakjarabati á þátt í að skýra hækkun launakostnaðar undanfarin ár og af hverju hækkunin kom ekki fram í aukinni verðbólgu

Horfur

- Ekki horfur á viðlíka viðskiptakjarabata á næstu árum og undanfarin ár

Launakostnaður og viðskiptakjör¹



1. Launakostnaður á framleidda einingu er skilgreindur sem hlutfall launakostnaðar og framleiðni vinnuafis. Launakostnaður á framleidda einingu á föstu verði er fengin með því að staðvirða launakostnað með vísitölu neysluverðs. Viðskiptakjör eru hlutfallslegt verð út- og innflutnings vöru og þjónustu. Brotalínur sýna meðaltöl 2000-2017. Punktar sýna spá *Peningamála* 2018/4 fyrir 2019-2021. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Til skemmri tíma ákvarðast launaþróun einnig af stöðu hagsveiflunnar

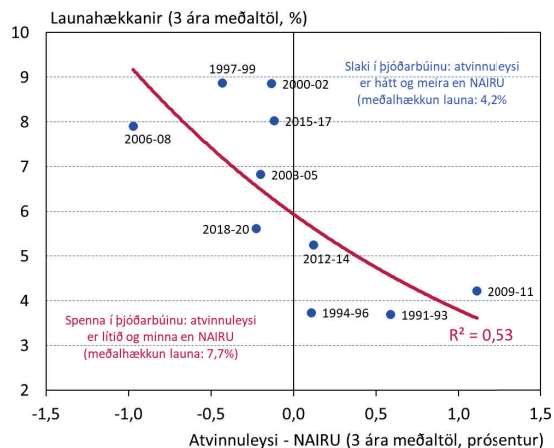
Hið efnahagslega samhengi

- Að öðru jöfnu hækka laun hraðar í efnahagsuppsveiflu þegar atvinnuleysi er lítið
- Samningsstaða launþega styrkist og fyrirtæki keppa um vinnuaflið með því að bjóða upp laun
- Þarf þó ekki að fara saman ef minnkun atvinnuleysis endurspeglar lækkun kerfislaðs atvinnuleysis (þ.e. svokallaðs NAIRU)

Horfur

- Horfur á að atvinnuleysi aukist smám saman og spenna á vinnumarkaði hverfi sem að öðru óbreyttu ætti að hægja á hækkun launa

Launahækkanir og spenna á vinnumarkaði¹



1. Atvinnuleysi er samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Jafnvægisatvinnuleysi (NAIRU) er metið af Seðlabankanum. Punktar sýna þör launahækkana og frávik atvinnuleysis frá NAIRU (3 ára meðaltöl). Spá *Peningamála* 2018/4 fyrir 2019-2020. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.



Áhrif launahækkana ráðast einnig af viðbrögðum peningastefnunnar

Fjórar ólíkar sviðsmyndir af áhrifum launahækkana á þjóðarbúið

Sviðsmyndir sem byggja á stílfærðu dæmi um launahækkunir

- Laun hækka samtals um 32% 2019-21 (um 10½% á ári að meðaltali) eða um liðlega tvöfalt meira en gert er ráð fyrir í *Peningamálum 2018/4*
- Frá 2022 hækka laun eins og í grunnsþá *Peningamála 2018/4*

Mikilvægt að hafa í huga

- Ekki mat á komandi kjarasamningum eða mögulegu „hækkunarsvigrúmi“ – kostnaðarmat frá aðilum vinnumarkaðar liggur ekki fyrir
- Ekki mat á áhrifum launahækkana fyrir einstaka stéttir eða starfshópa
- Engin önnur hagstjórnarviðbrögð en peningastefnu og engir aðrir búhnykkir/skellir sem geta dregið úr eða magnað áhrif
- Ekki gert ráð fyrir annarrar umferðar áhrifum verðbólgu á laun á því 5 ára tímabili sem er sýnt né að launahækkunir grafi undan kjölfestu verðbólguvæntinga til lengdar

Hvernig hafa launabreytingar áhrif á verðbólgu?

Verðbólga í dag = $a \times$ (liðin verðbólga) + $b \times$ (vænt framtíðarverðbólga)

+ $c \times$ (framleiðsluspenna) + $d \times$ (hækkun innflutningsverðlags)

Hvernig hafa launabreytingar áhrif á verðbólgu? Áhrif á tekjur og eftirspurn

Verðbólga í dag = $a \times$ (liðin verðbólga) + $b \times$ (vænt framtíðarverðbólga)

+ $c \times$ (framleiðsluspenna) + $d \times$ (hækkun innflutningsverðlags)

Hækkun launa eykur verðbólgu með því að hækka ráðstöfunartekjur og auka eftirspurn

Hvernig hafa launabreytingar áhrif á verðbólgu? Áhrif á gengi krónunnar

Verðbólga í dag = $a \times$ (liðin verðbólga) + $b \times$ (vænt framtíðarverðbólga)

Hækkun launa eykur verðbólgu með því að auka þrýsting til lækkunar á gengi ISK

+ $c \times$ (framleiðsluspenna) + $d \times$ (hækkun innflutningsverðlags)

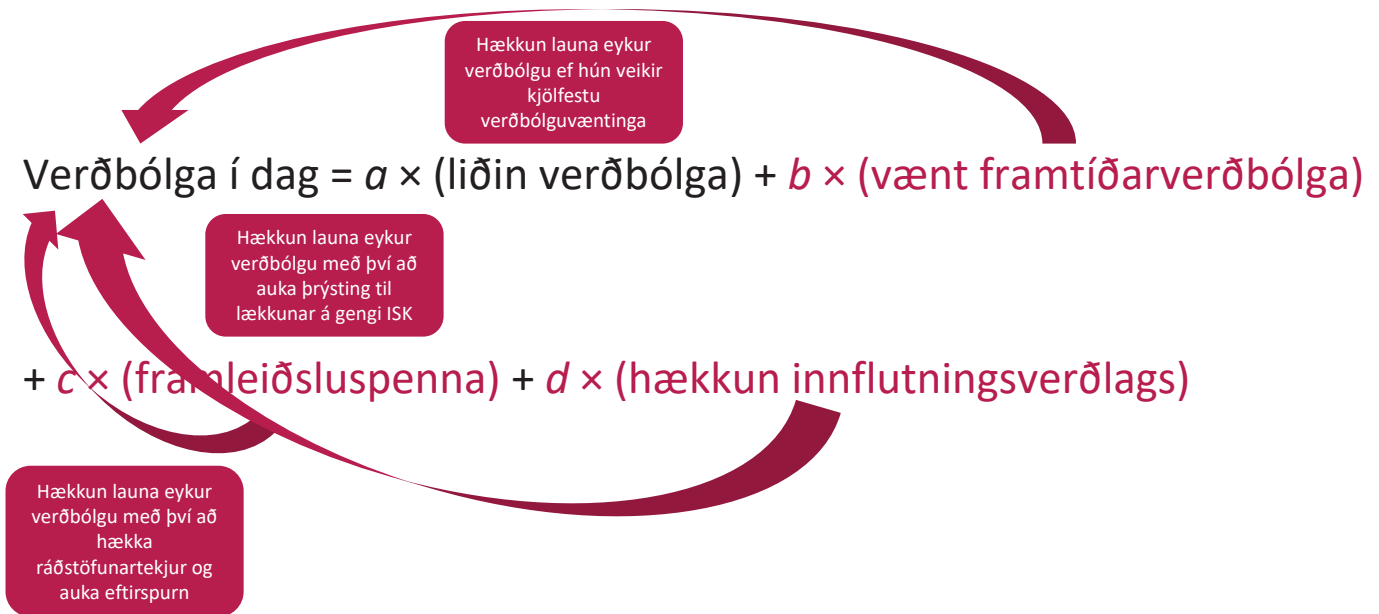
Hvernig hafa launabreytingar áhrif á verðbólgu? Áhrif á verðbólguvæntingar

Hækkun launa eykur verðbólgu ef hún veikir kjölfestu verðbólguvæntinga

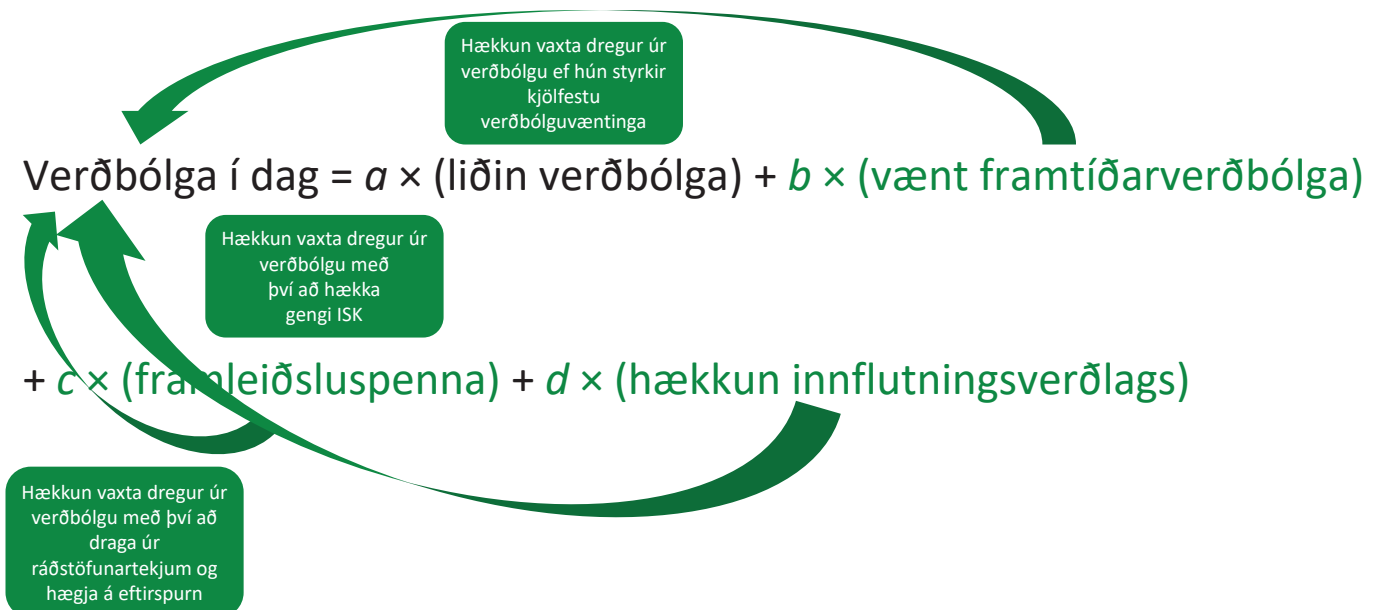
Verðbólga í dag = $a \times$ (liðin verðbólga) + $b \times$ (vænt framtíðarverðbólga)

