



2022 | 1

REPORT

MONETARY POLICY COMMITTEE REPORT TO PARLIAMENT



REPORT

MONETARY POLICY COMMITTEE REPORT
TO PARLIAMENT 2022/1

7 July 2022

Accompanying documents

This report is accompanied by the following documents

Statement of the Monetary Policy Committee 9 February 2022	10
Statement of the Monetary Policy Committee 4 May 2022	11
Statement of the Monetary Policy Committee 22 June 2022	12
Minutes of the Monetary Policy Committee meeting February 2022	13
Minutes of the Monetary Policy Committee meeting May 2022	20
Minutes of the Monetary Policy Committee meeting June 2022	27
Press release on the Central Bank of Iceland's transactions with its counterparties, dated 14 January 2022	33
Presentation on central bank digital currency, delivered by the Deputy Governor for Monetary Policy to the Icelandic Financial Services Association on 21 January 2022 (in Icelandic)	34
“Endir Covid kreppunnar” [The end of the Covid Crisis]. Article by Gylfi Zoëga, external member of the Monetary Policy Committee, published in Vísbending on 11 February 2022 (in Icelandic)	40
“Tími til að sættast” [Time for consensus]. Article by Gylfi Zoëga, external member of the Monetary Policy Committee, published in Vísbending on 18 March 2022 (in Icelandic)	44
Presentation on economic developments and uncertainty due to Russia's invasion of Ukraine, delivered by the Deputy Governor for Monetary Policy to Samiðn on 22 March 2022 (in Icelandic)	48
Presentation on central bank digital currency, delivered by the Deputy Governor for Monetary Policy at a symposium held by the Reykjavík University School of Business on 25 March 2022 (in Icelandic)	55
“Um smáríki og styrjaldir” [On small countries and wars]. Article by Gylfi Zoëga, external member of the Monetary Policy Committee, published in Vísbending on 8 April 2022 (in Icelandic)	61
“Straumhvörf í hagstjórn” [A turning point in economic policy]. Article by Gylfi Zoëga, external member of the Monetary Policy Committee, published in Vísbending on 13 May 2022 (in Icelandic)	66
“Verðbólguhorfur hafa versnað og mikilvægt að bregðast ákveðið við” [The inflation outlook has worsened, and a decisive response is vital]. Article by the Deputy Governor for Monetary Policy, published in the Central Bank's Kalkofn on 10 June 2022 (in Icelandic)	71
Presentation on monetary developments and prospects, delivered by the Deputy Governor for Monetary Policy to Municipality Credit Iceland plc. on 29 June 2022 (in Icelandic)	77
Joint declaration by the Government and the Central Bank on inflation targeting, March 2001	88

Monetary Policy Committee Report to Parliament 7 July 2022

The Act on the Central Bank of Iceland stipulates that the Monetary Policy Committee (MPC) of the Central Bank of Iceland shall submit to Parliament (Alþingi) a report on its activities twice a year and that the contents of the report shall be discussed in the Parliamentary committee of the Speaker's choosing.

The new Act on the Central Bank of Iceland, which entered into force on 1 January 2020, requires that the Monetary Policy Committee meet at least six times each year. Since the last Report was sent to Parliament, the Committee has held one extraordinary meeting and three regular meetings, most recently on 22 June 2022. The following report discusses the work of the Committee between January and June 2022.

Monetary policy formulation

According to the Act on the Central Bank of Iceland, the principal objective of monetary policy is to promote price stability. This objective is further described in the joint declaration issued by the Bank and the Icelandic Government on 27 March 2001 as an inflation target of 2½%, based on the consumer price index. By law, the MPC takes decisions on the application of the Bank's monetary policy instruments; furthermore, the MPC's decisions shall be based on a thorough and careful assessment of developments and prospects for the economy, including the assessment published in the Bank's *Monetary Bulletin*. The MPC's statements and minutes, enclosed with this report, contain the arguments for the Committee's decisions in the first half of 2022.

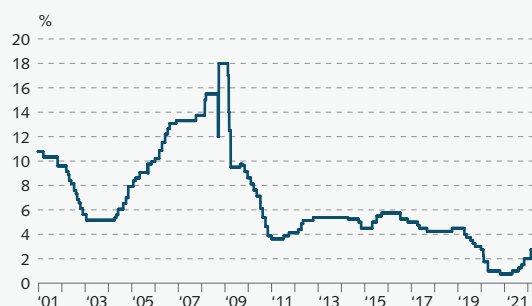
Developments from January to June 2022

At its meeting in February, the MPC decided to raise the Bank's interest rates by 0.75 percentage points, as the inflation outlook had worsened, the economic recovery

Table 1. Central Bank of Iceland interest rate decisions H1/2022 (%)

Date	Current accounts	Seven-day term deposits	Collateralised loans	Overnight loans
9 Feb	2.50	2.75	3.50	4.50
4 May	3.50	3.75	4.50	5.50
22 Jun	4.50	4.75	5.50	6.50

Chart 1
Central Bank of Iceland key interest rate¹
Daily data 3 January 2001 - 30 June 2022



1. The Central Bank's key interest rate is defined as follows: the 7-day collateralised lending rate (until 31 March 2009), the rate on deposit institutions' current accounts with the Central Bank (1 April 2009 - 30 September 2009), the average of the current account rate and the rate on 28-day certificates of deposit (1 October 2009 - 20 May 2014), and the rate on 7-day term deposits (from 21 May 2014 onwards).
Source: Central Bank of Iceland.

was strong, and the slack in output was estimated to have closed. By the time of the May meeting, when the Bank's new macroeconomic forecast was available, the GDP growth outlook had deteriorated because of the war in Ukraine, but indications of robust domestic economic activity had grown clearer. Furthermore, the inflation outlook had deteriorated markedly, and price increases were broad-based, which was reflected in a rapid increase in underlying inflation. Inflation expectations had also risen by all measures. The Committee therefore decided to continue tightening the monetary stance and raised interest rates by 1 percentage point. The MPC also decided to raise interest rates by 1 percentage point in June, as the most recent indicators showed that domestic economic activity was stronger than had been projected in May, and there were clearer indications that an output gap was developing in the economy. Furthermore, inflation expectations had risen even further by most measures and were above target. The Bank's key rate was therefore 4.75% at the end of June 2022, or 2.75 percentage points higher than at the beginning of the year, when the Committee sent its last report to Parliament.¹ The key rate is now 2 percentage points higher than it was in early February 2020, before the pandemic spread to Iceland.

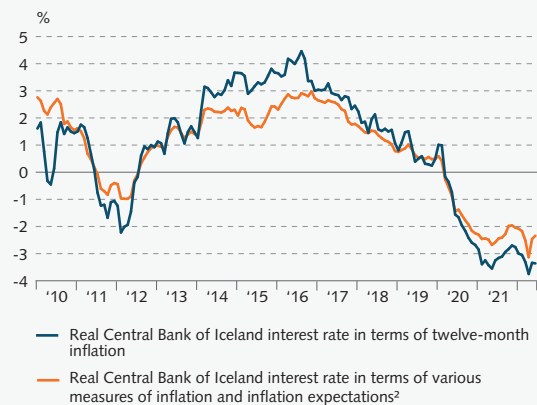
The MPC held an extraordinary meeting in January 2022, where proposals to open a new liquidity window, cancel the temporary COVID-19-related credit facilities, and make seven-day term deposits redeemable, subject to a redemption fee, were presented. The MPC declared itself in agreement with the changes and concurred with the Financial Stability Committee that it was appropriate to close the temporary collateralised lending framework that had been established in spring 2020.

Even though interest rates were raised by 2.75 percentage points in the first half of the year, the monetary stance as measured by the Central Bank real rate tightened only marginally over the same period, as inflation and inflation expectations rose rapidly over the same period. In terms of the average of various measures of inflation and one-year inflation expectations, the Bank's real rate was -2% at the end of June, or 0.1 percentage point higher than at the end of 2021. The real rate in terms of twelve-month inflation fell by 0.8 percentage points over the same period, to -3.7% at the end of June.

Nominal Treasury bond yields continued to rise during the year. The yield on ten-year nominal Treasury

1. The key rate is the interest rate that is the most important determinant of short-term market rates and therefore is the best measure of the monetary stance. At present, this is the interest rate on seven-day term deposits with the Central Bank.

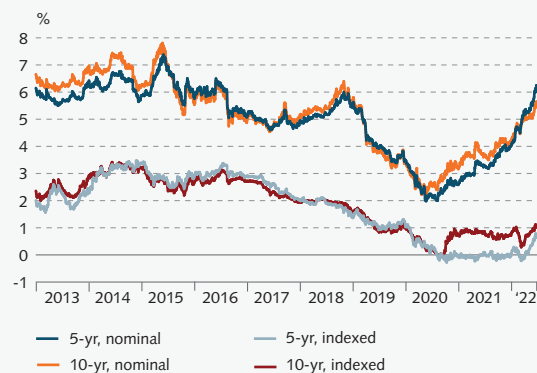
Chart 2
Real Central Bank of Iceland interest rates¹
January 2010 - June 2022



1. From 2010 to May 2014, the nominal policy rate was the average of the current account rate and the maximum rate on 28-day CDs. From May 2014, the policy rate has been the seven-day term deposit rate. 2. Until January 2012, according to twelve-month inflation, one-year business inflation expectations, one-year household inflation expectations, the one-year breakeven inflation rate, and the Central Bank forecast of twelve-month inflation four quarters ahead. From February 2012 onwards, according to the above criteria, plus one-year market inflation expectations based on a quarterly Central Bank survey.

Sources: Gallup, Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

Chart 3
Government-guaranteed bond yields¹
2 January 2013 - 30 June 2022



1. Based on the zero-coupon yield curve, estimated with the Nelson-Siegel method, using money market interest rates and government-guaranteed bonds.

Source: Central Bank of Iceland.

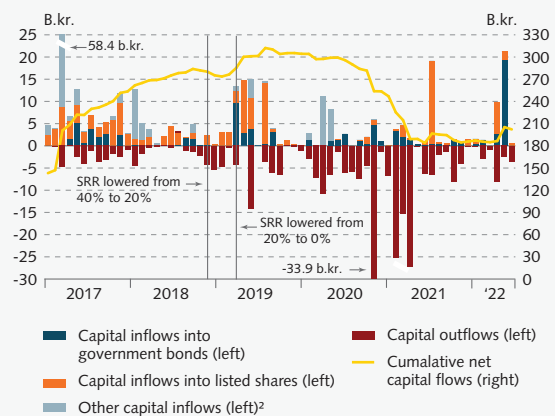
bonds was 5.4% at the end of June, having risen by 1.2 percentage points since the beginning of the year and by 1.8 percentage points since end-June 2021. Long-term indexed rates have risen as well. The yield on indexed ten-year Treasury-guaranteed bonds was 1% at the end of June, 0.3 percentage points higher than at the beginning of the year.

Annual growth in M3 ranged between 11% and 13% in the first five months of the year and increased somewhat relative to 2021. Lending to households is still growing considerably, measuring 10% over the first five months of the year, although the pace has eased slightly since mid-2021. Interest rates on non-indexed residential mortgages continued to rise in H1/2022, in tandem with Central Bank rate hikes. Interest rates on indexed loans fell over the same period, in line with the decline in other real rates at the beginning of the year, in the wake of higher inflation and greater uncertainty about the inflation outlook. Demand for indexed mortgages has grown somewhat as inflation and nominal interest rates have risen. Interest rates on corporate loans have risen, and credit spreads on corporate loans have eased upwards relative to rates on the deposits available to businesses. The corporate loan stock contracted throughout 2021 but grew in H1/2022, as economic activity has gathered steam.

Inflows of capital for new investment totalled around 33.1 b.kr. in the first five months of 2022 and were due almost exclusively to purchases of listed equities and Treasury bonds. Over the same period, outflows of capital previously imported for new investment totalled 18.1 b.kr., mostly due to sales of listed shares. Net inflows relating to new investment therefore totalled 15 b.kr. in the first five months of 2022, as compared with 9.4 b.kr. net outflow in H2/2021.

The króna began to appreciate in late 2021 and continued to strengthen until Russia invaded Ukraine, whereupon it weakened sharply once again. The appreciation during the period before the invasion partly reflected increased optimism about the relaxation of public health measures and a brighter overall economic outlook. In the wake of the invasion, there was strong downward pressure on the króna, and the Central Bank intervened in the market by selling foreign currency in late February and early March. The króna began to appreciate again in March, and relative to the trading partner average, it strengthened by 5.4% in H1/2022. It is now 1% weaker than in late February 2020, when the COVID-19 pandemic spread to Iceland. In H1/2022, the Bank bought foreign currency for 33.9 b.kr. and sold it for 9.9 b.kr. The Bank's activity accounted for about

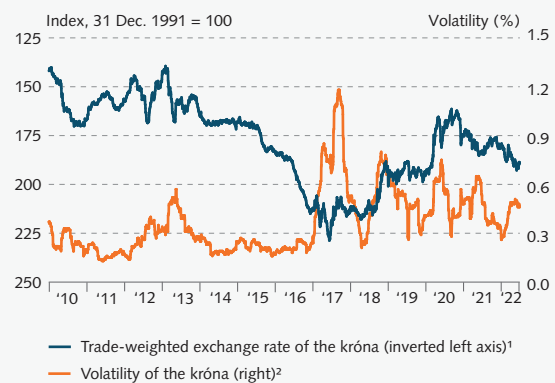
Chart 4
Capital flows due to registered new investments¹
January 2017 - May 2022



1. Investment commencing after 31 October 2009 and based on new inflows of foreign currency that is converted to domestic currency at a financial institution in Iceland. 2. Other inflows in March 2017 derive almost entirely from non-residents' acquisition of a holding in a domestic commercial bank.

Source: Central Bank of Iceland.

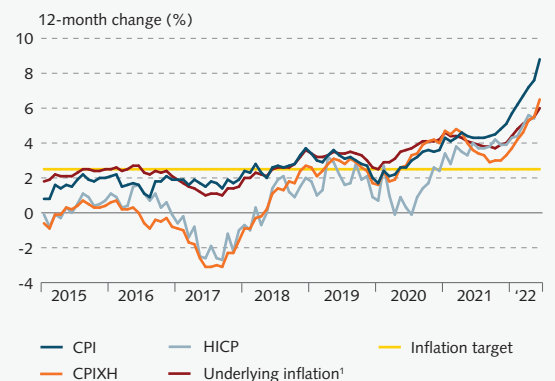
Chart 5
Exchange rate and volatility of the króna
Daily data 4 January 2010 - 30 June 2022



1. Price of foreign currency in terms of the króna. Inverted axis shows a stronger króna as a rise. 2. Volatility is measured by the standard deviation of daily changes in the past 3 months.

Source: Central Bank of Iceland.

Mynd 6
Various measures of inflation
January 2015 - June 2022



1. Underlying inflation shows the average of five different measures.

Sources: Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

21% of total foreign exchange market turnover during the period.

