



# FUNDARGERÐ

## PENINGASTEFNUNEFND



2022 | Ágúst  
110. fundur  
Birt 7. sept. 2022

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Ágúst 2022 (110. fundur)

Birt: 7. september 2022

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

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 22. og 23. ágúst 2022, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, ákvarðanir um beitingu stjórnþækja bankans í peningamálum og kynningu þeirra ákvarðana 24. ágúst.

### **I Þróun í efnahags- og peningamálum**

Áður en nefndarmenn fjölluðu um ákvarðanir í peningamálum ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlendan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá síðasta fundi nefndarinnar 22. júní 2022 eins og þær birtust í uppfærðri spá í *Peningamálum 2022/3* hinn 24. ágúst.

#### **Fjármálamarkaðir**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

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

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

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

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

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

### **Innlendur þjórðarbúskapur og verðbólga**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## **II Ákvarðanir um stjórnþæki bankans í peningamálum**

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

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

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

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

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

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

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

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

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Ásgeir Jónsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Rannveig Sigurðardóttir, varaseðlabankastjóri peningastefnu

Gunnar Jakobsson, varaseðlabankastjóri fjármálastöðugleika

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Herdís Steingrímisdóttir, dósent, utanaðkomandi nefndarmaður

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

Karen Á. Vignisdóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 5. október 2022.