+ $c \times$ (framleiðsluspenna) + $d \times$ (hækkun innflutningsverðlags)

Hvernig hafa launabreytingar áhrif á verðbólgu? Í raunveruleikanum koma áhrifin í gegnum alla þessa þætti

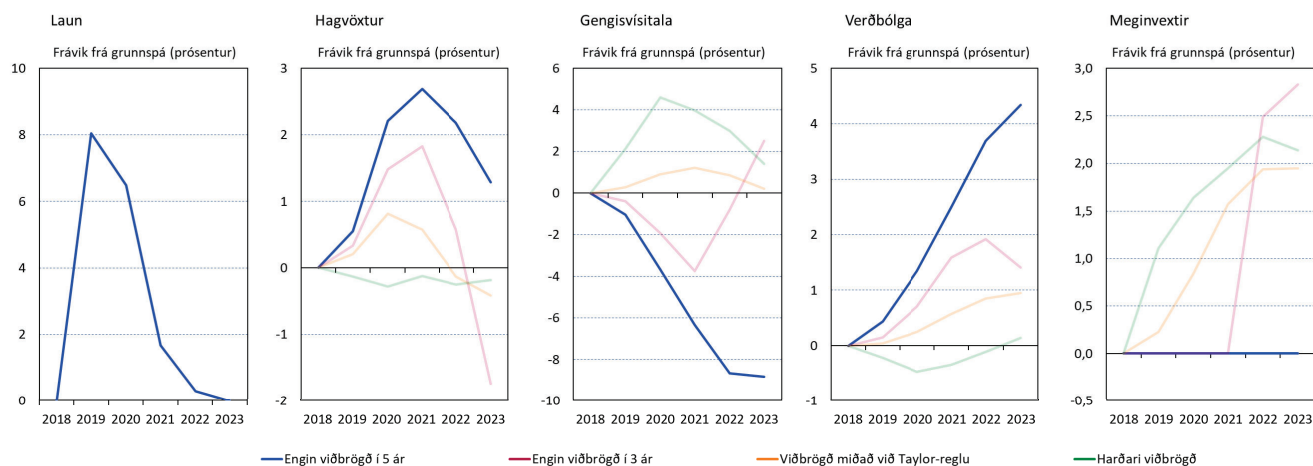


Þótt vaxta- og launagreiðslur séu kostnaður fyrirtækja eru áhrif þeirra á verðbólgu gjörólík



Áhrif launahækkana á þjóðarbúið ef peningastefnan bregst ekki við í 5 ár

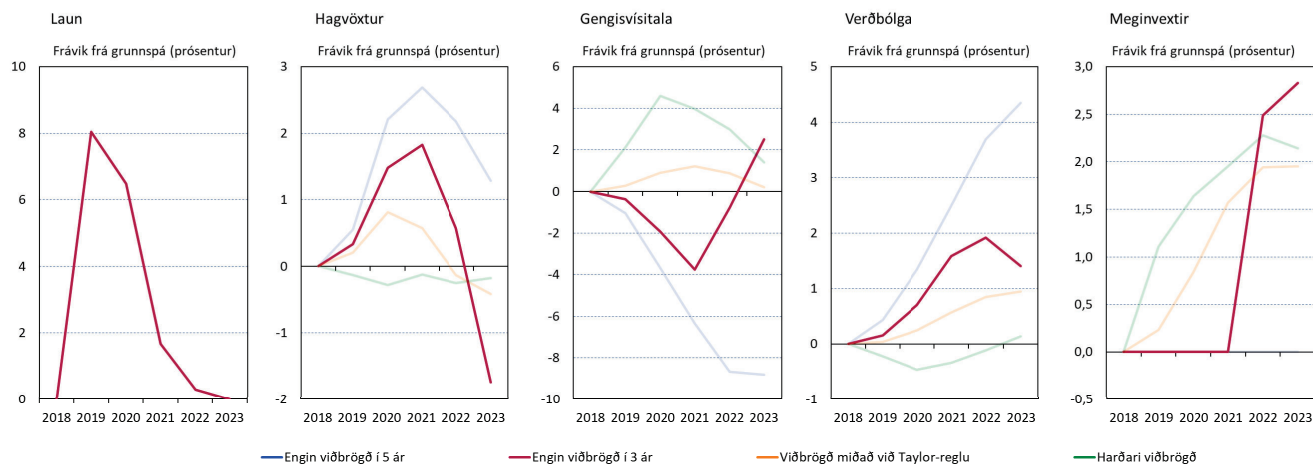
Frávíkisdæmi: Áhrif launahækkana miðað við mismunandi viðbrögð peningastefnu



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Áhrif launahækkana á þjóðarbúið ef peningastefnan bregst ekki við í 3 ár

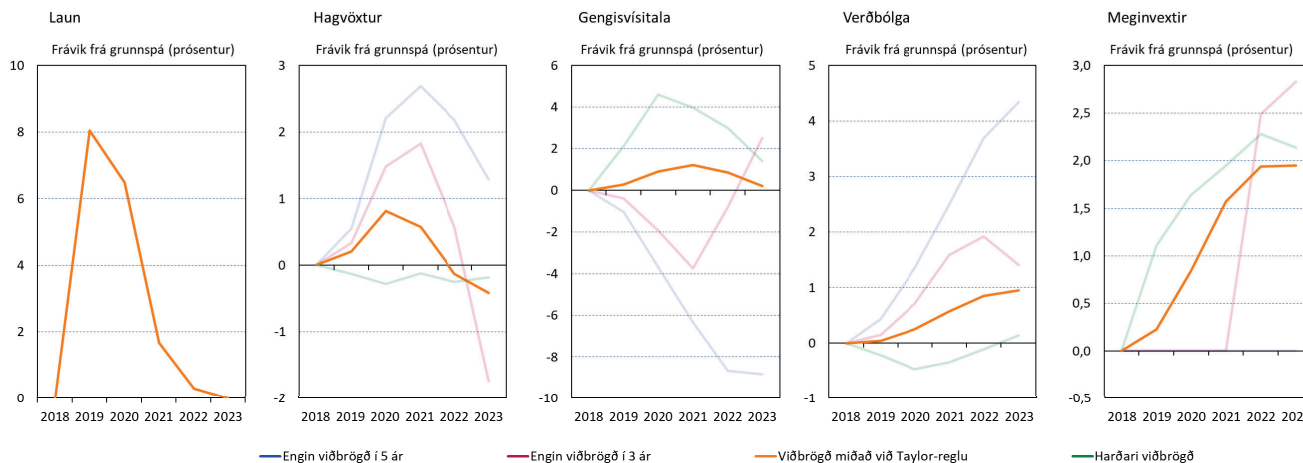
Frávíkisdæmi: Áhrif launahækkana miðað við mismunandi viðbrögð peningastefnu



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Áhrif launahækkana á þjóðarbúið ef peningastefnan bregst við í takt við hefðbundna peningastefnureglu

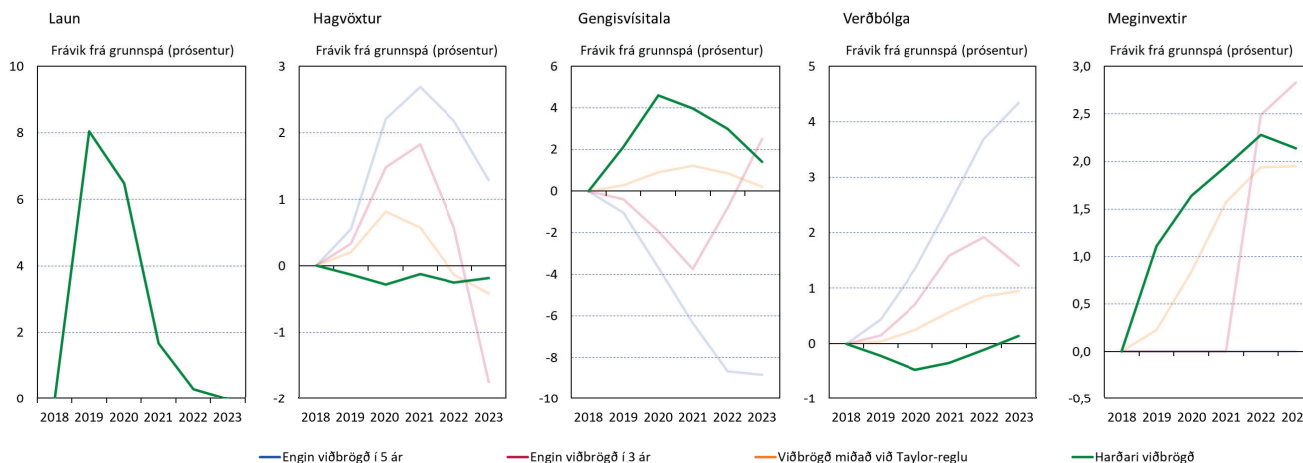
Frávíkisdæmi: Áhrif launahækkana miðað við mismunandi viðbrögð peningastefnu



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Áhrif launahækkana á þjóðarbúið ef peningastefnan bregst enn harðar við