Inflation remained high in H1, and the outlook deteriorated markedly from December onwards. Inflation measured 8.8% in June, up from 5.1% in December 2021, when the last report was sent to Parliament. Inflation averaged 7.9% in Q2/2022, as compared with the forecast of 7.5% in the *May Monetary Bulletin*. Inflation excluding housing was 6.5% in June and has also continued to rise in recent months. Underlying inflation measured 6% according to the average of various measures, as compared with 4% in December 2021. Inflation is therefore widespread.

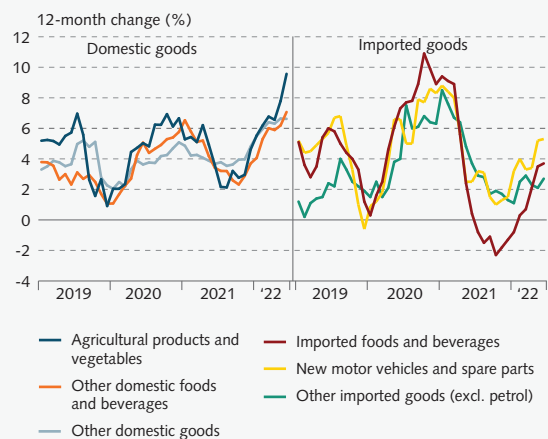
The increase in house prices remained the main driver of inflation in the first two quarters of 2022, and a large share of headline inflation in June was attributable to the housing component of the CPI. Owner-occupied housing costs were up by 21% year-on-year, as compared with a twelve-month increase of just over 13% at the end of 2021.

The contribution of imported goods to inflation began to ease in late 2021 but has increased again in view of global developments, and trading partner inflation has risen steeply. The impact of global supply chain disruptions due to the pandemic is still in evidence, and supply problems have escalated again since the invasion of Ukraine. Fuel prices have pushed inflation considerably higher, and global oil and commodity prices have surged since the war began. Rising commodity prices also show in domestic goods prices, which rise as a result of more expensive inputs. This is offset by the appreciation of the króna year-to-date, but imported goods prices were up 7% year-on-year in June. Private services prices have risen by 5% in the past twelve months.

According to the forecast in the *May Monetary Bulletin*, inflation looks set to peak in Q3/2022 and then begin to ease, although it will not fall below 4% until the end of 2023. It is forecast to be close to the target in mid-2025.

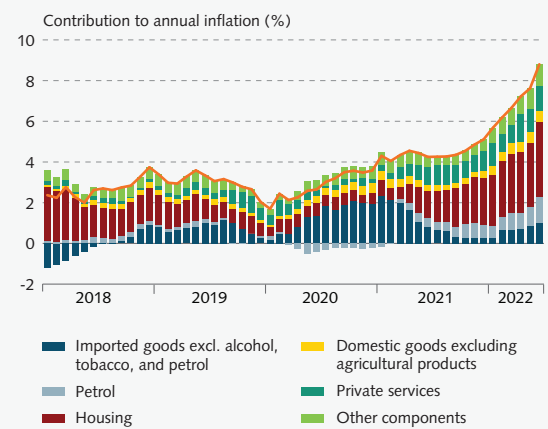
The inflation outlook has therefore deteriorated even further since December, when the last report was sent to Parliament. The bleaker inflation outlook stems mainly from the marked deterioration in the near-term outlook, which in turn is due to higher global inflation, higher commodity prices following the invasion of Ukraine, and the effects of supply chain bottlenecks, which appear likely to persist longer than previously assumed. Furthermore, in Iceland, an output gap is expected to continue, and wages and house prices are projected to rise more than previously forecast. The inflation outlook further ahead has also worsened, as

Chart 7
Domestic and imported goods prices
January 2019 - June 2022



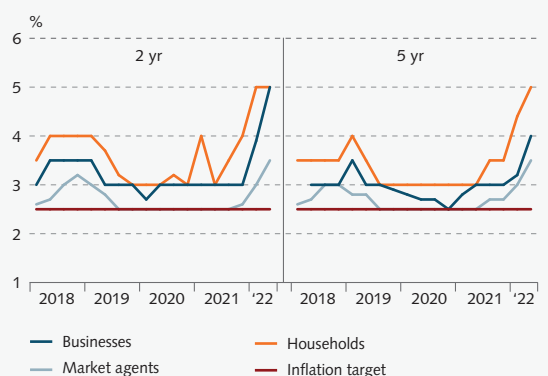
Source: Statistics Iceland.

Chart 8
Components of CPI inflation
January 2018 - June 2022



Sources: Statistics Iceland, Central Bank of Iceland.

Chart 9
Two- and five-year inflation expectations¹
Q1/2018 - Q2/2022



1. Gallup surveys of households' and businesses' inflation expectations and Central Bank survey of market agents' inflation expectations. Median responses.
Sources: Gallup, Central Bank of Iceland.

imported inflation and long-term inflation expectations have risen.

Short-term inflation expectations have been affected by the fact that inflation has been higher and more persistent than previously assumed, and most measures of one- and two-year expectations have risen since December 2021. Expectations vary somewhat, however, as market agents expect inflation to measure 3.5% in two years, while corporate executives and households project it at 5%.

Surveys suggest that long-term inflation expectations have also risen since the turn of the year. Market agents expect inflation to average 3.5% in the next five years and 3% in the next ten years. Households and corporate executives expect it to average 5% and 4%, respectively, in the next five years. The breakeven inflation rate in the bond market rose in H1/2022, however, and the five-year breakeven rate five years ahead averaged 3.5% at the end of June, or approximately 0.7 percentage points higher than when the last report was sent to Parliament.

At the June meeting, the MPC agreed that they should continue to tighten the monetary stance, as was signalled at the May meeting, as indicators suggested that domestic economic activity would remain strong and that an output gap had begun to open up. The labour market was recovering strongly. Unemployment had fallen and labour demand had risen, and the share of firms reporting staffing shortages was at its highest since 2007. Inflation had increased, and inflation expectations had continued to climb. On the other hand, households' and businesses' expectations concerning the economic outlook had grown more tepid, and uncertainty about the global economic outlook had increased. The MPC also thought it likely that the monetary stance would have to be tightened even further so as to ensure that inflation eases back to target within an acceptable time frame. Near-term monetary policy would be determined by developments in economic activity, inflation, and inflation expectations, although decisions taken at the corporate level, in the labour market, and in public sector finances would be a major determinant of how high interest rates must rise.

On behalf of the Central Bank of Iceland
Monetary Policy Committee,



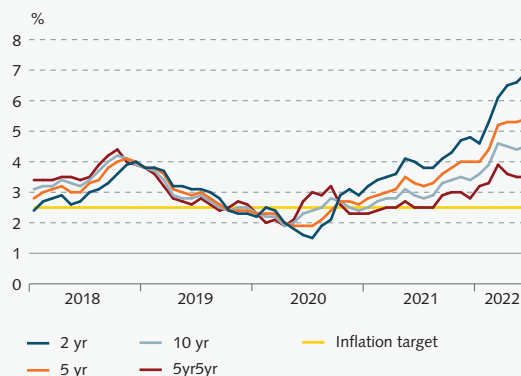
Asgeir Jónsson

Governor of the Central Bank of Iceland
and Chair of the Monetary Policy Committee

Chart 10

Breakeven inflation rate¹

January 2018 - June 2022



1. Monthly averages.

Source: Central Bank of Iceland.

Statement of the Monetary Policy Committee 9 February 2022

The Monetary Policy Committee (MPC) of the Central Bank of Iceland has decided to raise the Bank's interest rates by 0.75 percentage points. The Bank's key interest rate – the rate on seven-day term deposits – will therefore be 2.75%.

According to the Bank's new macroeconomic forecast, published in the February *Monetary Bulletin*, GDP growth measured 4.9% in 2021, about 1 percentage point above the November forecast. Similar growth is projected for 2022. Job numbers have continued to rise and unemployment to fall, and the slack in output that opened up in the wake of the COVID-19 pandemic is estimated to have closed. Significant uncertainty remains, however.

The inflation outlook has deteriorated markedly since the MPC's last meeting, and headline inflation measured 5.7% in January. Underlying inflation has also risen and is estimated at just over 4%. Furthermore, inflation expectations have risen by some measures. The rise in house prices is a major factor, although other domestic cost items have risen as well. Added to these is the increase in global oil and commodity prices. According to the Central Bank's forecast, the outlook is for inflation to measure 5.8% in Q1/2022 and remain above 5% well into this year. It is assumed that headline inflation will ease when house price inflation slows down and global price hikes taper off; however, it is not expected to align with the target until the end of the forecast horizon.

The MPC reiterates that it will apply the tools at its disposal to ensure that inflation eases back to the target within an acceptable time frame.

Statement of the Monetary Policy Committee 4 May 2022

The Monetary Policy Committee (MPC) of the Central Bank of Iceland has decided to raise the Bank's interest rates by 1 percentage point. The Bank's key interest rate – the rate on seven-day term deposits – will therefore be 3.75%.

The economic outlook has deteriorated relative to the Bank's February forecast, owing to the adverse impact of Russia's invasion of Ukraine. On the other hand, there are signs of strong domestic economic activity. The slack in the economy appears to have disappeared, and the labour market is tightening. GDP growth is forecast at 4.6% this year, followed by a growth rate of just under 3% in 2023 and 2024.

Inflation measured 7.2% in April, and the outlook has deteriorated markedly. As before, house prices and other domestic cost items are strong drivers of inflation, and global oil and commodity prices have risen sharply as well. Price increases are therefore broad-based, as can be seen in the rapid rise in underlying inflation, which currently measures just over 5%. Furthermore, inflation expectations have risen by all measures. According to the Bank's forecast, the outlook is for inflation to rise above 8% in Q3/2022, some 2.8 percentage points above the February forecast. It is assumed that the combination of interest rate hikes and tighter borrower-based measures will slow down house price inflation and domestic demand.

The MPC considers it likely that the monetary stance will have to be tightened even further in coming months so as to ensure that inflation eases back to target within an acceptable time frame. Decisions taken at the corporate level, the labour market, and in public sector finances will be a major determinant of how high interest rates must rise.

Statement of the Monetary Policy Committee 22 June 2022

The Monetary Policy Committee (MPC) of the Central Bank of Iceland has decided to raise the Bank's interest rates by 1 percentage point. The Bank's key interest rate – the rate on seven-day term deposits – will therefore be 4.75%.

According to preliminary national accounts data, GDP growth was somewhat stronger in Q1/2022 than was assumed in the Bank's May forecast. There are also signs that domestic economic activity will remain strong, and the share of firms reporting staffing shortages is at its highest since 2007. On the other hand, households' and businesses' expectations about economic developments have grown more tepid, and the global economic outlook is highly uncertain.

Inflation rose to 7.6% in May. As before, house prices and other domestic cost items are strong drivers of inflation, and global oil and commodity prices have risen sharply as well. Price hikes are widespread, and underlying inflation has risen. Inflation expectations have risen by most measures and are above target.

The MPC considers it likely that the monetary stance will have to be tightened even further so as to ensure that inflation eases back to target within an acceptable time frame. Near-term monetary policy decisions will depend on developments in economic activity, inflation, and inflation expectations. Decisions taken at the corporate level, in the labour market, and in public sector finances will be a major determinant of how high interest rates must rise.

Minutes of the Monetary Policy Committee meeting

7-8 February 2022 (107th meeting)

Published 23 February 2022

The Act on the Central Bank of Iceland states that decisions on the application of the Bank's monetary policy instruments shall be taken by the Monetary Policy Committee (MPC). It also states that the minutes of MPC meetings shall be made public and an account given of the Committee's decisions and the premises on which they are based. On the basis of this statutory authority, the MPC publishes the minutes of each meeting two weeks after the announcement of each decision. The minutes also include information on individual members' votes.

The following are the minutes of the MPC meeting held on 7 and 8 February 2022, during which the Committee discussed economic and financial market developments, decisions on the application of the Bank's monetary policy instruments, and the communication of those decisions on 9 February.

I Economic and monetary developments

Before discussing monetary policy decisions, members discussed the domestic financial markets, financial stability, the outlook for the global economy and Iceland's international trade, the domestic economy, and inflation, with emphasis on information that has emerged since the Committee's meeting of 17 November 2021, as published in the updated forecast in *Monetary Bulletin 2022/1* on 9 February.

Financial markets

Since the November meeting, the króna had appreciated by 5.9% in trade-weighted terms. Between meetings, the Bank bought foreign currency for 76.9 million euros (11 b.kr.). The Bank's transactions accounted for 15% of total turnover in the foreign exchange market.

In terms of the Central Bank's real rate, the monetary stance eased significantly since the November meeting. In terms of the average of various measures of inflation and one-year inflation expectations, the Bank's real rate was -2.7%, or 0.4 percentage points lower than just before the announcement of the November interest rate decision. In terms of twelve-month inflation, it was -3.5% and had fallen by 0.6 percentage points over the same period.

Interest rates in the interbank market for krónur rose in line with the increase in the key rate in November, but there had been no turnover in the market since the MPC's last meeting. Yields on long-term nominal Treasury bonds had risen by as much as 0.6 percentage points since the November meeting, and yields on long-term indexed Treasury bonds had risen by up to 0.3 percentage points. Furthermore, average non-indexed mortgage lending rates had risen following the rise in the key rate in November, whereas average indexed mortgage rates had fallen marginally.

In terms of three-month interbank rates, the short-term interest rate differential had widened by 0.4-0.5 percentage points between meetings, to 3.3 percentage points versus the euro area

and 2.3 percentage points versus the US. The long-term interest rate differential versus Germany was broadly unchanged between meetings, at 4.4 percentage points, whereas the spread versus the US had widened by 0.2 percentage points, to 2.7 percentage points. Measures of risk premia on the Treasury's foreign obligations were virtually unchanged between meetings. The CDS spread on the Treasury's five-year US dollar obligations was 0.5%, and the spread between the Treasury's eurobonds and comparable bonds issued by Germany was 0.5-0.8 percentage points.

According to the median response in the Central Bank's quarterly market expectations survey, conducted in January 2022, respondents expected the Bank's key rate to be raised by 0.5 percentage points in Q1, to 2.5%, followed by a rate hike of 0.25 percentage points in each remaining quarter of 2022, bringing the key rate to 3.5% in one year's time. They also expected the key rate to be unchanged at 3.5% in two years' time. This is considerably higher than in the survey from November, when they expected the key rate to be 2.5% after one year and 3% in two years' time. Participants' responses on the monetary stance had changed somewhat, and a majority, 76%, considered the current stance too loose, up from 56% in November. On the other hand, the share who considered it appropriate fell to 20%, from 44% in the previous survey. Only 4% of respondents considered the monetary stance too tight.

Financial institutions' analysts expected the MPC to raise the Bank's interest rates by 0.75 percentage points, citing the recent spike in inflation and the deterioration of the near-term inflation outlook. Furthermore, inflation expectations had risen and were less firmly anchored to the inflation target. In addition, inflation had risen in trading partner countries, which could affect the domestic price level, although the recent appreciation of the króna would offset this to some extent. They noted as well that domestic demand had been strong in the recent term and house price inflation was still very high.

Annual growth in M3 gained pace slightly in late 2021, measuring just under 11% in December. At the same time, annual growth in credit system lending to households is estimated at just over 10%, roughly the same as in recent months. Corporate lending continued to decline, however, contracting by just over 2% in December.

The Nasdaq OMXI10 index had fallen by 4.4% between meetings. Turnover in the Main Market totalled 1,060 b.kr. in 2021 as a whole, some 77% more than in 2020.

Global economy and external trade

According to the International Monetary Fund's (IMF) January forecast, global GDP growth is projected to measure 4.4% in 2022, or 0.5 percentage points below the Fund's October forecast. The downward revision is due in particular to the bleaker outlook for the US and China, two of the world's largest economies. For 2023, global GDP growth is forecast at 3.8%, or 0.2 percentage points above the IMF's October forecast. The inflation outlook for 2022 has deteriorated, in the IMF's opinion, in line with continued supply-chain disruptions and high energy prices. Among advanced economies, inflation is forecast at 3.9%, or 1.6 percentage points above the October forecast. Nevertheless, inflation is still expected to taper off to around 2% in 2023.

Iceland's goods account deficit totalled 40 b.kr. in Q4, and for 2021 as a whole it came to 168 b.kr., as compared with 94 b.kr. in 2020, at constant exchange rates. The value of exported goods excluding ships and aircraft rose by 25% in 2021, with all key components contributing to the increase. The strongest impact was from industrial goods exports, owing in particular to significant rises in the price of aluminium and ferrosilicon during the year. Marine product

export volumes rose by nearly 10% in 2021, largely because of increased capelin exports. At the same time, the value of imported goods excluding ships and aircraft rose by 28%, with all key components contributing to the increase.

Global aluminium prices had risen by a fourth since the MPC's November meeting, to 3,200 US dollars per tonne. This is about 80% higher than before the pandemic and the highest price since mid-2008. Preliminary figures from Statistics Iceland indicate that foreign currency prices of marine products were up sharply at the end of 2021, rising by 11.7% year-on-year in Q4, whereas for the year as a whole they were an average of 1.2% higher than in 2020. The global price of Brent crude rose by 10% between MPC meetings, to nearly 91 US dollars per barrel by the beginning of February. This is over a third higher than before the pandemic.

The real exchange rate in terms of relative consumer prices rose by 1.4% month-on-month in December, when it was 4.3% above its 25-year average but 5.1% lower than in December 2019. It rose by 3.6% year-on-year in 2021, as the nominal exchange rate rose by 2.5%, while inflation in Iceland was 1.3 percentage points above the trading partner average.

Domestic economy and inflation

In the first three quarters of 2021, private consumption grew 5.4% year-on-year, slightly below the Bank's November forecast. Indicators imply that private consumption growth picked up strongly in Q4. Because of the setback in the battle against the pandemic, however, the outlook for Q1/2022 has deteriorated. Even so, the Gallup Consumer Confidence Index indicates increased optimism among consumers.

In December, the National Budget for 2022 was approved by Parliament with a deficit of 186 b.kr., or 5.2% of GDP. The primary balance according to the Budget is negative by 3.7% of GDP. The outcome improves considerably between years, owing to strong economic activity and the expiry of temporary measures to mitigate the effects of the pandemic. Pulling in the other direction are measures on the revenues side that will reduce Treasury revenues during the year. On the whole, the fiscal stance will tighten in 2022 after easing over the past few years, concurrent with the expiry of the pandemic response measures.

According to the results of Gallup's winter survey, conducted in December among Iceland's 400 largest firms, respondents' assessment of the current economic situation was somewhat more negative than in the autumn survey. Their expectations six months ahead were also more negative than in the autumn. About 46% of executives – somewhat fewer than in the autumn – expect economic conditions to improve over the next six months, while 39% expect them to be unchanged. In general, executives were very optimistic about both domestic and foreign demand, but their assessment is broadly unchanged since the autumn. The most optimistic among them were executives in the transport, transit, and tourism sectors.

According to the seasonally adjusted survey results, many firms were still planning to add on staff. The balance of opinion on staffing plans (i.e., firms planning to recruit as compared with those planning redundancies) was positive by 30 percentage points, broadly the same as in the autumn survey. The share of respondents who considered themselves short-staffed (40%) was slightly higher than in the last survey, and the share who reported that their firm would have difficulty responding to an unexpected increase in demand had risen marginally, to around 50%.

According to the Statistics Iceland labour force survey (LFS), total hours worked increased by 8.2% year-on-year in Q4/2021, owing to an 8.8% rise in the number of employed persons and a 0.5% reduction in average hours worked. Based on the LFS, job numbers were nearly 4%

higher than before the pandemic, but the number of employees on the pay-as-you-earn (PAYE) register was similar to the pre-pandemic level.

Seasonally adjusted LFS data for Q4/2021 show that the labour participation rate rose somewhat more than the employment rate. As a result, unemployment inched upwards during the quarter, to 4.9%. Registered unemployment measured 4.9% in December, as it did in October and November, but 4.8% adjusted for seasonality.

Iceland's population grew by 2% year-on-year in Q4/2021. About half of the increase is due to labour importation, as net migration of foreign nationals was positive by 710 during the quarter.

In Q4, the general wage index rose by 1.3% between quarters and by 7.5% year-on-year, and real wages in terms of the index were 2.5% higher during the quarter than at the same time in 2020.

Statistics Iceland's nationwide house price index, published in late January, rose by 1.7% month-on-month when adjusted for seasonality, and by 16.7% year-on-year. The capital area house price index, calculated by Registers Iceland, rose by 1.9% month-on-month in December, when adjusted for seasonality, and by 18.4% year-on-year. The number of purchase agreements registered nationwide rose by 10.1% year-on-year in 2021, while the number of contracts for new construction increased by 11.9% over the same period. In December 2021, the average time-to-sale for homes in the capital area was 0.9 months, close to the March 2021 trough, as the number of flats for sale has fallen steeply in recent months.

Inflation averaged 4.4% in 2021, as compared with 2.8% in 2020. The CPI rose by 0.5% month-on-month in January, and headline inflation measured 5.7%, its highest in roughly a decade. Inflation excluding housing also rose, to 3.7%. Underlying inflation was 4.4%, according to the average of various measures, and has risen more slowly than measured inflation in recent months.

Rising house prices continued to be the main driver of the rise in the CPI in January, supplemented by the effects of seasonal price list increases for various public services, which were considerably stronger than at the same time in recent years. Food and new motor vehicles rose in price as well. The price of clothing, footwear, and furniture fell as a result of seasonal sales, albeit less than was customary before the pandemic.

Short-term inflation expectations have risen, according to recent surveys, but inflation is generally expected to subside in the next two years. Market agents and corporate executives expect it to measure 3% in two years' time, while households project it at 4%. Households' and businesses' long-term inflation expectations are unchanged at 3-3.5%, but market agents' expectations have risen. Market agents expect inflation to average 3% in the next five years and 2.75% in the next ten years. The breakeven inflation rate in the bond market has risen again, with the five-year breakeven rate five years ahead measuring 3% at the beginning of February.

According to the forecast published in *Monetary Bulletin* on 9 February 2022, the inflation outlook has deteriorated markedly since November, owing mainly to a stronger domestic economic recovery, more persistent house price inflation, and larger-than-expected global price increases. It appears that it takes longer than previously expected for global cost increases to pass through to prices in Iceland. Because of these factors, together with the sharp increase in unit labour costs and the rise in long-term inflation expectations, inflation will ease slowly back to target. Inflation is forecast to decline in 2023, when the effects of global price increases begin to subside and house price inflation starts to ease; however, it is not expected to fall below 3% until the latter half of the forecast horizon.

A strong economic recovery took place among Iceland's main trading partners in 2021, but because of a setback in the pandemic and continued global supply-chain bottlenecks, the outlook is for relatively weaker GDP growth in 2022. Indicators suggest robust growth in domestic demand in Q4, however, and GDP growth for 2021 as a whole is therefore estimated at 4.9%, a percentage point more than in the November forecast. On the other hand, the GDP growth forecast for Q1/2022 has been revised downwards in response to the recent spike in COVID infections, and growth is now projected at 4.8% for 2022 as a whole. Furthermore, job numbers are still rising rapidly, and unemployment is approaching its pre-pandemic level. Leading indicators also imply that the slack in output has closed. The forecast assumes that there will not be a severe setback in the battle against the pandemic and that continuing progress will be made in unwinding the supply-chain disruptions that have pushed various commodity prices sharply higher. There is considerable uncertainty about this, however. Moreover, the rise in inflation expectations could indicate that inflation will turn out even more persistent than is currently forecast.

II Decisions on the Bank's monetary policy instruments

The MPC held an extraordinary meeting in January 2022, where proposals to open a new liquidity window, cancel the special temporary COVID-19-related credit facilities, and make seven-day term deposits redeemable, subject to a redemption fee, were presented. The liquidity window and the changes in terms and conditions for term deposits had already been approved at a meeting of the Financial Stability Committee (FSN) in December 2021. After having discussed these matters, the MPC declared itself in agreement with the changes and concurred with the FSN that it was appropriate to close the temporary collateralised lending framework. The MPC decided to confirm these decisions at its February meeting. Furthermore, the Committee agreed that it was appropriate to review and revise the rules on Central Bank facilities and current accounts, with an eye to safeguarding the Bank's legally mandated monetary policy objectives and its scope to apply monetary policy so as to promote price stability.

The MPC discussed the monetary stance in view of economic developments and the fact that the Bank's real rate had fallen since the November meeting. Members discussed whether the monetary stance was appropriate in view of the considerably poorer inflation outlook, as they had decided in November to continue tightening it.

They also noted that according to the Bank's new macroeconomic forecast, published in the February *Monetary Bulletin*, GDP growth measured 4.9% in 2021, about 1 percentage point above the November forecast. Similar growth was projected for 2022. It emerged that private consumption growth had been robust in Q4/2021, as real disposable income had risen in the recent term. The Committee noted that job numbers had continued to rise and unemployment to fall, and the slack in output that opened up in the wake of the COVID-19 pandemic was estimated to have closed. Members were of the view that considerable uncertainty remained, however.

The MPC discussed the marked deterioration of the inflation outlook since the November meeting, noting that headline inflation had measured 5.7% in January. Underlying inflation had also risen and was estimated at just over 4%. Furthermore, inflation expectations had risen by some measures. Members noted that the rise in house prices was a major factor, although other domestic cost items had risen as well. Added to this was the rise in global oil and commodity prices. They noted that according to the Central Bank's forecast, the outlook was for inflation to measure 5.8% in Q1/2022 and remain above 5% well into this year. It emerged as well that

inflation would ease when house price inflation slowed down and global price hikes tapered off, but that inflation would not align with the target until the end of the forecast horizon.

All members agreed that the Bank's key rate should be raised, and they discussed rate increases ranging from 0.5-1 percentage point. One of the main arguments discussed at the meeting in favour of taking a smaller step centred on the fact that higher inflation had been expected at the time of the November meeting, even though it had turned out somewhat above those expectations. It was pointed out that some of the price increases were pandemic-related and beyond the scope of monetary policy, and that their impact would subside in the coming term. It was pointed out as well that a larger share of households now had non-indexed variable-rate mortgages, and that the effects of interest rate hikes would come to the fore more quickly than they had in the past. Furthermore, the effects of the macroprudential tools introduced in mid-2021 had yet to emerge in full, and the impact of the maximum debt service-to-income ratio for mortgage loans would not emerge until later in 2022. In view of these factors, it would be better to take a smaller step in raising interest rates.

The main arguments discussed at the meeting in favour of a larger step were that the inflation outlook had worsened markedly and inflation appeared likely to subside to target more slowly than had previously been expected. Furthermore, long-term inflation expectations had risen since the Committee's November meeting. Concerns were expressed about potential second-round effects from higher imported goods prices and wage hikes. These could show in larger and more widespread rises in goods and services prices in response to stronger imported inflationary pressures and higher wage costs, which could trigger a wage-price spiral. Inflation was already relatively widespread, as underlying inflation had also risen and had been persistent. In the wake of a rate hike now, the Bank's key rate would be close to the pre-pandemic level, while domestic economic activity was, if anything, stronger than before the pandemic. Now that the economic recovery had begun, the slack in output had probably closed, and unemployment was set to continue falling, it would be appropriate to respond more decisively to the persistent rise in inflation, worsening inflation outlook, and rise in inflation expectations. Moreover, the real rate had fallen markedly between MPC meetings, and it would be necessary to raise nominal interest rates somewhat in order to tighten the monetary stance.

In view of the discussion, the Governor proposed that the Bank's interest rates be raised by 0.75 percentage points. The Bank's key rate (the seven-day term deposit rate) would be 2.75%, the current account rate 2.5%, the seven-day collateralised lending rate 3.5%, and the overnight lending rate 4.5%. All Committee members voted in favour of the proposal.

At the meeting, the MPC reiterated that it would apply the tools at its disposal to ensure that inflation eases back to the target within an acceptable time frame.

The following Committee members were in attendance:

Ásgeir Jónsson, Governor and Chair of the Monetary Policy Committee

Rannveig Sigurdardóttir, Deputy Governor for Monetary Policy

Gunnar Jakobsson, Deputy Governor for Financial Stability

Gylfi Zoëga, Professor, external member

Katrín Ólafsdóttir, Associate Professor, external member

Thórarinn G. Pétursson, Chief Economist of the Central Bank, was present for the entire meeting. In addition, several Bank staff members attended part of the meeting.

Karen Á. Vignisdóttir wrote the minutes.

The next Statement of the Monetary Policy Committee will be published on Wednesday 4 May 2022.

Minutes of the Monetary Policy Committee meeting

May 2022 (108th meeting)

Published: 18 May 2022

The Act on the Central Bank of Iceland states that decisions on the application of the Bank's monetary policy instruments shall be taken by the Monetary Policy Committee (MPC). It also states that the minutes of MPC meetings shall be made public and an account given of the Committee's decisions and the premises on which they are based. On the basis of this statutory authority, the MPC publishes the minutes of each meeting two weeks after the announcement of each decision. The minutes also include information on individual members' votes.

The following are the minutes of the MPC meeting held on 2 and 3 May 2022, during which the Committee discussed economic and financial market developments, decisions on the application of the Bank's monetary policy instruments, and the communication of those decisions on 4 May.

I Economic and monetary developments

Before discussing monetary policy decisions, members discussed the domestic financial markets, financial stability, the outlook for the global economy and Iceland's international trade, the domestic economy, and inflation, with emphasis on information that has emerged since the Committee's last meeting, on 9 February 2022, as published in the new forecast and analysis of uncertainties in *Monetary Bulletin 2022/2* on 4 May.

Financial markets

Since the February meeting, the króna had appreciated by 1.9% in trade-weighted terms. Between meetings, the Bank's foreign currency purchases totalled 157 million euros (22 b.kr.), and its sales totalled 68 million euros (9.9 b.kr.). Therefore, the Bank's net purchases amounted to 89 million euros (12.2 b.kr.), and its transactions accounted for 27% of total foreign exchange market turnover for the period.

In terms of the Central Bank's real rate, the monetary stance had eased significantly since the February meeting. In terms of the average of various measures of inflation and one-year inflation expectations, the Bank's real rate was -3.3%, or 1.4 percentage points lower than just after the publication of the February interest rate decision. In terms of twelve-month inflation, it was -4.2% and had fallen similarly over the same period.