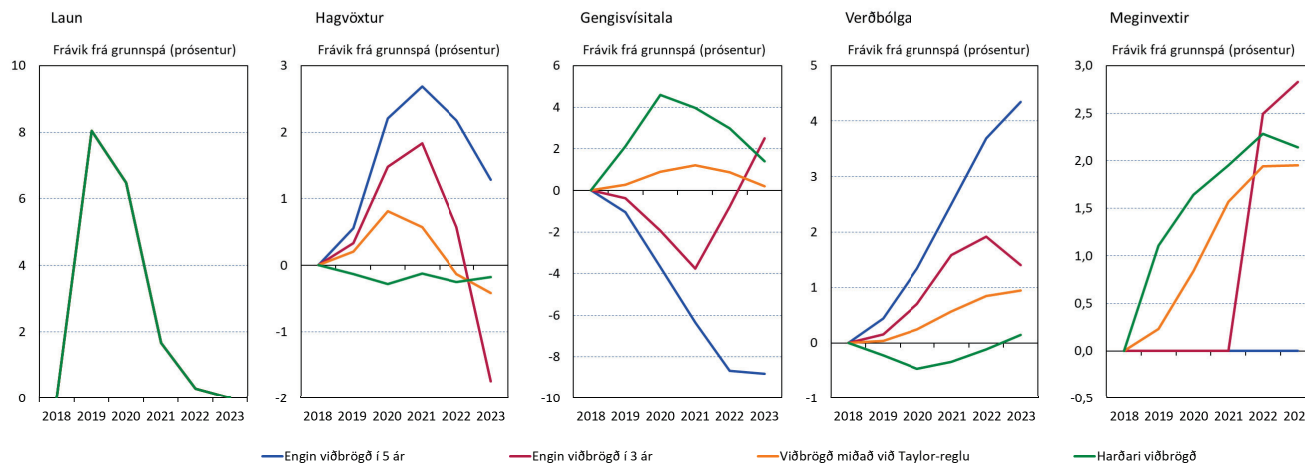
Frávíkisdæmi: Áhrif launahækkana miðað við mismunandi viðbrögð peningastefnu



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Viðbrögð peningastefnunnar við launahækkunum skipta því sköpum fyrir áhrif þeirra á þjóðarþúið

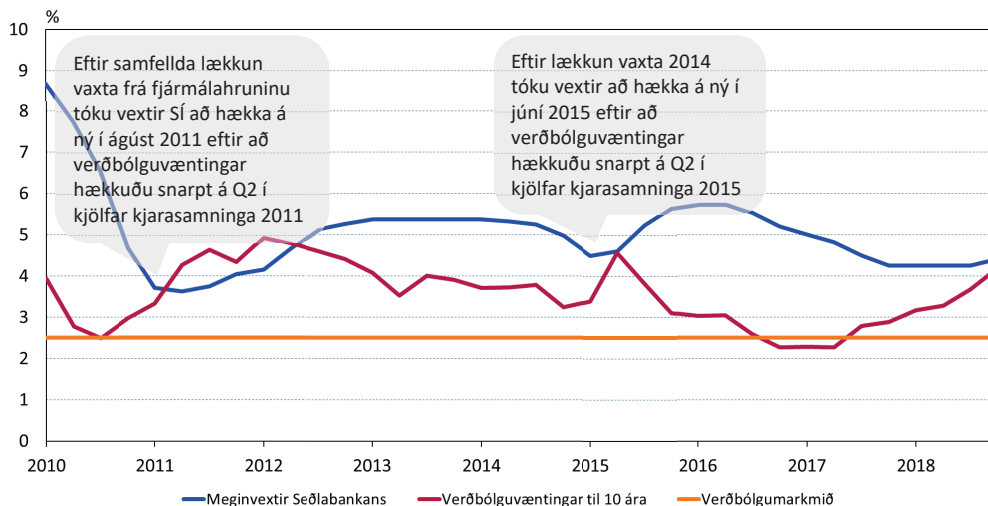
Frávíksdæmi: Áhrif launahækkana miðað við mismunandi viðbrögð peningastefnu



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Viðbrögð peningastefnunnar við síðustu tveimur kjarasamningum

Meginvextir Seðlabankans og langtímaverðbólguvæntingar¹
1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2018



1. Verðbólguvæntingar metnar með verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Losun fjármagnshafta á aflandskrónueigendur og lækkun sérstakrar bindiskyldu á fjármagnsinnstreymi

Lög nr. 14/2019, um breytingu á lögum um nr. 87/1992, um gjaldeyrismál og lögum nr. 37/2016, um meðferð krónueigna sem háðar eru sérstökum takmörkunum, hafa verið birt í *Stjórnartíðindum* 4. mars 2019, sbr. [tilkynningu á vef Stjórnartíðinda](#). Breytingarnar sem lögini fela í sér voru kynnt með [fréttatilkynningu á vef Seðlabankans hinn 7. desember 2018](#), þegar frumvarpið var lagt fram. Lögini taka gildi á morgun, 5. mars 2019.

Breytingar á reglum

Vegna breytinga á lögum um gjaldeyrismál og lögum um meðferð krónueigna sem háðar eru sérstökum takmörkunum áformar Seðlabankinn að setja nýjar reglur um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris og reglur um meðferð krónueigna sem háðar eru sérstökum takmörkunum. Reglurnar fela í sér nýmæli og nauðsynlegar breytingar vegna framangreindra breytingarlaga. Þá munu nýjar reglur um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris jafnframt fela í sér lækkun á bindingarhlutfalli frá eldri reglum úr 20% í 0%. Gert er ráð fyrir, að fengnu samþykki ráðherra, að reglurnar verði gefnar út á morgun, 5. mars 2019, og muni taka gildi daginn eftir, 6. mars 2019.

Lækkun á bindingarhlutfalli úr 20% í 0%

Fyrirhuguð lækkun á bindingarhlutfalli markar kaflaskil í beitingu hinnar sérstöku bindiskyldu á fjármagnsinnstreymi á skuldabréfamarkað og í hávaxtainnstæður sem var sett á í júní 2016. Markmið hennar er að tempra og hafa áhrif á samsetningu innstreymis erlends fjármagns á innlendan skuldabréfamarkað og hávaxtainnstæður og að styrkja miðlunarferli peningastefnunnar. Bindingarhlutfallið var lækkað úr 40% í 20% í byrjun nóvember 2018. Nú hafa myndast aðstæður til að lækka bindingarhlutfallið niður í 0% þar sem líkur á umtalsverðu innflæði sem leiddi til ofriss krónunnar og alvarlegrar truflunar í miðlunarferli peningastefnunnar hafa minnkað mikið, a.m.k. um sinn. Nú eru fjármagnsstraumar til og frá landinu í betra jafnvægi en var þegar hin sérstaka bindiskylda var upphaflega sett á. Að undanfögnu hefur verið útflæði á erlendum nýfjárfestingum í skuldabréfum.

Rétt er að vekja athygli á því að framangreindar breytingar munu leiða til þess að fjármunir sem bundnir hafa verið á bindingarreikningum verða því lausir til ráðstöfunar, á sama hátt og þegar bindingarhlutfall var lækkað úr 40% í 20% í nóvember sl. Athygli er vakin á því að verði bindingarhlutfall hækkað í framtíðinni eru hin nýsamþykktu lög afdráttarlaus um að bindingarfjárhæð haldist óbreytt út bindingartímenn. Nýtt fyrirkomulag hinnar sérstöku bindiskyldu mun þó gera aðilum kleift að losa um bindinguna með viðskiptum á markaði.

Leifar fjármagnshafta

Með framangreindum breytingum á lögum um gjaldeyrisból og lögum um meðferð krónueigna sem háðar eru sérstökum takmörkunum er sérstakur aflandskrónumarkaður ekki lengur til staðar og þau fjármagnshöft sem innleidd voru í nóvember 2008 hafa nú nánast að öllu leyti verið losuð. Eftir standa takmarkanir sem hafa það að meginmarkmiði að hin sérstaka bindiskylda á fjármagnsinnstreymi nái tilgangi sínum, þar á meðal takmarkanir á afleiðuviðskiptum í öðrum tilgangi en til áhættuvarna. Þær takmarkanir verða skoðaðar í tengslum við heildarendurskoðun laga um gjaldeyrisból. Samhliða þarf að skoða varanlegt fyrirkomulag hinnar sérstöku bindiskyldu.

Nánari upplýsingar veitir Már Guðmundsson seðlabankastjóri í síma 569 9600.

Frétt nr. 6/2019

4. mars 2019

Nýjar reglur um bindingu reiðufjár og meðferð krónueigna

[Reglur nr. 223/2019](#), um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris, og [reglur nr. 224/2019](#), um meðferð krónueigna sem háðar eru sérstökum takmörkunum, hafa verið birtar í [Stjórnartíðindum](#), í dag, 5. mars 2019, sbr. samanber tvær tilkynningar á vef Stjórnartíðinda, [hér](#) og [hér](#).

Tilfni reglnanna og þær breytingar sem þær hafa í för með sér voru kynntar með [fréttatilkynningu á vef Seðlabankans 4. mars 2019](#). Reglurnar taka gildi á morgun, 6. mars 2019.

Nýjar reglur um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris fela meðal annars í sér lækkun á bindingarhlutfalli frá eldri reglum úr 20% í 0%, frá og með 6. mars 2019.