Interest rates in the interbank market for krónur rose in line with the increase in the key rate in February, but there had been no turnover in the market since the MPC's last meeting. Yields on long-term nominal Treasury bonds had risen by as much as 0.6 percentage points since the February meeting, while yields on long-term indexed Treasury bonds had fallen by up to 0.3 percentage points. Furthermore, average non-indexed mortgage lending rates had risen following the rise in the key rate in February, whereas average indexed mortgage rates had fallen marginally.

In terms of three-month interbank rates, the short-term interest rate differential had widened by 1 percentage point versus the euro area, to 4.2 percentage points, whereas it was virtually unchanged at 2.5 percentage points versus the US. The long-term interest rate differential versus Germany had narrowed slightly between meetings, to 4.3 percentage points, whereas the spread versus the US had narrowed by 0.4 percentage points, to 2.3 percentage points. Measures of the risk premium on the Treasury's foreign obligations had risen marginally between meetings. The CDS spread on the Treasury's five-year US dollar obligations was 0.6%, and the spread between the Treasury's eurobonds and comparable bonds issued by Germany was 0.8-1.0 percentage point.

According to the Central Bank's quarterly market expectations survey, conducted in April, respondents expected the Bank's key rate to be raised to 3.75% in Q2/2022, and by another 0.5 percentage points in Q3. They also expected the key rate to be 4.6% after one year. This is a higher interest rate than market agents expected at the time of the January survey. Respondents' position on the monetary stance was broadly similar to that in the last survey. The vast majority, or 79%, considered the monetary stance too loose, about the same as in January. The share who considered it appropriate fell to 17%, from 20% in the previous survey. Just over 4% of respondents considered the monetary stance too tight.

Financial institutions' analysts expected the MPC to raise the Bank's interest rates by 0.5-1.0 percentage point, citing the recent surge in inflation and the deterioration in the inflation outlook since February, as well as the continued rise in house prices. There were also signs that inflation had become relatively widespread, and furthermore, global inflation had increased and inflation expectations had continued to rise. Analysts noted as well that the economic outlook remained positive despite the war in Ukraine, domestic demand had been brisk in the recent term, and the labour market was strong.

Annual growth in M3 gained pace slightly in late 2021, measuring just under 12% in March. At the same time, annual growth in credit system lending to households is estimated at just over 10%, roughly the same as in recent months. Corporate lending growth has held virtually unchanged during the year but seems to be picking up again now, after contracting continuously since the beginning of 2021.

The Nasdaq OMXI10 index had fallen by 7.2% between meetings. Turnover in the Main Market totalled 431 b.kr. in the first four months of 2022, some 27% more than over the same period in 2021.

Global economy and external trade

According to the International Monetary Fund's (IMF) April forecast, global GDP growth is projected to measure 3.6% in 2022, or 0.8 percentage points less than in the Fund's January forecast. The downward revision is due largely to the impact of the war in Ukraine and the sanctions on Russia on the global economy. The IMF has lowered its year-2022 GDP growth forecast by 0.6 percentage points for advanced economies and by 1 percentage point for emerging and developing countries. It also projects global GDP growth for 2023 at 3.6%, or 0.2 percentage points below the January forecast. The inflation outlook has deteriorated as well, in the IMF's opinion. Year-2022 inflation is projected to measure 5.7% among advanced economies, 1.8 percentage points above the Fund's January forecast and 3.4 percentage points

above its October 2021 forecast. In 2023 it is forecast at 2.5%, or 0.4 percentage points above the January forecast.

The goods account deficit totalled 22 b.kr. in Q1/2022, as compared with just over 21 b.kr. (at constant exchange rates) for the same period in 2021. Goods export values increased by 55% during the quarter, with all key categories contributing to the rise except for ships and aircraft, whose export value contracted year-on-year. The strongest impact was from industrial goods exports, owing in particular to significant rises in the price of aluminium during the quarter. Marine product export values also rose markedly during the quarter, mainly because of a bountiful capelin season. At the same time, imported goods values rose by over 48% year-on-year, or by 38% excluding ships and aircraft. All key components of goods imports contributed to the increase.

Global aluminium prices fell by 10% after the MPC's February meeting, to around 3,000 US dollars per tonne just before the May meeting. They remain roughly a fourth higher than in May 2021, however. Preliminary figures from Statistics Iceland indicate that foreign currency prices of marine products were up 17.8% year-on-year in Q1/2022. The global price of Brent crude rose by nearly a fifth between MPC meetings, to about 108 US dollars per barrel by the beginning of May. This is 36% higher than at the beginning of 2022 and 60% above the early May 2021 price. Furthermore, various other global commodity prices have risen sharply since the last MPC meeting, owing to the effects of the war in Ukraine.

The real exchange rate in terms of relative consumer prices fell by 2% month-on-month in March, when it was 6.6% above its 25-year average but 2.9% lower than in December 2019. It rose by 5.4% year-on-year in the first three months of 2022, as the nominal exchange rate rose by 4.7%, while inflation in Iceland was 0.7 percentage points above the trading partner average.

Domestic economy and inflation

Private consumption grew by 7.6% in 2021, well above the Bank's February forecast of 6.8%. There are signs that growth eased in Q1/2022, however, and it is projected at 3.8% year-on-year. The outlook for private consumption growth has deteriorated, as the surge in inflation cuts into real incomes. This is offset by the strong position of most households and a high level of saving, however, and the Gallup Consumer Confidence Index suggests that there is still some optimism about the outlook.

According to the results of Gallup's spring survey, conducted in February and March among Iceland's 400 largest firms, respondents' attitudes towards the current economic situation were only slightly more positive than in the winter survey. Their expectations six months ahead were marginally more negative than they were this winter, however. About 21% of executives expected the economic situation to be worse in six months' time, somewhat more than in the winter survey, while 45% expected it to improve. Executives were also marginally more optimistic about domestic and foreign demand than in the winter survey, particularly those in the financial and insurance sector and in miscellaneous specialised services.

According to the survey, the outlook is for firms' performance to be broadly unchanged year-on-year in 2022, with about half of executives indicating that they expected their profit for the year to be similar to that in 2021. About a third of executives expected this year's profit to be larger than last year's. About 40% of firms saw their margins increase in the previous six months, and about a third of respondents expected margins to rise in the coming six months, while one-

fifth expected a decline. This is a slightly poorer outlook than in the autumn survey. Furthermore, about a third of executives projected that they would invest more in 2022 than in 2021.

According to the seasonally adjusted results of Gallup's spring survey, labour demand was still strong. For the fourth survey in a row, the balance of opinion on staffing was 30 percentage points in favour of those planning to recruit. Furthermore, just under half of respondents considered their firms short-staffed, and just over half were of the opinion that they would have difficulty responding to an unexpected increase in demand. Both percentages have risen steeply in the recent past.

According to the Statistics Iceland labour force survey (LFS), total hours worked rose by 9% year-on-year in Q1/2022, as the number of employed persons rose by 10%, while the average work week was shorter by 1%. According to seasonally adjusted LFS results, the number of employed persons was about 6% higher in Q1/2022 than in Q4/2019, before the pandemic reached Iceland. In January, seasonally adjusted data taken from the pay-as-you-earn (PAYE) register suggested that the number of employed persons had risen by 1% over the same period.

According to seasonally adjusted LFS data, the labour participation rate increased in Q1/2022 by 1 percentage point from the previous quarter, and the employment rate by around 1½ percentage points. As a result, unemployment fell by nearly 1 percentage point between quarters, to 4.1%, slightly below the Q4/2019 rate. According to the LFS, the slack in the labour market has narrowed in tandem with declining unemployment. Registered unemployment according to the Directorate of Labour (DoL) measured 4.6% in Q1, after adjusting for seasonality, and has fallen by nearly 6 percentage points year-on-year.

Iceland's population grew by 2% year-on-year in Q1/2022. Just over half of the increase is due to labour importation, as net migration of foreign nationals was positive by 1,350 during the quarter.

The wage index rose by 4% between quarters in Q1, and by 7.2% year-on-year, while the real wage index rose by 2% between quarters. According to preliminary figures from Statistics Iceland, GDP per capita grew by just over 2.5% year-on-year in 2021; therefore, the provision in the wage agreements known as the GDP growth supplement will be activated, and wages will rise even further this year.

Statistics Iceland's nationwide house price index, published in late April, rose by 2.2% month-on-month when adjusted for seasonality, and by 19.1% year-on-year. The capital area house price index, calculated by Registers Iceland, rose by 2.9% month-on-month in March when adjusted for seasonality, and by 22.2% year-on-year. The number of purchase agreements registered nationwide fell by 35% year-on-year in the first three months of 2022, and the number of contracts for new construction declined by 53% over the same period. In March, the average time-to-sale for homes in the capital area was 1 month, only slightly above the March 2021 low, as the number of properties for sale has fallen steeply in recent months.

The CPI rose by 1.25% month-on-month in April, and twelve-month inflation increased to 7.2%. Inflation excluding housing rose as well, to 5.3%. Underlying inflation measured 5.3%, according to the average of various measures. There are signs that inflationary pressures are more widespread than they were in 2021, as all measures of underlying inflation have risen in the recent term.

Just over a third of the monthly rise in the CPI was attributable to increased owner-occupied housing costs, which have risen by more than 17% year-on-year. The rise in airfares and food

and beverage prices (owing in particular to the increase in milk and dairy product prices) also had a significant impact.

Short-term inflation expectations have continued to increase, as they generally reflect developments in measured inflation. Market agents expect inflation to measure 3.5% after two years, which is about 0.5 percentage points above their response in the January survey. The results of Gallup's spring surveys suggest that corporate executives expect inflation to measure just under 4% in two years' time and that households expect it to measure 5%. Long-term inflation expectations have also risen, and market agents expect inflation to measure 3.5% over the next five years and 3% over the next ten. Corporate executives' and households' expectations concerning average inflation five years ahead have risen as well, to 3.2% and 4.4%, respectively. The breakeven inflation rate in the bond market has risen, with the five-year breakeven rate five years ahead measuring 3.4% at the end of April.

According to the forecast published in *Monetary Bulletin* on 4 May, the inflation outlook has deteriorated markedly. In April, inflation measured 7.2%, its highest since 2010. As before, it is driven mainly by surging house prices, plus sharply increasing global oil and commodity prices. The effects of strong domestic inflationary pressures are discernible as well, as can be seen, for instance, in steep wage rises. Inflation is expected to continue rising to an average of 8.1% in Q3/2022. It is not expected to fall below 3% until late 2024.

The economic outlook for Iceland's main trading partners has deteriorated relative to the Bank's previous forecast, in the wake of Russia's invasion of Ukraine, and inflation has surged worldwide, rising to levels not seen in decades. The outlook for Iceland has therefore worsened since February, as the GDP growth outlook for key trading partners has deteriorated, slower export growth is forecast, and greater uncertainty and higher input prices and living costs look set to impede growth in private consumption and investment. Offsetting this are signs of robust activity in 2022 to date, among other things. GDP growth for this year is projected at 4.6% instead of the 4.8% in the February forecast. As in February, the domestic economy is estimated to be running at full capacity, and capacity constraints are likely to slow down GDP growth as the forecast horizon advances.

Economic uncertainty has escalated sharply following the invasion of Ukraine. The war has upended global commodity markets and thrown trade relationships and supply chains into disarray. It is difficult to predict how deep and lasting these effects will be. The same is true of the effects of the war on global financial markets and on households' and businesses' spending and investment decisions. Added to this is uncertainty about the impact tightened public health measures in China will have on important supply chains. Given the recent rise in long-term inflation expectations, there is greater risk that the inflation outlook as depicted in the Bank's forecast is overly optimistic. Furthermore, the risk of a wage-price spiral could grow if next winter's wage settlements provide for large pay hikes, which could cause high inflation to become more firmly entrenched.

II Decisions on the Bank's monetary policy instruments

The MPC discussed the monetary stance in view of economic developments and the fact that the Bank's real rate had fallen since the February meeting. Members discussed whether the monetary stance was appropriate in view of the considerably poorer inflation outlook, as they had decided in February to continue tightening it.

Members discussed the economic outlook, which had deteriorated relative to the Bank's February forecast, owing to the adverse impact of Russia's invasion of Ukraine. On the other

hand, there were signs of strong domestic economic activity, as it appeared that growth in private consumption in Q1 had been more than expected. The slack in the economy appeared to have disappeared, and the labour market was tightening. It emerged that GDP growth was forecast at 4.6% this year, followed by a growth rate of just under 3% in 2023 and 2024.

The MPC noted that inflation had measured 7.2% in April and that the outlook had deteriorated markedly. They observed that as before, house prices and other domestic cost items were strong drivers of inflation, and global oil and commodity prices had risen sharply as well. Price increases were therefore broad-based, as could be seen in the rapid rise in underlying inflation, which measured just over 5%. Furthermore, inflation expectations had risen by all measures. The Committee discussed the Bank's forecast, according to which the outlook was for inflation to rise above 8% in Q3/2022, some 2.8 percentage points above the February forecast. Members assumed that the combination of interest rate hikes and tighter borrower-based measures would slow down house price inflation and domestic demand.

All members agreed that the Bank's key rate should be raised, and they discussed rate increases ranging from 0.75-1 percentage point. The main arguments discussed centred on the marked deterioration of the inflation outlook in the recent past. Furthermore, inflation expectations had risen by all measures, and therefore, there was greater risk that they had become unmoored from the target. The real rate had therefore fallen even further between meetings; it was significantly negative and far below the equilibrium real rate. It emerged in the discussion that there was also a greater risk that near-term inflation was underestimated rather than overestimated, and that uncertainty had increased. Members noted that the labour market had recovered quickly and job numbers had risen considerably. Real disposable income and real wages had also grown markedly in recent years in spite of the pandemic-related economic contraction. In many economies, the inflation outlook had deteriorated about as much as it had in Iceland, which would lead to higher imported inflation. In this context, concerns were expressed about potential second-round effects from higher imported goods prices and wage hikes. It was also pointed out that demand in the housing market was stronger, house price inflation higher, and growth in the housing supply weaker than previously projected. The main argument in favour of taking a smaller step at this time was the possibility that the global economic outlook could worsen more than expected, which would cut into domestic GDP growth, all else being equal. Furthermore, it was pointed out that many households were tapping their accumulated savings more rapidly than before, and a portion of the increase in private consumption was pandemic-related. Moreover, the outlook for real wages had deteriorated and, as a result, it was possible that domestic economic activity would slow abruptly as the year progressed.

The MPC also discussed the application of other monetary policy instruments. It emerged that, among other things, it would be necessary in the near future to examine the possible application of policy instruments that could be used to manage liquidity in circulation and to sterilise the Bank's foreign exchange market intervention when needed.

In view of the discussion, the Governor proposed that the Bank's interest rates be raised by 1 percentage point. The Bank's key rate (the seven-day term deposit rate) would be 3.75%, the current account rate 3.5%, the seven-day collateralised lending rate 4.5%, and the overnight lending rate 5.5%. All Committee members voted in favour of the proposal.

The MPC discussed that it was likely that the monetary stance would have to be tightened even further in coming months so as to ensure that inflation eases back to target within an acceptable time frame. Decisions taken at the corporate level, in the labour market, and in public sector finances would be a major determinant of how high interest rates must rise.

The following Committee members were in attendance:

Ásgeir Jónsson, Governor and Chair of the Monetary Policy Committee

Rannveig Sigurdardóttir, Deputy Governor for Monetary Policy

Gunnar Jakobsson, Deputy Governor for Financial Stability

Gylfi Zoëga, Professor, external member

Herdís Steingrímisdóttir, Associate Professor, external member

Thórarinn G. Pétursson, Chief Economist of the Central Bank, was present for the entire meeting. In addition, several Bank staff members attended part of the meeting.

Karen Á. Vignisdóttir wrote the minutes.

The next Statement of the Monetary Policy Committee will be published on Wednesday 22 June 2022.

Minutes of the Monetary Policy Committee meeting

June 2022 (109th meeting)

Published: 6 July 2022

The Act on the Central Bank of Iceland states that decisions on the application of the Bank's monetary policy instruments shall be taken by the Monetary Policy Committee (MPC). It also states that the minutes of MPC meetings shall be made public and an account given of the Committee's decisions and the premises on which they are based. On the basis of this statutory authority, the MPC publishes the minutes of each meeting two weeks after the announcement of each decision. The minutes also include information on individual members' votes.

The following are the minutes of the MPC meeting held on 20 and 21 June 2022, during which the Committee discussed economic and financial market developments, decisions on the application of the Bank's monetary policy instruments, and the communication of those decisions on 22 June.

I Economic and monetary developments

Before turning to monetary policy decisions, members discussed the domestic financial markets, financial stability, the outlook for the global economy and Iceland's international trade, the domestic economy, and inflation, with emphasis on information that has emerged since the Committee's last meeting, on 4 May 2022.

Financial markets

Since the May meeting, the króna had depreciated by 0.1% in trade-weighted terms. Between meetings, the Bank bought foreign currency for 6 million euros (0.8 b.kr.). The Bank's transactions during the period accounted for 2% of total turnover in the foreign exchange market.

In terms of the Central Bank's real rate, the monetary stance had eased since the May meeting. In terms of the average of various measures of inflation and inflation expectations, the Bank's real rate was -2.8%, or 0.4 percentage points lower than just after the announcement of the May interest rate decision. In terms of twelve-month inflation, it was -3.6% and had fallen similarly over the same period.

Interest rates on unsecured overnight loans (the Icelandic króna overnight rate, or IKON) and rates in the interbank market for krónur rose in line with the increase in the key rate in May, but there had been no turnover in the market since the MPC's last meeting. Yields on long-term nominal Treasury bonds had risen by as much as 0.8 percentage points since the May meeting, and yields on long-term indexed Treasury bonds had risen by up to 0.4 percentage points. Furthermore, average non-indexed mortgage lending rates had risen following the rise in the key rate in May, whereas average indexed mortgage rates had fallen marginally.

In terms of three-month interbank rates, the short-term interest rate differential versus the euro area had widened by 1 percentage points between meetings, to 5.2 percentage points,

while the spread versus the US had widened by 0.4 percentage points, to 2.9 percentage points. The long-term interest rate differential versus Germany had narrowed by 0.2 percentage points between meetings, to 4 percentage points, whereas the spread versus the US had widened by 0.2 percentage points, to 2.5 percentage points. Measures of the risk premium on the Treasury's foreign obligations had risen marginally between meetings. The CDS spread on the Treasury's five-year US dollar obligations was 0.5%, and the spread between the Treasury's eurobonds and comparable bonds issued by Germany was 1-1.1 percentage points.

Financial institutions' analysts expected the MPC to raise the Bank's interest rates by 0.75-1 percentage point, on the grounds that the real rate was still negative and the monetary stance too loose given the state of the economy. Furthermore, inflation had become rather widespread, house prices were still rising sharply, and the inflation outlook had deteriorated. Analysts also observed that newly published national accounts data and payment card turnover figures suggested that domestic demand had been robust recently, and furthermore, unemployment had fallen rapidly.

Annual growth in M3 gained pace slightly towards the end of 2021 but has remained broadly flat since then, measuring just over 12% in April. At the same time, annual growth in credit system lending to households is estimated at 10%, roughly the same as in recent months. Annual growth in corporate lending has gained pace over the course of the year, measuring just over 2% in April.

The Nasdaq OMXI10 index had fallen by 13.4% between meetings. Turnover in the Main Market totalled 519 b.kr. in the first five months of 2022, some 27% more than over the same period in 2021.

Global economy and external trade

According to the Organisation for Economic Cooperation and Development's (OECD) June forecast, global GDP growth is set to measure 3% this year and 2.8% in 2023, or 1.5 and 0.4 percentage points, respectively, below its December forecast. The downward revision is due largely to the impact of the war in Ukraine and the sanctions on Russia on the global economy. Tightened public health measures in China will also have an adverse effect on global economic activity. In addition, the inflation outlook has deteriorated markedly, according to the OECD, mainly because of the surge in energy and food prices. Inflation is forecast to measure 8.5% in OECD countries this year, more than 4 percentage points above the December forecast. The general expectation is still that inflation will ease in 2023, but that it will be considerably higher than previously projected.

According to preliminary figures from Statistics Iceland, the deficit on goods trade measured 28 b.kr. in May and just over 92 b.kr. in the first five months of 2022, as compared with a deficit of 57 b.kr. at constant exchange rates over the same five-month period in 2021. Goods export values increased by 46% during the first five months of the year, with all key categories contributing to the rise except for agricultural products, whose export value contracted year-on-year. The strongest impact was from industrial goods exports, aluminium products in particular, which rose markedly in price. Import values increased by 49% over the same period, with all key categories contributing to the rise, particularly fuels and lubricants.

Global aluminium prices fell by 12% after the MPC's May meeting, to around 2,500 US dollars per tonne. They remain about 6% higher than in June 2021, however. Preliminary figures from Statistics Iceland indicate that foreign currency prices of marine products had risen by 2% month-on-month in April and by 20% over the first four months of the year. The global price of

Brent crude rose by 9% between MPC meetings, to 115 US dollars per barrel by the time of the June meeting. This is 45% higher than at the beginning of 2022 and more than 50% above the June 2021 price.

The real exchange rate in terms of relative consumer prices rose by 1.2% month-on-month in May, when it was 9% above its 25-year average but 0.7% lower than in December 2019. It rose by 4.5% year-on-year in the first five months of 2022, as the nominal exchange rate rose by 4.7%, while inflation in Iceland was 0.2 percentage points below the trading partner average.

Domestic economy and inflation

According to preliminary figures published by Statistics Iceland in late May, GDP growth measured 8.6% in the first quarter of 2022, somewhat above the forecast in the May *Monetary Bulletin*. In seasonally adjusted terms, GDP grew by 1.1% between quarters, following robust growth in Q4/2021. Domestic demand grew by 11.2% year-on-year, with subcomponents increasing more than was assumed in the Bank's last forecast, particularly private consumption growth, which measured 8.8%, or 5 percentage points above the Bank's forecast. The difference is due in part to spending by Icelanders during their travels abroad and motor vehicle purchases, both of which exceeded expectations. The contribution of net trade to output growth was negative by 3.1 percentage points during the quarter, whereas the forecast had assumed a negative contribution of 1.9 percentage points. The difference lay mainly in services imports, which were underestimated.

Key indicators of developments in private consumption in Q2 are somewhat stronger than in Q1. Payment card turnover within Iceland suggests that household demand has increased, and as in recent months, Icelanders' card use abroad grew strongly. The Gallup Consumer Confidence Index indicates that sentiment among Icelanders has grown more tepid in the recent term, however. All subcomponents of the index fell month-on-month, led by the assessment of the economy.

According to the results of Gallup's summer survey, conducted in May and June among Iceland's 400 largest firms, respondents' assessment of the current economic situation was slightly more negative than in the spring survey. Their expectations six months ahead were also more negative, as 28% of executives expected the economic situation to deteriorate in six months' time, a somewhat larger share than in the spring. Roughly 34% of executives expected economic conditions to improve in the next six months. Executives were slightly more pessimistic about domestic and foreign demand than in the spring survey, especially those in the wholesale and retail trade, manufacturing, and construction sectors.

For the fifth survey in a row, seasonally adjusted survey results indicated that the balance of opinion on staffing was about 30 percentage points in favour of those planning to recruit. Furthermore, firms' problems with staffing and their capacity to increase production appear to have kept growing worse. The share of executives who considered their firms understaffed had risen above 50% and was only 0.1 percentage points below its 2007 peak. Furthermore, 60% of executives, an all-time high, reported that their firms would have difficulty responding to increased demand. Problems with staffing and production increases were most pronounced in the construction sector.

The general wage index rose by 1.6% month-on-month in April and by 8.5% year-on-year. Real wages were 1.2% higher in April than at the same time in 2021.

Statistics Iceland's nationwide house price index, published in late May, rose by 2.6% month-on-month when adjusted for seasonality, and by 20.1% year-on-year. The capital area house

price index, calculated by Registers Iceland, rose by 2.6% month-on-month in May when adjusted for seasonality, and by 24% year-on-year. The number of purchase agreements registered nationwide fell by 33% year-on-year in the first five months of 2022, and the number of contracts for new construction declined by 43% over the same period. The average time-to-sale measured about 1 month in May, as compared with one-and-a-half months in May 2021, but the number of available properties has fallen steeply in recent months.

The consumer price index (CPI) rose by 0.77% month-on-month in May, raising twelve-month inflation to 7.6%. Inflation excluding housing rose as well, to 5.5%. Underlying inflation also measured 5.5%, according to the average of various measures.

Just over half of the monthly rise in the CPI was attributable to owner-occupied housing costs, which have increased by about 18% year-on-year. Increased petrol and food prices also made a marked impact. Private services prices fell marginally in May, particularly as a result of reduced airfares, but have risen by 5% since May 2021.

Households' and businesses' short- and long-term inflation expectations have continued to rise, according to Gallup's summer survey. The survey results suggest that both corporate executives and households expect inflation to measure 5% in two years' time. Executives expect inflation to average 4% over the next five years, while households still expect it to average 5%. On the other hand, the breakeven inflation rate in the bond market held broadly unchanged between meetings, and the five-year breakeven rate five years ahead measured 3.4% just before the June meeting.

II Decisions on the Bank's monetary policy instruments

The MPC discussed the monetary stance in view of economic developments and the decline in the Bank's real rate since the May meeting. Members discussed whether the monetary stance was appropriate in light of the inflation outlook, as the Committee had decided in May to continue tightening it. At that time, there were signs of robust domestic economic activity in 2022 to date, although they were offset by the worsening outlook due to Russia's invasion of Ukraine. Furthermore, the inflation outlook had deteriorated markedly.

Committee members discussed preliminary national accounts data, which indicated that GDP growth was somewhat stronger in Q1/2022 than had been assumed in the Bank's May forecast. It emerged as well that there were signs that domestic economic activity would remain strong, and the share of firms reporting staffing shortages was at its highest since 2007. Households' and businesses' expectations about economic developments had grown more tepid, however, and the global economic outlook was highly uncertain.

MPC members discussed the rise in inflation to 7.6% in May. They also observed that as before, house prices and other domestic cost items were still strong drivers of inflation, and that global oil and commodity prices had risen sharply as well. They discussed the fact that price increases were widespread and that underlying inflation had risen. Furthermore, inflation expectations had risen by most measures and were above target.

All members agreed that the Bank's key rate should be raised and the monetary policy stance tightened considerably. They discussed rate increases ranging from 0.75-1 percentage point. The main arguments discussed centred on the real rate, which had continued to fall despite the nominal rate increase in May and was still significantly negative. It was also well below the equilibrium real rate, indicating that the monetary stance was still considerably accommodative. It would be necessary to withdraw this support with further nominal rate

hikes, although a decline in inflation expectations would also affect the real rate. Committee members stressed that the recent rise in inflation expectations was cause for concern but noted that higher interest rates would help to bring inflation and inflation expectations closer to the target again. It emerged in the discussion that the strength of domestic economic activity was reflected in brisk demand for housing and rising house prices, which kept climbing to new highs, especially because it would take time for supply to catch up with demand. The inflation outlook was bleak, and inflation looked set to rise higher in the near term than the Committee had assumed in May. Committee members were also concerned about the tight labour market, as unemployment had fallen, job numbers had risen rapidly, and staffing shortages had grown. It was pointed out that it could prove more difficult than before to address labour shortages with imported workers. As a result, the risk of wage drift had increased. In view of these factors, the Committee considered it necessary to tighten the monetary stance still further. It was pointed out that it could prove necessary to tighten the monetary policy stance even more, and raise the key rate by more than 1 percentage point.

The main arguments in favour of taking a smaller step at this time were that the global economic outlook had worsened between meetings and that trading partner GDP growth looked set to lose pace. It was pointed out that optimism had waned among households and businesses, both in Iceland and elsewhere. Furthermore, part of the increase in private consumption still stemmed from the pandemic, as consumers were tapping accumulated savings and only a short time had passed since public health measures had been lifted in full. The economic outlook in Iceland could therefore turn around more quickly than anticipated. It emerged in the discussion that the interaction between the Bank's interest rate hikes and the Financial Stability Committee's recent decisions to tighten borrower-based measures could also cause a more rapid easing of house price inflation and domestic demand than would otherwise occur.

The MPC also discussed the application of other monetary policy instruments. It emerged that there was reason for closer consideration of liquidity management tools, which could also be used, among other things, to sterilise the Bank's foreign exchange market intervention if the need should arise.

In view of the discussion, the Governor proposed that the Bank's interest rates be raised by 1 percentage point. The Bank's key rate (the seven-day term deposit rate) would be 4.75%, the current account rate 4.5%, the seven-day collateralised lending rate 5.5%, and the overnight lending rate 6.5%. All members voted in favour of the Governor's proposal, although Gylfi Zoëga would have preferred to raise rates by 1.25 percentage points.

The MPC discussed that it was likely that the monetary stance would have to be tightened even further so as to ensure that inflation eases back to target within an acceptable time frame. Near-term monetary policy decisions would depend on developments in economic activity, inflation, and inflation expectations. Decisions taken at the corporate level, in the labour market, and in public sector finances would be a major determinant of how high interest rates must rise.

The following Committee members were in attendance:

Ásgeir Jónsson, Governor and Chair of the Monetary Policy Committee

Rannveig Sigurdardóttir, Deputy Governor for Monetary Policy

Gunnar Jakobsson, Deputy Governor for Financial Stability

Gylfi Zoëga, Professor, external member

Herdís Steingrímisdóttir, Associate Professor, external member

Thórarinn G. Pétursson, Chief Economist of the Central Bank, was present for the entire meeting. In addition, several Bank staff members attended part of the meeting.

Karen Á. Vignisdóttir wrote the minutes.

The next Statement of the Monetary Policy Committee will be published on Wednesday 24 August 2022.