Breytingar á reglum um gjaldeyrismál – Losun takmarkana á fjármagnshreyfingar milli landa vegna lækkunar á bindingarhlutfalli

Á vef Seðlabanka Íslands voru í dag birtar reglur um breytingu á reglum nr. 200/2017, um gjaldeyrismál, sem miða að því að losa takmarkanir á tilteknum viðskiptum í ljósi nýlegra breytinga á sérstakri bindiskyldu. Reglurnar voru einnig birtar í Stjórnartíðindum í dag og taka gildi á morgun, 3. apríl 2019. Reglurnar má sjá hér: [Reglur um breytingu á reglum nr. 200/2017 um gjaldeyrismál, með síðari breytingum.](#)

Með reglum nr. 200/2017, sem tóku gildi 14. mars 2017, voru takmarkanir á fjármagnshreyfingum á milli landa í innlendum og erlendum gjaldeyri og gjaldeyrisviðskiptum að mestu leyti felldar niður. Frá þeim tíma hafa heimili og fyrirtæki því almennt ekki verið bundin af takmörkunum sem lög um gjaldeyrismál kveða á um, meðal annars á gjaldeyrisviðskiptum, fjárfestingum erlendis, áhættuvörnum og lánaviðskiptum, auk þess sem skilaskylda innlendra aðila á erlendum gjaldeyri var afnumin. Áfram hafa þó verið til staðar takmarkanir á tilteknum viðskiptum er miða að því að draga úr líkum á vaxtamunarviðskiptum sem tengjast fjárfestingum sem ekki eru háðar sérstakri bindiskyldu á fjármagnsinnstreymi (fjárstreymistækið) samkvæmt reglum um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris. Um er að ræða takmarkanir á:

- útflutningi á verðbréfum útgefnum í innlendum gjaldeyri, sem sambærileg eru þeim sem háð eru sérstakri bindiskyldu, ef fjárfesting í þeim hefur ekki fallið undir bindingargrunn skv. reglum um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris;
- fjármagnshreyfingum á milli landa í innlendum gjaldeyri vegna tiltekinna ráðstafana, annarra en þeirra sem mynda bindingargrunn, þegar greiðsla fer fram beint eða óbeint með úttekt af reikningi í eigu erlends fjármálafyrirtækis (vostro-reikningi), en með tilteknum ráðstöfunum er átt við fjárfestingarkosti sem eru sambærilegir þeim sem háðir eru sérstakri bindiskyldu, og
- lánveitingum innlendra aðila til erlendra aðila í innlendum og erlendum gjaldeyri, og endurgreiðslum lána milli þeirra aðila, sem ráðstafað er í fjárfestingarkosti sem sambærilegir eru þeim sem háðir eru sérstakri bindiskyldu.

Með nýjum reglum nr. 223/2019, um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis erlends gjaldeyris, sem tóku gildi 6. mars sl., var bindingarhlutfallið fært niður í 0%. eru því forsendur til að losa framangreindar takmarkanir sem hafa það markmið að tryggja virkni sérstakrar bindiskyldu á fjármagnsinnstreymi.

Áfram verða þó til staðar takmarkanir á i) fjármagnshreyfingum á milli landa í innlendum gjaldeyri vegna viðskipta með aflandskrónueignir, sem háðar eru sérstökum takmörkunum samkvæmt lögum nr. 37/2016, um meðferð krónueigna sem háðar eru sérstökum takmörkunum, ii) gjaldeyrisviðskiptum milli innlendra og erlendra aðila, sem ekki fara fram með milligöngu fjármálafyrirtækis, þegar innlendir gjaldeyrir er

hluti af viðskiptunum, iii) afleiðuviðskiptum, þar sem innlendur gjaldeyrir er í samningi gagnvart erlendum gjaldeyri, í öðrum tilgangi en til áhættuvarna eða vegna áhættuvarna í tengslum við útgáfu í íslenskum krónum erlendis, stundum nefnd jöklabréf.

Breytingar á reglum um veðhæf bréf

Seðlabanki Íslands hefur gefið út reglur um breytingu á reglum nr. 553/2009 um viðskipti fjármálafyrirtækja við Seðlabanka Íslands. Tilgangurinn er meðal annars sá að fjölga möguleikum fjármálafyrirtækja að leggja fram tryggingarhæfar eignir vegna viðskipta við Seðlabankann. Í þessu felst aðallega breyting á 11. gr. reglna 553/2009 sem kveður á um fjárhagslegar tryggingaráðstafanir í viðskiptum við Seðlabankann, með því að sértryggð skuldabréf verða nú hæf til tryggingar.

Sértryggð skuldabréf (e. covered bonds) verða hæf til tryggingar að ákveðnum skilyrðum uppfylltum. Um er að ræða skuldabréf sem eru tryggð með eignum, í þessu tilfalli húsnæðislánnum einstaklinga í íslenskum krónum. Um útgáfur sértryggðra skuldabréfa hér á landi gilda lög nr. 11/2008 og reglur sem settar eru af Fjármálaeftirlitinu. Í þeim er meðal annars kveðið á um eftirlit með sértryggðum skuldabréfum og að virði undirliggjandi veða rýrni ekki.

Seðlabankinn setur þau skilyrði að skuldabréfin hafi viðskiptavakt og að 5 ma.kr. að minnsta kosti hafi selst af útistandandi flokkum að markaðsvirði. Þess má geta að erlendir seðlabankar sem Seðlabanki Íslands ber sig saman við, svo sem þeir norrænu, heimila sértryggð skuldabréf í viðskiptum við mótaðila.

Seðlabankinn hefur ekki veitt viðskiptaaðilum sínum lán í reglubundnum markaðsviðskiptum undanfarin ár. Engu að síður er nauðsynlegt að Seðlabankinn gefi til kynna hvaða tryggingar bankinn metur hæfar komi til þess að lánað verði á ný. Veðhæf verðbréf í viðskiptum við Seðlabankann hafa undanfarinn áratug fyrst og fremst verið skuldabréf gefin út af ríkissjóði, með ríkisábyrgð og bundin innlán í Seðlabankanum. Útgáfa verðbréfa ríkissjóðs hefur dregist saman á undanförunum árum og stórir flokkar líkt og íbúðabréf eru að miklu leyti í eigu sjóða. Stóru viðskiptabankarnir þrír hafa gefið út sértryggð skuldabréf á síðast liðnum árum og eru nú um 400 ma.kr. útistandandi af þessum skuldabréfum á markaði.

Önnur breyting sem gerð var á reglunum er sú að ekki er lengur hægt að nota eiginfjárloforð eða eiginfjárframlög sem tryggingu í viðskiptum við Seðlabanka Íslands.

Nr. 11/2019
27. maí 2019

Post-Crisis Recovery, Resilience Building and Policy Reforms in Iceland

Government Borrowers Forum 2019



Már Guðmundsson, Governor
Harpa, 5 June 2019

The autumn of 2008

- Iceland's three internationally active banks failed in the first week of October 2008 (almost 10 times GDP and 90% of the banking sector)
- Combined, this was the 3rd biggest corporate failure in the history of mankind
- At that point, Iceland was already in a currency crisis and on its way into recession after an unsustainable boom during 2005-2007
- Icelandic private sector was heavily indebted and there were big currency mismatches in domestic balance sheets
- Net international investment position was -130% of GDP
- Many expected a very deep recession and even that the sovereign might default on its obligations

Two separate but interrelated stories

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

The immediate policy response

- Failing banks placed in resolution regimes and domestic banks carved out (1.7 times GDP)
- Focus on keeping payment intermediation working – deposit preference introduced
- IMF programme (USD 5.1 with bilateral loans) and three key goals: exchange rate stability, fiscal sustainability, and financial sector reconstruction
- Comprehensive capital controls were a key element in the programme:
 - Stabilise the exchange rate
 - Space to clean up balance sheets
 - Space for domestic economic policies

Where are we now?

Where are we now?

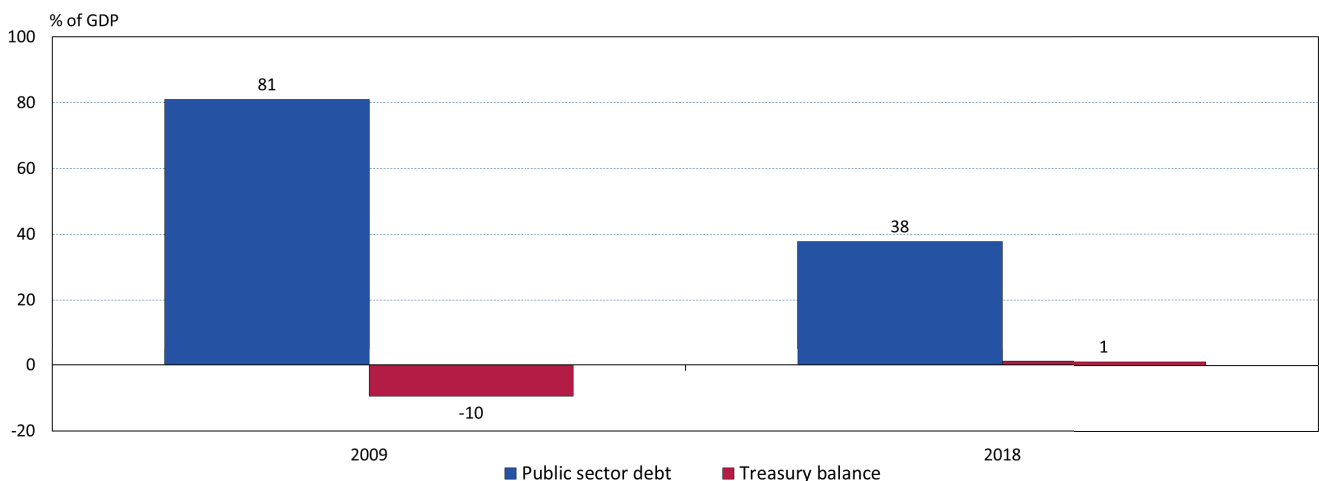
- National income per capita 12% higher in 2018 than in 2007; we rank higher relative to other countries than before the crisis
- Above full employment for the past three years
- Inflation close to target for about five years
- Fiscal position strong
- Private sector debt has fallen steeply and is low in historical context

Where are we now? 2

- External assets exceed external liabilities by 21% of GDP
- Strong, domestic-oriented banking system
- The capital controls have been lifted without derailing economic and financial stability, without tapping the Central Bank's FX reserves excessively, and without discernible legal repercussions from the measures taken to lift the controls
- Overall we have built strong resilience and can face temporary setbacks

Big improvement public sector finances

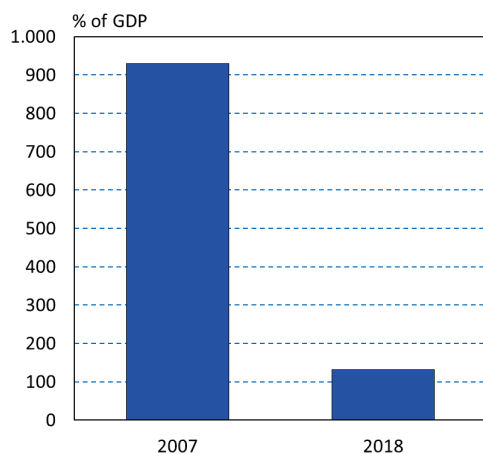
Treasury balance and public sector debt position 2009 and 2018