14 January 2022

The Central Bank of Iceland published today three press releases related to its counterparties transactions

The Central Bank of Iceland published today three press releases related to its counterparties transactions: Opening of liquidity window and discontinuation of special temporary collateralised loan facility due to COVID-19; Seven-day term deposits to be redeemable; and Amendments to Rules on Current Accounts

See:

- [Opening of liquidity window and discontinuation of special temporary collateralised loan facility due to COVID-19](#)
- [Seven-day term deposits to be redeemable](#)
- [Amendments to Rules on Current Accounts](#)

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

Rannveig Sigurðardóttir, varaseðlabankastjóri peningastefnu



Samtök fjármálafyrirtækja

20.01.2022

Rafrænt seðlabankafé fyrir alla?



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

Hvað er seðlabankarafeyrir?

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



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



Krafan er rafræn



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



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

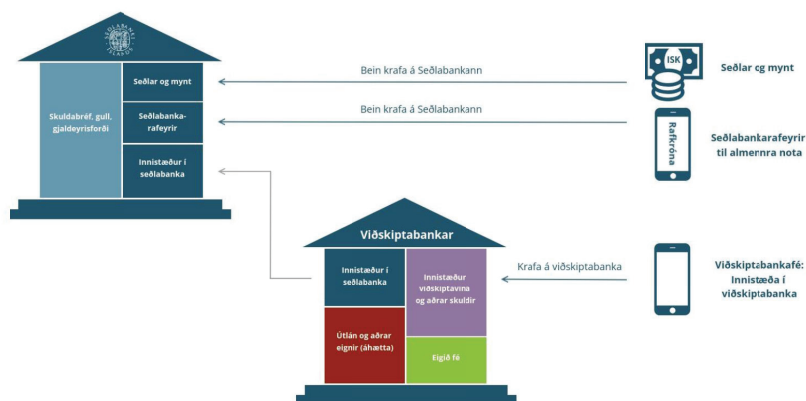
Hver hefur aðgang?

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

Hvað þýðir þetta fyrir bankakerfið og Seðlabankann?



Lagaleg krafa og áhrif á efnahagsreikninga bankakerfisins



Heimild: BIS

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



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



Af hverju seðlabankarafeyri til almennra nota?

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



Macro áhrif – kostir, gallar og lausnir

Hjámiðlunarvandinn

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

Leiðir til að sporna við hjámiðlun

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

Takmarka takmarkanir tilætlað notagildi?

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

Macro áhrif – kostir, gallar og lausnir



Áhrif á peningastefnuna og miðlunarferlið

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

Hvað gerist næst?



Rannsóknir, safna þekkingu og læra af reynslu annarra



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



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



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



Hvað gerist næst?

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



Takk fyrir

Endir Covid kreppunnar, peningastefna og verðbólguhorfur

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

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

Hagstjórn

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

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

Um verðbólgu

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

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

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

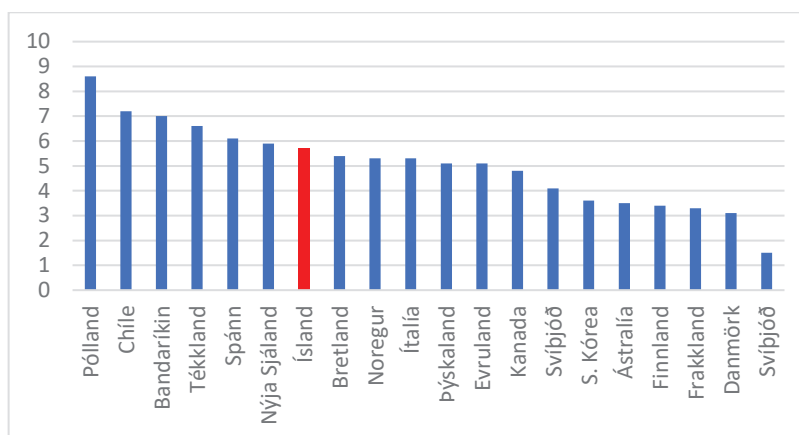
Verðbólguhorfur

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

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

Ekki ein á báti

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



Verðbólga og húsnæðismarkaður

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

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

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

Horfur framundan

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

Tími til að sættast

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

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

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

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

Þáttur launþega

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

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

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

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

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

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

Þáttur vinnuveitenda og stjórnvalda

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

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

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

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

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

¹ Mikil óvissa er um hversu ójöfn eignaskiptingin er vegna þess að þeir einstaklingar sem efnadastir eru geyma eigur sínar að öllum líkindum í skattaskjólum.

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

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

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

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

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

³ Sjá

https://www.arionbanki.is/themes/arionbanki/arionbanki/documents/05_Bankinn/Fleira/Vextir-og-verdskra/Verdskra/verdskra_12112021.pdf;

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

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

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

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

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

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

Lokaorð

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

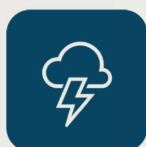
SEÐLABANKI ÍSLANDS

Úr sóttkví í stríðsrekstur Er óvissan endalaus?



Staða og horfur í efnahagsmálum
Samiðn 21. mars 2022

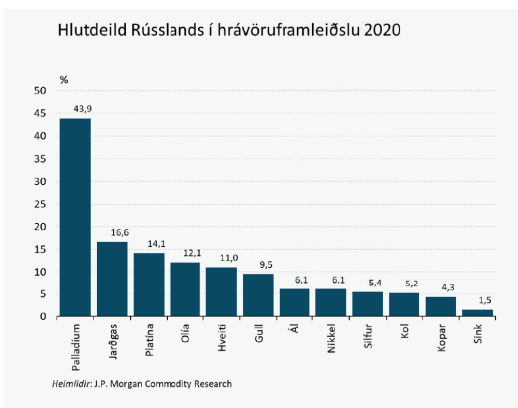
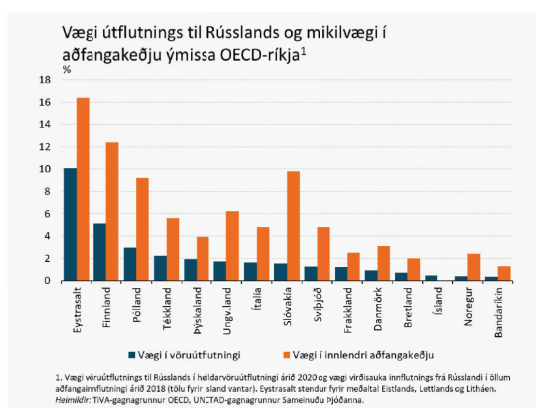
Rannveig Sigurðardóttir
Varaseðlabankastjóri peningastefnu



Stríðið í Úkraínu

Efnahagsleg áhrif innrásar og efnahagsþvingana

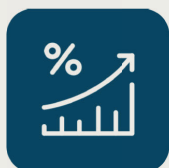
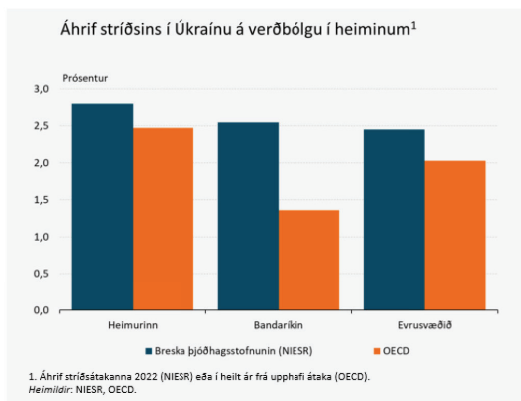
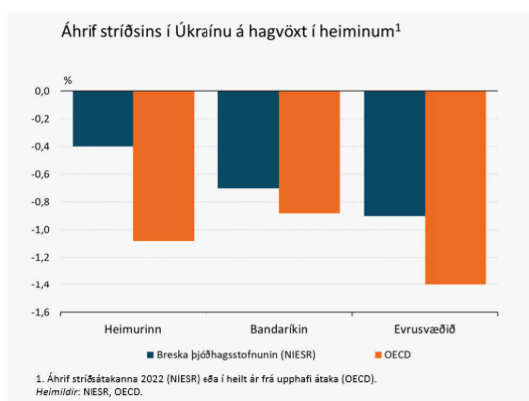
Viðskipti við Rússland lítil en vægi í hrávöru mikið



Hrávöruverð hækkað verulega í kjölfar stríðsins

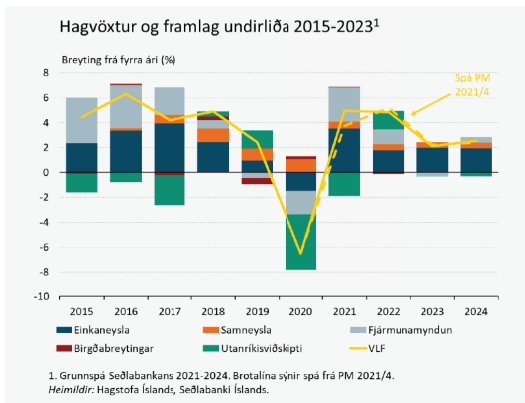
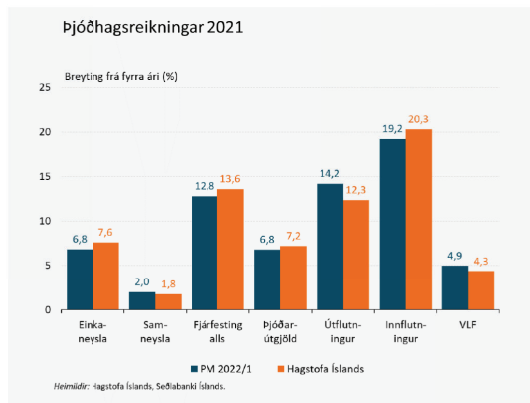


Hagvöxtur verður minni og verðbólga meiri og þrálátari

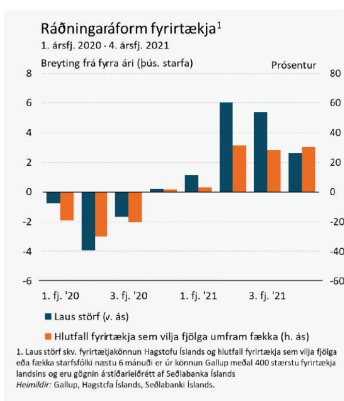
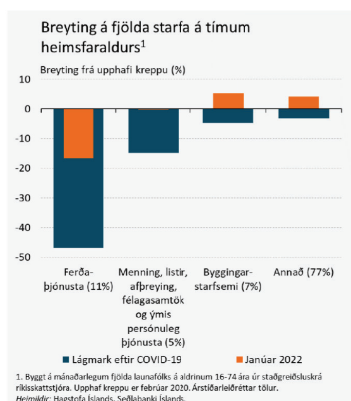
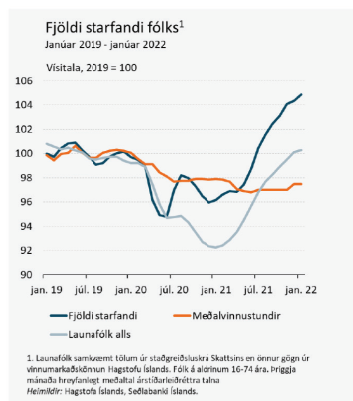


Stríðsátök auka óvissu um innlenda efnahagsþróun

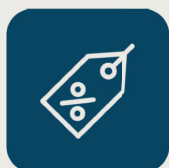
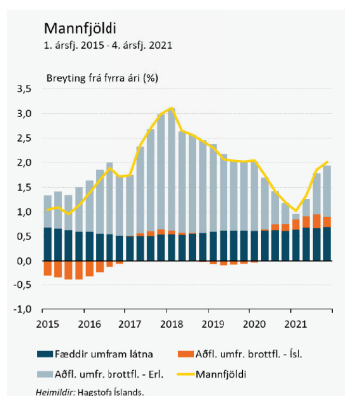
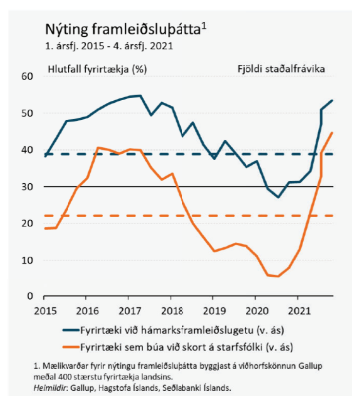
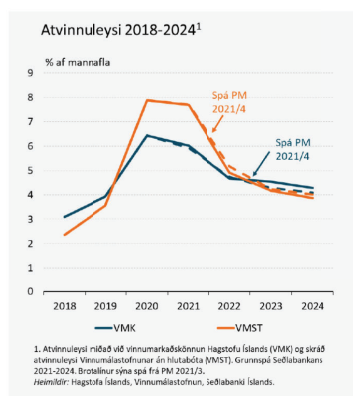
Hagvöxtur samkvæmt fyrstu tölum minni en vænst var



Aukin atvinna og slakinn virðist horfinn

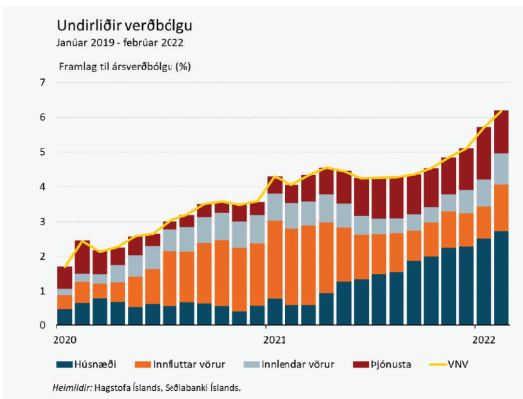
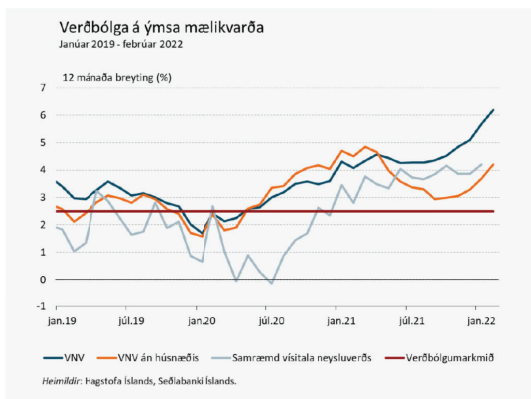


Atvinnuleysi minnkað hratt og vaxandi skortur á fólki

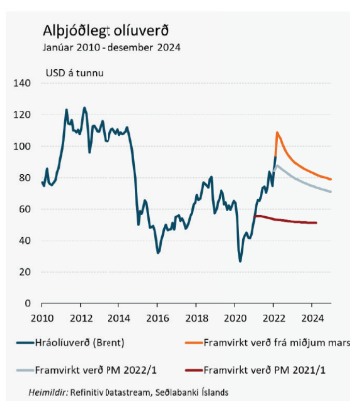
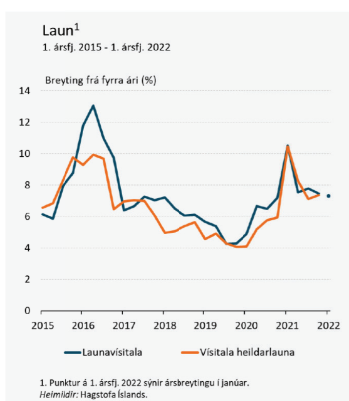
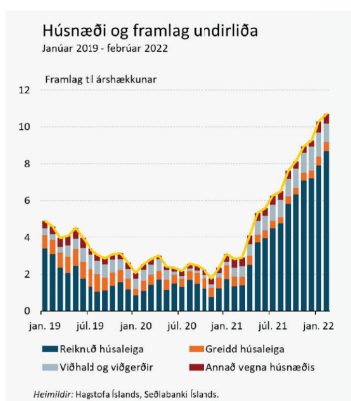


Verðbólga og aðgerðir Seðlabankans

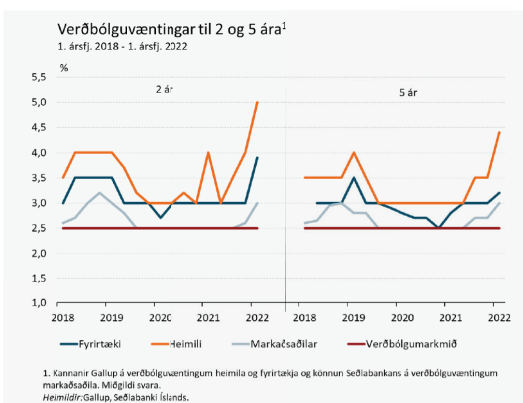
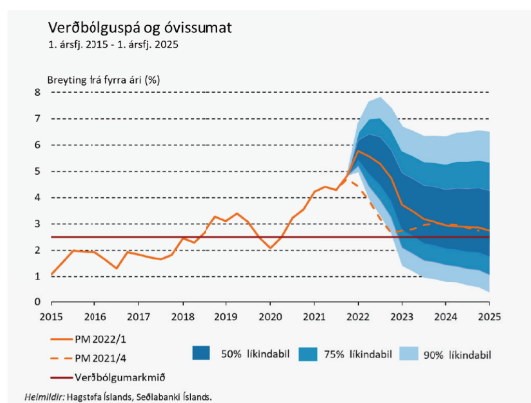
Verðbólga eykst á alla mælikvarða



Innlendur verðbólguþrýstingur enn mikill og áhrif alþjóðlegar verðhækkunar lífseigar



Verðbólguhorfur versna og verðbólguvæntingar hækka á alla mælikvarða



Takk fyrir

Framtíð peninga: Seðlabankarafeyrir (CBDC)

Rannveig Sigurðardóttir, varaseðlabankastjóri peningastefnu



Háskólinn í Reykjavík

23.03.2022

Rafrænt seðlabankafé fyrir alla?



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



Hver hefur aðgang?

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



Hvað er seðlabankarafeyrir?

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



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



Krafan er rafræn



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

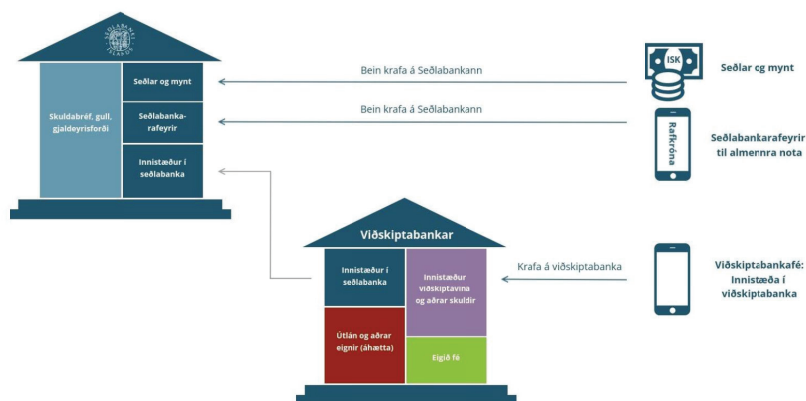


Krafan er framseljanleg og skiptanleg á pari gagnvart öðrum formum seðlabankafjár
t.d. seðlum og mynt

Hvað þýðir þetta fyrir bankakerfið og Seðlabankann?



Lagaleg krafa og áhrif á efnahagsreikninga bankakerfisins



Heimild: BIS

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



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

Af hverju seðlabankarafeyri til almennra nota?

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

Macro áhrif – kostir, gallar og lausnir

Áhrif á peningastefnuna og miðlunarferlið

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

Macro áhrif – kostir, gallar og lausnir

Hjámiðlunarvandinn

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

Leiðir til að sporna við hjámiðlun

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

Takmarka takmarkanir tilætlað notagildi?

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

Hvað gerist næst?



Rannsóknir, safna þekkingu og læra af reynslu annarra



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



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



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



Takk fyrir

Um smáríki og styrjaldir

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

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

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

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

Sjálfstæðisbarátta Úkraínu

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

¹ Sjá Alberto Alesina og Romain Wacziarg, (1997).

² Sjá Gylfa Zoega og Edmund Phelps (2018).

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

Alþjóðasamtök sem forsenda sjálfstæðis

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

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

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

Norður í haf

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

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

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

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

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

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

Breytt heimsmynd

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

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

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

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

³ Sjá https://www.stjornarradid.is/media/forsaetisraduneyti-media/media/Ymislegt/Altingi_-_EES_tengd_loggjof.pdf.

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

Lokaorð

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

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

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

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

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

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

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

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

Straumhvörf í hagstjórn

(*Vísbinding*, 13. Maí, 18. Tölublað)

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

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

Verðbólguvandi

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

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

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

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

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

Viðbrögð hagstjórnar

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

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

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

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

Að ganga (ekki) í takt

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

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

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

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

Hvernig getur farið illa?

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

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

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

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

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

síðan kallar á hærri vexti og meiri samdrátt á næstu árum. Mistökin frá áttunda ártuginum hafa þá verið endurtekin.^{4,5}

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

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

Article published in the Central Bank's Kalkofn

10. júní 2022

Verðbólguhorfur hafa versnað og mikilvægt að bregðast ákveðið við

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

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

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

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

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

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

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

... og vextir hafa verið hækkaðir

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

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

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

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

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

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

... og kjölfesta verðbólguvæntinga mögulega veikst

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

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

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

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

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

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

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

Höfundur: Rannveig Sigurðardóttir, varaseðlabankastjóri peningastefnu.

Neðanmálsgreinar:

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

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

SEÐLABANKI ÍSLANDS

Peningastefnan og efnahagshorfur



Lánasjóður sveitarfélaga
29. júní 2022

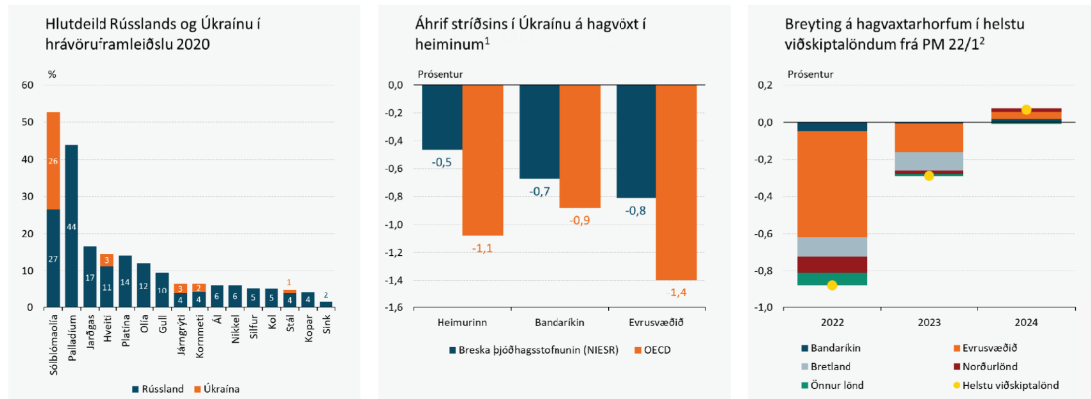
Rannveig Sigurðardóttir
Varaseðlabankastjóri peningastefnu



Staða og horfur

Stríðsátök hafa veruleg áhrif á alþjóðahorfur ...

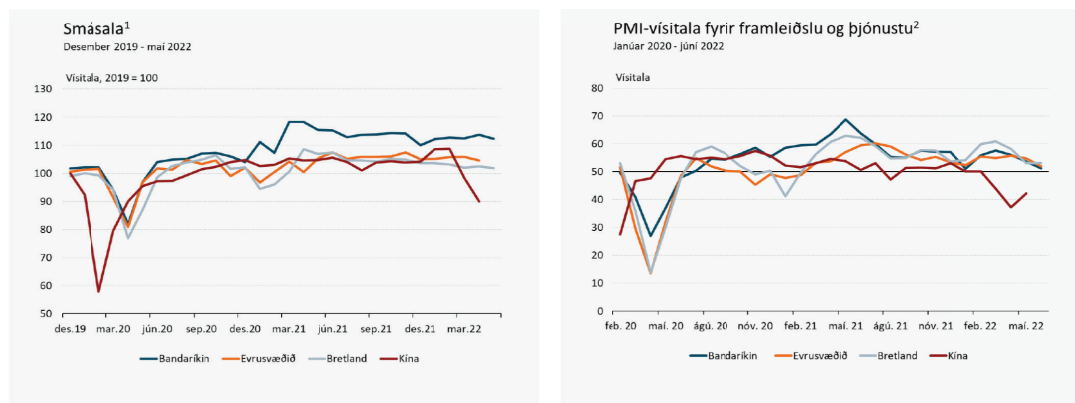
- Þótt Rússland og Úkraína vegi ekki þungt í heimshagkerfinu er vægi þeirra mikið í hrávöru- og matvælaframleiðslu
- Átökin valda usla á hrávörumörkuðum og verð hefur hækkað verulega – mikil hækkun innflutningsverðs um allan heim
- Dregur því úr kaupmætti heimila og hækkar aðfangakostnað fyrirtækja ...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



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

... og við bætast áhrif sóttvarnaraðgerða í Kína

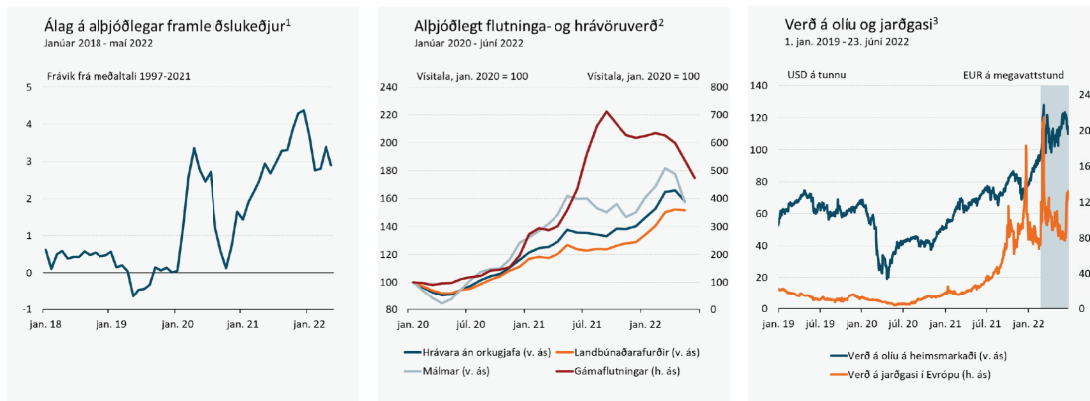
- Þrátt fyrir hækkandi framfærslukostnað hefur smásala í iðnríkjum í meginatriðum haldið velli – enn sem komið er ...
- ... en PMI-vísitölur benda til hægari vaxtar umsvifa fram á við
- Harðar sóttvarnaraðgerðir í Kína hafa hins vegar leitt til snarps samdráttar smásölu og lækkunar PMI-vísitölu þar í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



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

Prálátir framboðshnökrar og hátt hrávöruverð

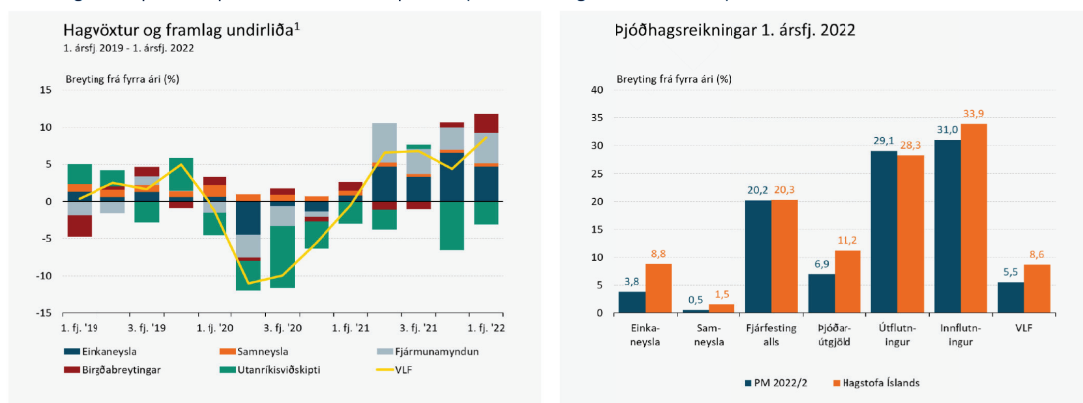
- Álag á alþjóðlegar framleiðslukeðjur virtist vera að minnka en bakslag vegna stríðs og sóttvarna í Kína en hjaðnaði á ný í maí ...
- ... flutningskostnaður lækkar áfram og hrávöruverð hefur lækkað lítillega eftir mikla hækkun í kjölfar innrásar
- Matvælaverð hefur þó lítið lækkað og orkuverð haldist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



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

Meiri hagvöxtur á F1 en gert var ráð fyrir í maíspá

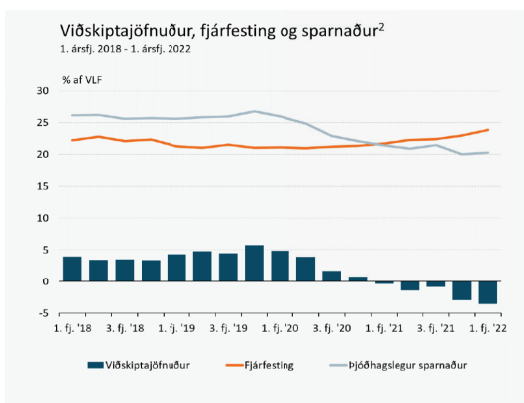
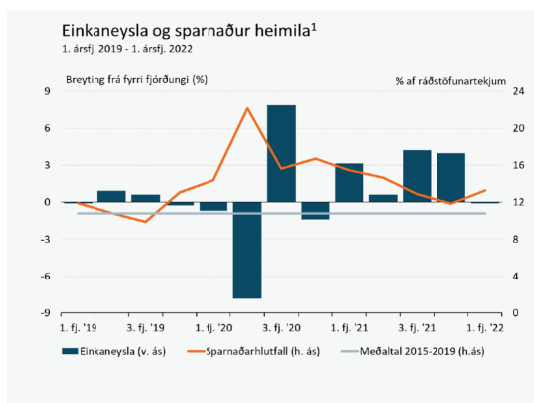
- Árhagvöxtur jókst á ný á F1 og mældist 8,6% – sá mesti síðan 2016
- Fór saman tæplega 9% ársaukning einkaneyslu og 20% aukning fjárfestingar
- Vöxtur þjóðarútgjalda töluvert meiri en spáð var í PM 22/2 en utanríkisviðskiptin veikari ...
- ... hagvöxtur því um 3 prósentum meiri en spáð var (en vísbendingar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



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

Sparnaður minnkar og viðskiptahalli myndast ...