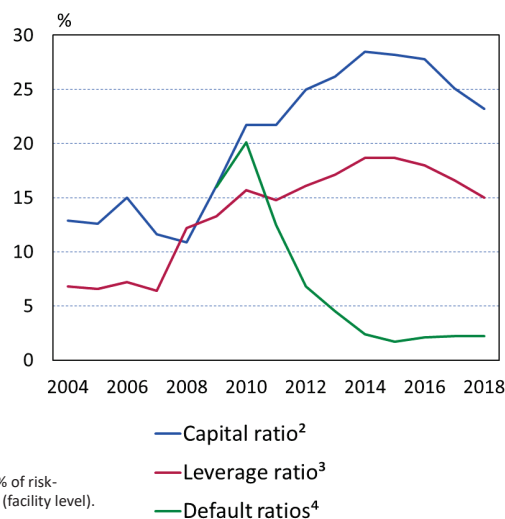
Sources: Ministry of Finance and Economic Affairs, Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

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

Bank balance sheets 2007 and 2018



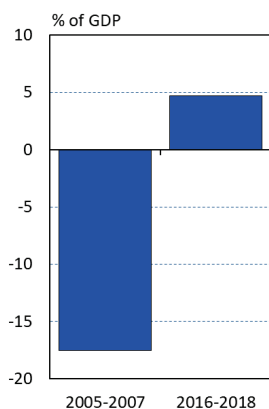
Deposit institutions: capital, leverage and default ratios¹



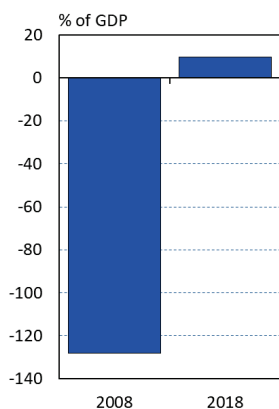
1. Domestic systemically important banks, consolidated figures. Average of ratios. 2. Capital base as % of risk-weighted assets. 3. IFRS Tier 1 leverage ratio. 4. Loans in default; i.e., loans past due by over 90 days (facility level).
Sources: Deposit institutions' financial statements. Statistics Iceland,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

A major change in the external position

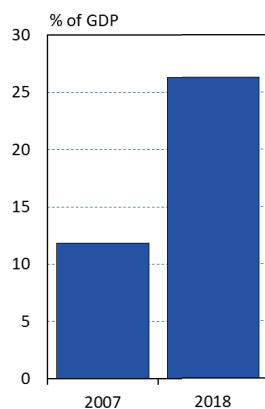
Current account¹



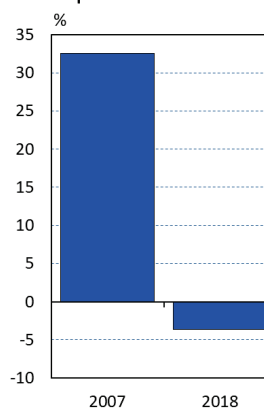
Net international investment position²



Central Bank foreign reserves³

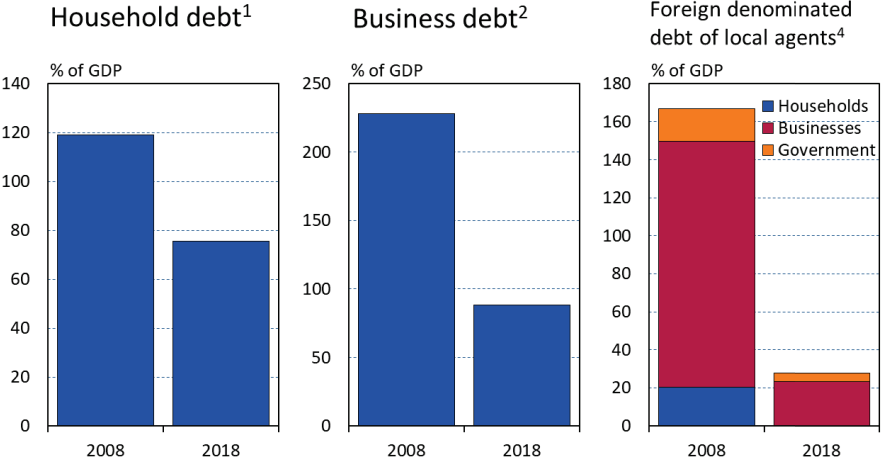


Deviation of real exchange rate from equilibrium⁴



1. Current account as % of GDP. 2. Net foreign position as % of GDP. 3. Foreign reserves as % of GDP. 4. Deviation of the real exchange rate from the estimated equilibrium real exchange rate.
Sources: Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

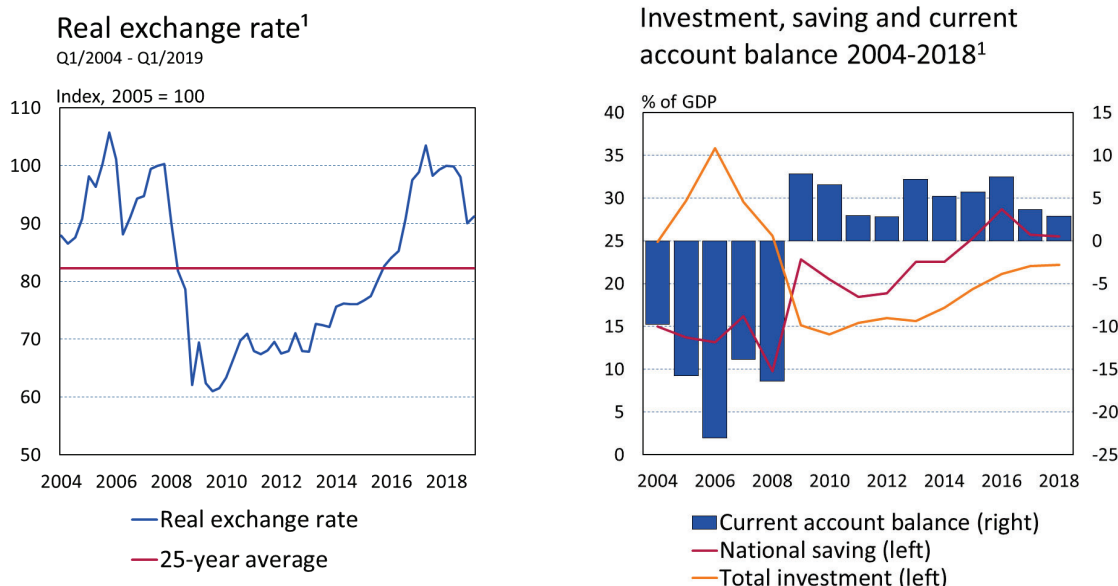
Sharp drop in private sector debt and foreign currency-denominated debt



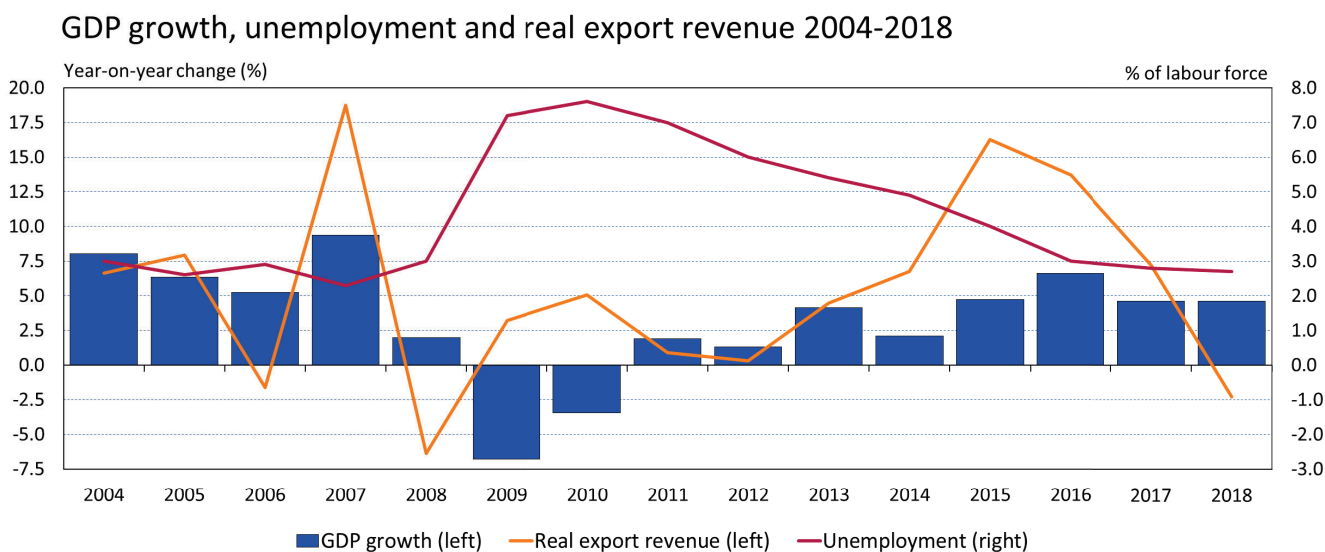
1. Total debt of households as % of GDP. 2. Total debt of businesses (debt and issued bonds) as % of GDP. Businesses excluding financial services firms (including holding companies). 3. Gross public debt as % of GDP. 4. Foreign denominated debt or debt linked to foreign currencies as % of GDP. Businesses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

How did we get here?

Real depreciation and upward shift in savings propensity created a dramatic turnaround in the current account



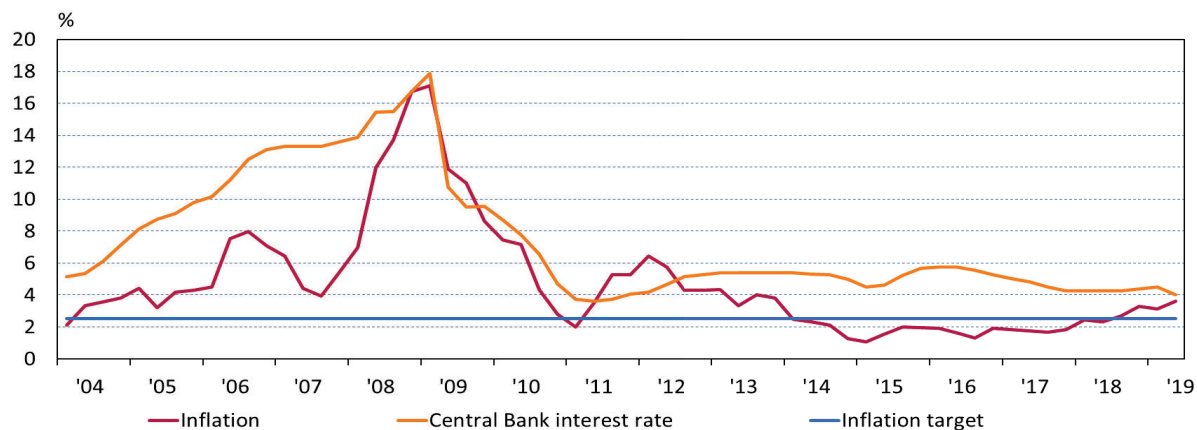
Deep post-crisis contraction but full recovery with strong growth in export sectors



Sources: Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

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

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



Sources: Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

What explains the success?

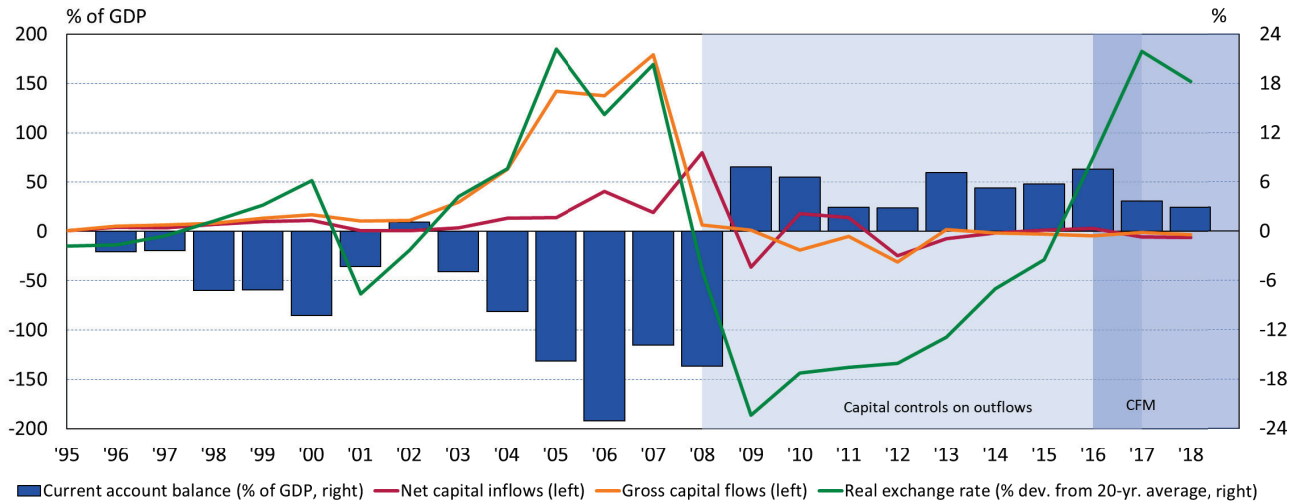
What explains the success?

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

Preserving stability in small, open and financially integrated economies (SOFIES)

The capital flow problem in Iceland

Capital flows, current account balance, and real exchange rate 1995-2018¹



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

Policy reforms in Iceland related to the SOFIE problem

- More active use of FX interventions – managed float instead of free float
- Tighter regulation of FX-risk:
 - LCR and NSFR in FX for banks
 - CB given powers to restrict FX lending to unhedged borrowers
- Macropru framework (FSC) and development and activation of “orthodox” macropru tools (e.g. countercyclical capital buffers and LTV)
- Capital flow management (CFM): special non-remunerated reserve requirement on capital inflows into the bond market and high yielding deposits. Originally (June 2016) 40% for a year – has now been taken to zero.

Some of the key lessons learned

Some lessons

- It is not save to let the whole banking system go under but banks can be to big to save. Preserve access to deposits and save the payment system
- Capital controls can be helpful under certain conditions
- The exchange rate can both be a shock amplifier and a shock absorber. There are policies that can help in this regard
- It is becoming more difficult to preserve monetary and financial stability in SOFIES
- It requires sound regulation and supervision of FX risk and more policy tools: FX intervention, macropru and sometime CFM

Tíu árum seinna: hvar stöndum við?



Rótarýklúbbur Reykjavíkur 26. júní 2019

Már Guðmundsson
Seðlabankastjóri

Staðan fyrir 10 árum



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

Staðan fyrir 10 árum - 2

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

Hvar erum við nú?

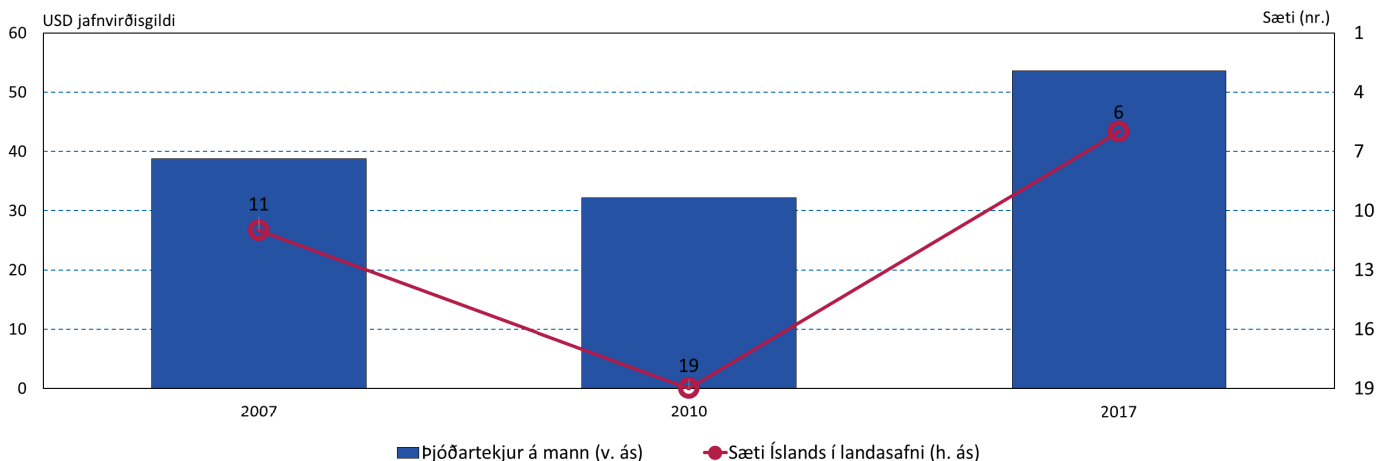
- Þjóðartekjur á mann 2018 12% hærrí en árið 2007 og við stöndum frammar meðal þjóða en fyrir kreppu
- Kaupmáttur launa 24% hærrí
- Full atvinna og gott betur þrjú sl. ár
- Verðbólga var nálægt markmiði í um fimm ár – nú 3,3%
- Hið opinbera stendur sterkt
- Skuldir einkageirans hafa stórminnkað og eru litlar í sögulegu samhengi
- Vextir lágir í sögulegu samhengi: meginvextir Seðlabankans 3,75% og vextir 10 ára óverðtryggðra ríkisskuldabréfa undir 4%

Hvar erum við nú? 2

- Gjaldeyrisforði sem nemur um fjórðungi af landsframleiðslu er nær allur fjármagnaður innanlands
- Þjóðin á eignir umfram skuldir erlendis sem nema 21% af landsframleiðslu
- Sterkt heimamiðað bankakerfi
- Fjármagnshöftin hafa verið losuð án efnahagslegs og fjármálalegs stöðugleika, án þess að nýta um of gjaldeyrisforða Seðlabankans og án teljandi lagalegra eftirmála vegna þeirra aðgerða sem gripið var til í því skyni að losa höftin

Ísland stendur nú enn framar á meðal þjóða þegar kemur að þjóðartekjum á mann en það gerði fyrir fjármálakreppu

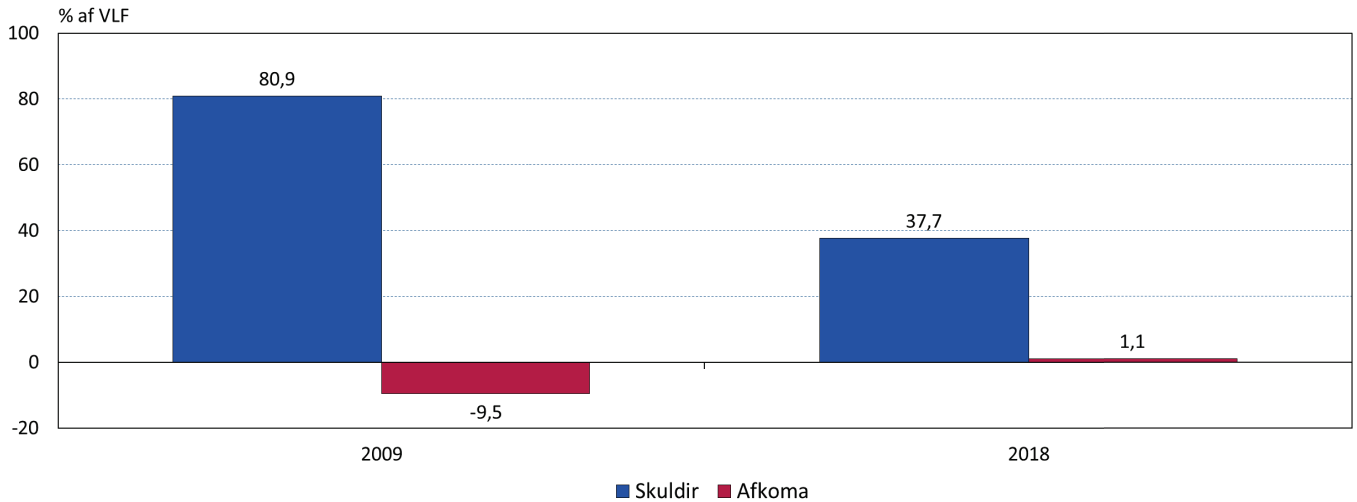
Þjóðartekjur á mann 2007, 2010 og 2017



Heimildir: Thomson Reuters, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Staða hins opinbera var þröng í kjölfar fjármálakreppunnar en hefur stórbatnað

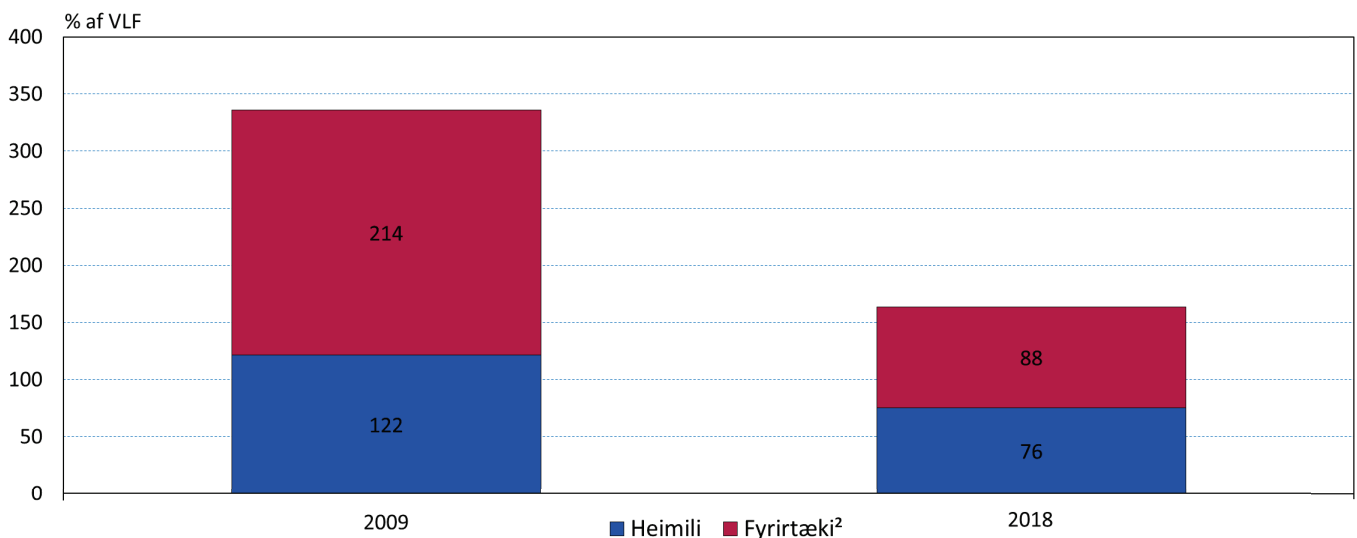
Afkoma og skuldir hins opinbera 2009 og 2018



Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Hagstofa Íslands, Lánamál ríkisins, Seðlabanki Íslands.

Skuldir einkageirans eru litlar í sögulegu samhengi

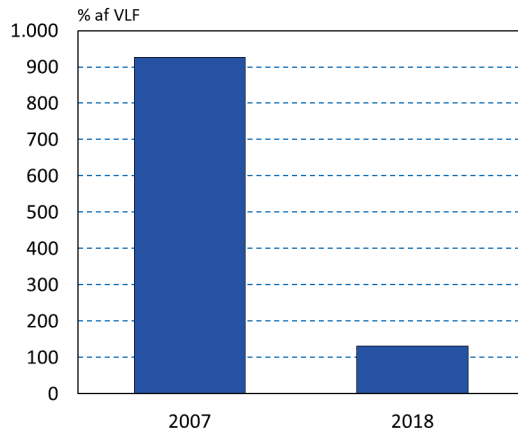
Skuldir heimila, fyrirtækja og hins opinbera 2009 og 2018¹



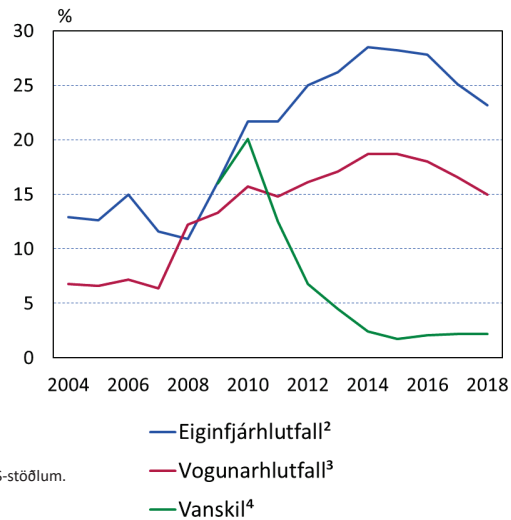
1. Skuldir við fjármálafyrirtæki og útgefin markaðsskuldabréf. 2. Án fjármálafyrirtækja (þar með talið eignarhaldsfélaga).
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Bankakerfið þjónustar nú fyrst og fremst innlend heimili og fyrirtæki og er viðnámsþróttur þess mun meiri nú en áður var

Eignir innlánsstofnana 2007 og 2018



Innlánsstofnanir: eiginfjár- og vogunarhlutföll og vanskil¹



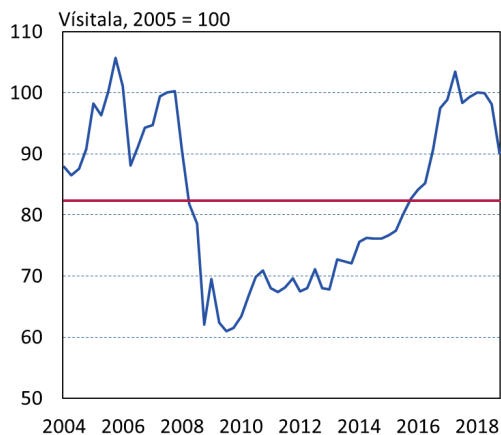
1. Samstæður kerfislega mikilvægra banka. 2. Eiginfjárgrunnur sem hlutfall af áhættugrunni. 3. Skv. IFRS-stöðlum. 4. Útlán sem ekki hefur verið greitt af 90 daga eða lengur (lánaaðferð).
Heimildir: Ársreikningar innlánsstofnana, Hagstofa Íslands og Seðlabanki Íslands.

Hvernig komumst við þetta?

Lækkun raungengis og aukinn þjóðhagslegur sparnaður leiddu til viðsnúnings á viðskiptajöfnuði

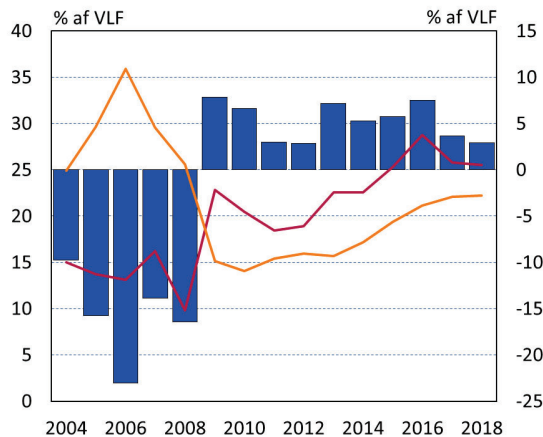
Raungengi

1. ársfj. 2004 - 4. ársfj. 2019



— Raungengi — 25 ára meðaltal

Viðskiptajöfnuður, fjárfesting og þjóðhagslegur sparnaður 2004-2018¹

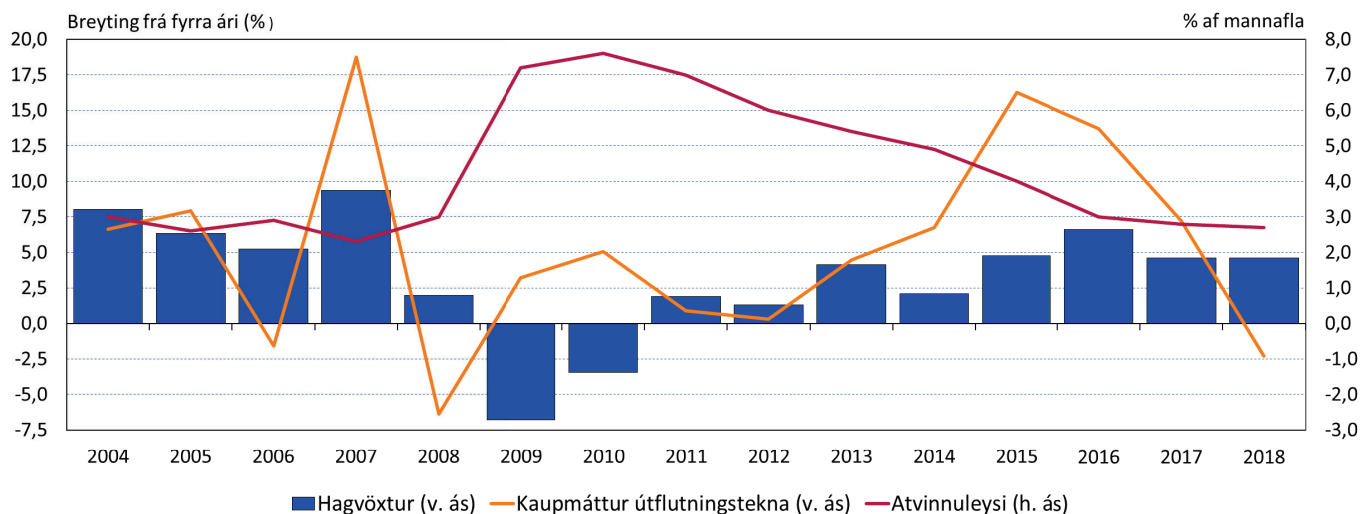


■ Viðskiptajöfnuður (h. ás)
— Þjóðhagslegur sparnaður (v. ás)
— Fjárfesting (v. ás)

1. Tölur um viðskiptajöfnuð og þjóðhagslegan sparnað byggjast á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði 2008-2015.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

Djúp efnahagslægð í kjölfar fjármálakreppu en fullur bati með vexti útflutningsgreina

Hagvöxtur, atvinnuleysi og kaupmáttur útflutningstekna 2004-2018

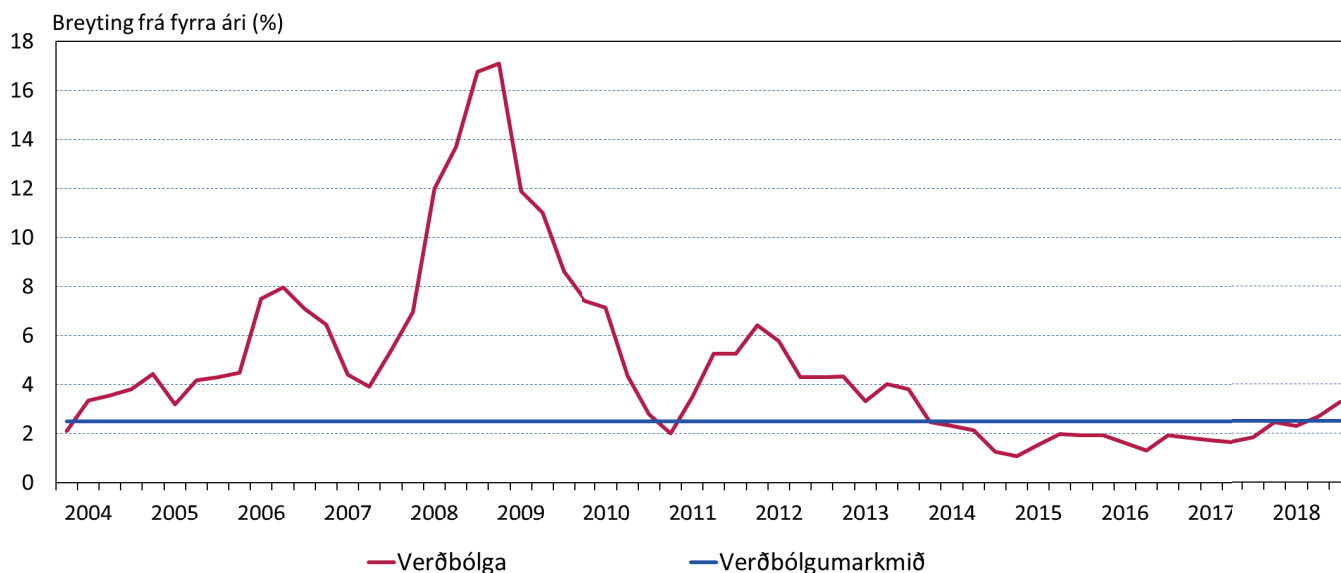


■ Hagvöxtur (v. ás) — Kaupmáttur útflutningstekna (v. ás) — Atvinnuleysi (h. ás)

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Verðbólga náði hámarki 2009 í kjölfar gengisfalls en minnkaði samfelld þar til hún fór í markmið undir lok árs 2010

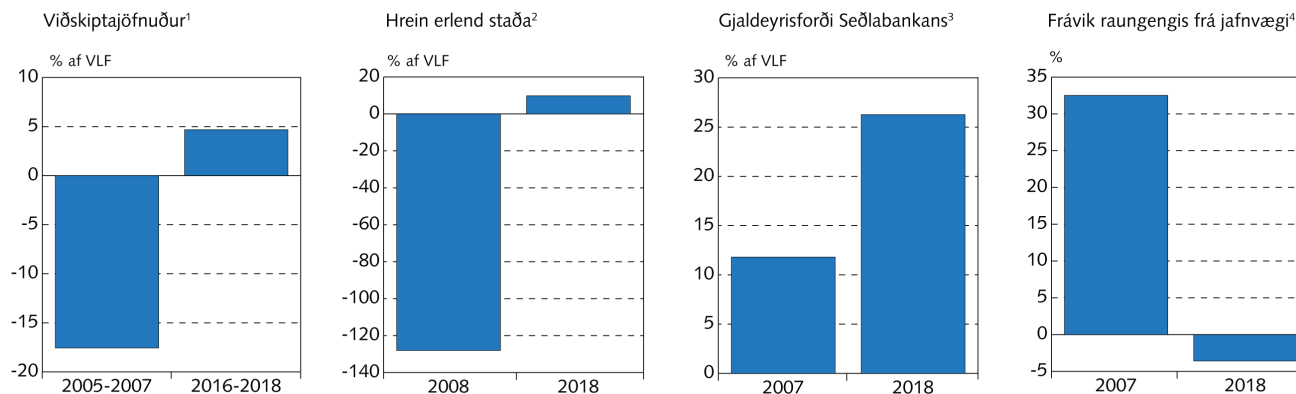
Verðbólga 1. ársfj. 2004 - 4. ársfj. 2018



Heimild: Hagstofa Íslands.

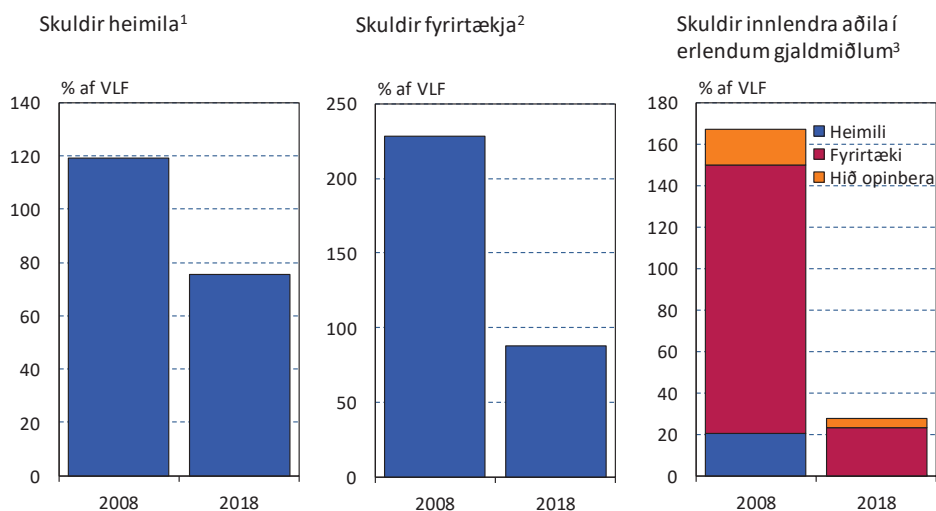
Mikill viðnámsþróttur til að takast á við erfiðari tíma

Algjör umsnúningur í ytri stöðu þjóðarbúsins



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

Mikil lækkun skulda einkageirans og skulda í erlendri mynt



1. Heildarskuldir heimila sem % af VLF. 2. Heildarskuldir fyrirtækja (skuldir og útgefin markaðsskuldabréf) sem % af VLF. Fyrirtæki án fjármálafyrirtækja (þ.m.t. eignarhaldsfélaga). 3. Skuldir í erlendum gjaldmiðlum eða tengdar erlendum gjaldmiðlum sem % af VLF. Atvinnufyrirtæki án fjármálafyrirtækja (þ.m.t. eignarhaldsfélaga). Tölur fyrir 2008 eru fyrir september hjá heimilum og fyrirtækjum en fyrir ágúst hjá hinu opinbera. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Svigrúm hagstjórnar

- Peningastefna: verðbólguvæntingar nálægt markmiði og gengi nálægt jafnvægisgengi => ekki þarf að nota vexti til að hamla gengislækkun og hægt að milda samdrátt
- Ríkisfjármál: afgangur og skuldalækkun undanfarinna ára skapa svigrúm
- => hagstjórn nær kennslubókinni

Hvað skýrir þennan árangur?

1. Eðli áfallanna: ofþandar greinar og misvægi í þjóðarbúskapnum – aðlögun var óhjákvæmileg – tjónið af falli bankanna dreifðist víða um lönd
2. Aðgerðir þegar bankarnir féllu – neyðarlögin
3. Efnahagsáætlunin með AGS og hagstjórn í framhaldinu
4. Hvernig til tókst með losun fjármagnshafta
5. Samþætting þjóðarbúsins við viðskiptalönd (t.d. hreyfanlegt vinnuafli) – EES
6. Heppni

Tíu árum seinna: hvar stöndum við?





27. mars 2001

Yfirlýsing um verðbólguþröskul 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) Meginþröskul 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 meginþröskula efnahagsstefnu ríkisstjórnarinnar að svo miklu leyti sem hann telur það ekki ganga gegn meginþröskuli hans um verðstöðugleika.
- (2) Í stað þess að þröskul peningastefnuna við að halda gengi krónunnar innan vikmarka mun Seðlabankinn hér eftir þröskul 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 stjórnþækjum sínum í því skyni að ná verðbólguþröskuli 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 meginþröskul peningastefnunnar og um sjálfstæði Seðlabankans til að beita stjórnþækjum sínum.
- (6) Verðbólguþröskul 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 verðbólguþröskulinnu að nýju. Greinargerð bankans verður birt opinberlega.

(9) Seðlabankinn skal stefna að því að ná markmiðinu um 2½% verðbólgu eigi síðar en í árslok 2003. Á árinu 2001 skulu efri mörk verðbólgunnar vera 3½% fyrir ofan verðbólgu markmiðið en 2% á árinu 2002. Neðri mörkin verða 1½% neðan við markmiðið á þessum árum og framvegis. Fari verðbólgan út fyrir þessi mörk á árunum 2001 og 2002 kemur til viðbragða í samræmi við 8. tölulið.

(10) Þrátt fyrir afnám vikmarka gengisstefnunnar mun Seðlabankinn grípa inn í þróun gjaldeyrismarkaðar með kaupum og sölu gjaldeyris telji hann það nauðsynlegt til að stuðla að ofangreindum markmiðum um verðbólgu eða ef hann telur að gengissveiflur geti ógnað fjármálalegum stöðugleika.

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

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

(12) Seðlabankinn mun í ritum sínum gera grein fyrir því hvernig til hefur tekist við að ná verðbólgu markmiði bankans. Jafnframt mun bankastjórn Seðlabanka Íslands gera ráðherra, ríkisstjórn, einstökum ráðherrum og nefndum Alþingis grein fyrir stefnu bankans í peningamálum og mati hans á stöðu og horfum í efnahagsmálum.