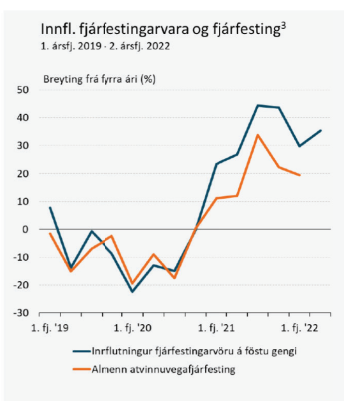
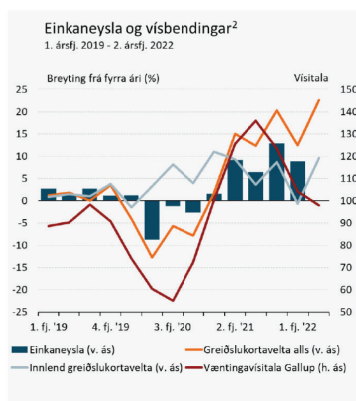
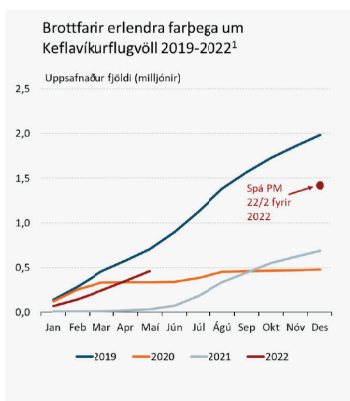
- Þótt einkaneysla hafi aukist mikið milli ára stóð hún í stað milli fjórðunga
- Sparnaðarhlutfallið hækkaði lítillega eftir nokkra lækkun undanfarna fjórðunga
- Minnkandi sparnaður heimila og halli á hinu opinbera hafa leitt til minnkandi þjóðhagslegs sparnaðar ...
- ... á sama tíma og fjárfesting hefur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



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

... og vísbendingar um áframhaldandi kröftug umsvif

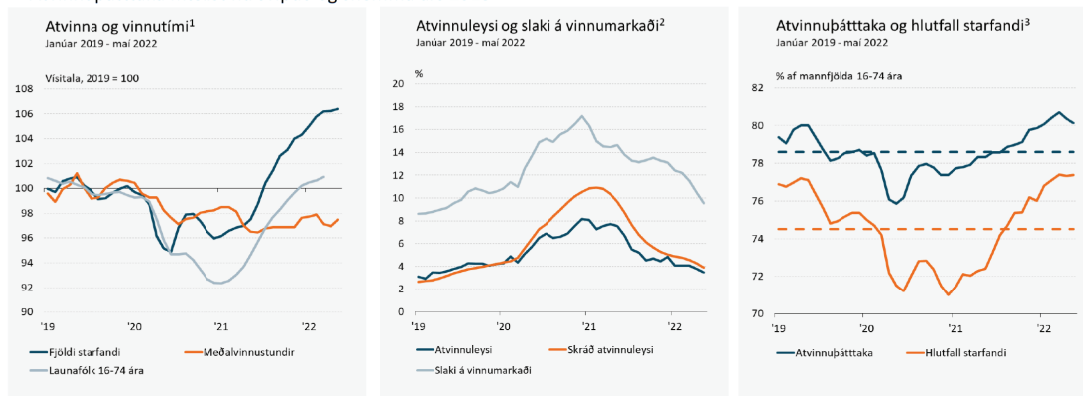
- Erlendum ferðamönnum fjölgað hratt og var fjöldi þeirra komin í 460 þús. í maí – heldur meira en í spád í maí
- Vísbendingar um áframhaldandi kraft innlendrar eftirspurnar:
 - ársvöxtur greiðslukortavelta aukist aftur það sem af er F2 (en bjartsýni heimila minnkar á mótí)
 - innflutningur fjárfestingarvöru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



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

Störfum fjölgar hratt og atvinnuleysi minnkar

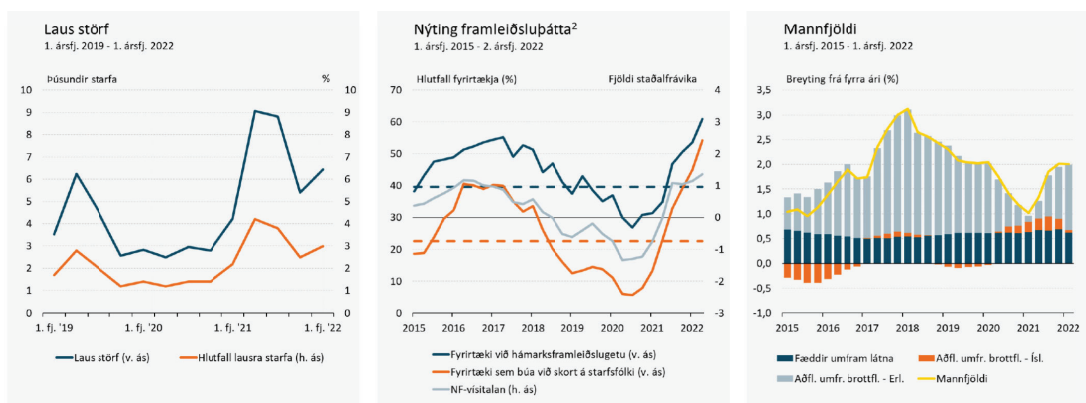
- Störfum fjölgar áfram hratt: fjöldi 6% yfir meðalfjölda 2019 (1% m.v. staðgreiðslugögn)
- Atvinnuleysi minnkað mikið og verið um 4% að meðaltali sl. 3 mánuði - 4-6 prósentum minna en á sama tíma í fyrra
- Komið á svipað stig og fyrir farsótt
- Atvinnuþáttaka mælist nú svipuð og snemma árs 2018



1. Launafólk samkvæmt tölum úr staðgreiðsluskrá ríkisskattstjóra en önnur gögn eru úr vinnumarkaðsskönnun Hagstofu Íslands. Fólk á aldrinum 16-74 ára. Þriggja mánaða hreyfinglega meðaltal árstíðarleiddra tölva. 2. Slaki á vinnumarkaði er atvinnuleysi, vinnultíur (þeir sem eru í hlúðastarfi en vilja vinna meira) og möguleg viðbót á vinnumarkaði (þeir sem eru tilbúnir að vinna en eru ekki að leita að vinnu og þeir sem eru að leita að vinnu en eru ekki tilbúnir að hefja störf innan tveggja vikna) sem hlutfall af mannafla með viðbót (mannafla að viðbætti mögulegrí viðbót á vinnumarkaði). Árstíðarleiddar tölur. Þriggja mánaða hreyfinglega meðaltal árstíðarleiddra tölva. 3. Árstíðarleiddrétt þriggja mánaða hreyfinglega meðaltal. Brotalínur sýna meðaltöl tímabilsins. Heimildir: Hagstofa Íslands, Vinnuálagstíðun, Seðlabanki Íslands.

Skortur á starfsfólki og fjölgun erlends vinnuaflds

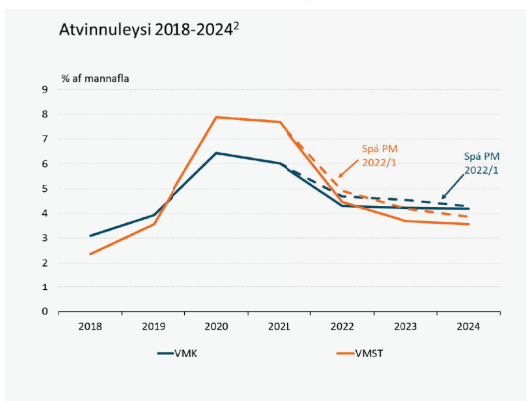
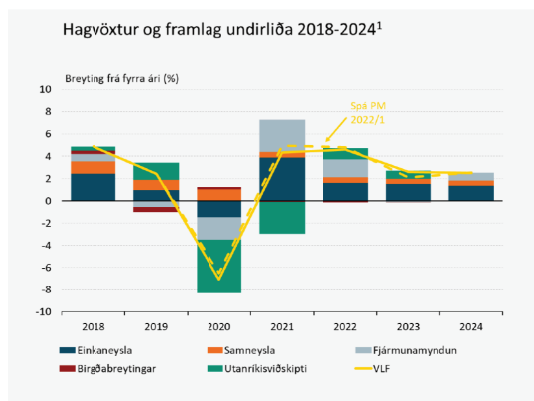
- Töluvert er um laus störf og vaxandi skortur er á starfsfólki: 54% fyrirtækja segjast skorta starfsfólk – hæsta gildið frá 2007
- Farið að reyna verulega á afkastagetu: 61% fyrirtækja segjast starfa við full afköst – hæsta gildið frá upphafi mælinga ...
- ... og erlendu vinnuafli er tekið að fjölga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



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

Spáð ágætum hagvexti og hjöðnun atvinnuleysis

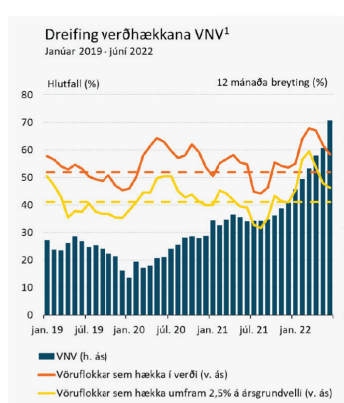
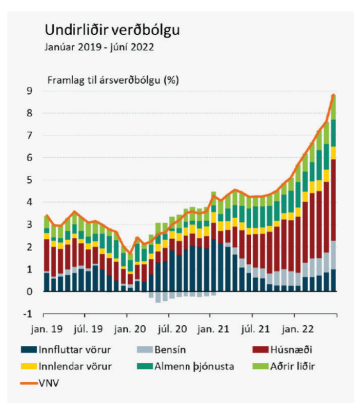
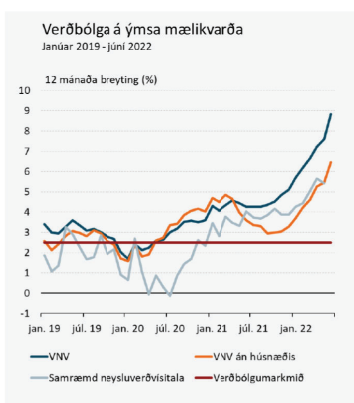
- Jákvæð grunnáhrif minni hagvaxtar í fyrra og vísbendingar um kröftugan vöxt umsvifa það sem af er ári vega á móti neikvæðum áhrifum stríðsátaka í Úkraínu
- Spáð 4,6% hagvexti í ár í maí og að horfur fyrir næstu 2 ár batni lítillega
- Atvinnuleysi hjaðnar áfram en hægar en undanfarið enda talið vera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



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

Mæld og undirliggjandi verðbólga aukist hratt

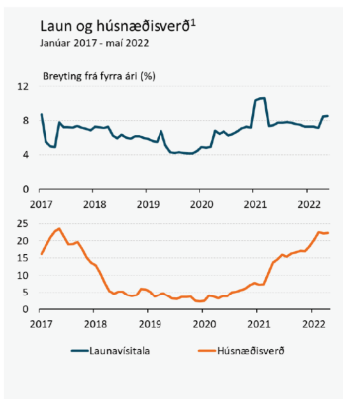
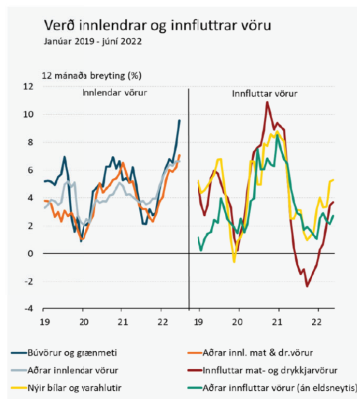
- Verðbólga var komin í 8,8% í júní – mesta verðbólga síðan í október 2009
- Verðbólga án húsnæðisliðar mælist einnig mikil og var 6,5% í júní (og HICP var 5,4% í maí – næst lægst í Evrópu)
- Undirliggjandi verðbólga hefur einnig aukist hratt og mælist í kringum 5½%
- Hlutfall liða sem hækka þó tekið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



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

Innlendur verðbólguþrýstingur en ISK vegur á mótí

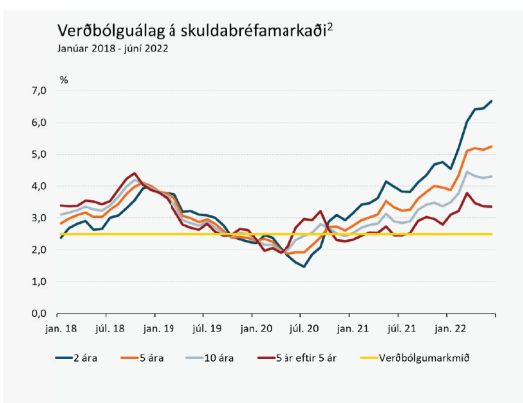
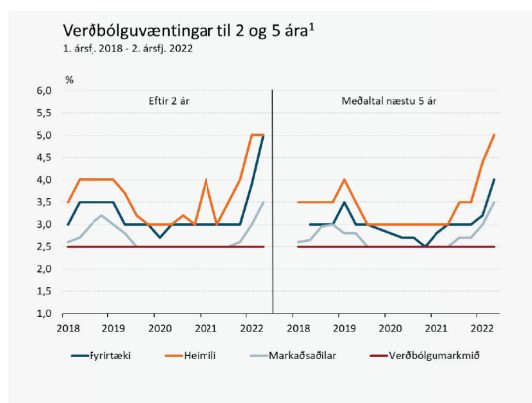
- Til viðbótar við innflutta verðbólgu bætist innlendur verðbólguþrýstingur ...
- ... sem endurspeglar kröftuga eftirspurn og birtist t.d. í miklum launahækkunum og hækkun húsnæðisverðs
- Á mótí vegur hins vegar hækkun á gengi krónunnar – ISK komið á svipað stig og rétt fyrir farsótt



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

Verðbólguvæntingar fyrirtækja og heimila hækka

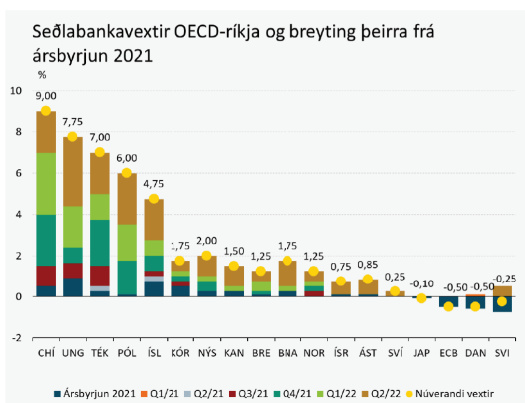
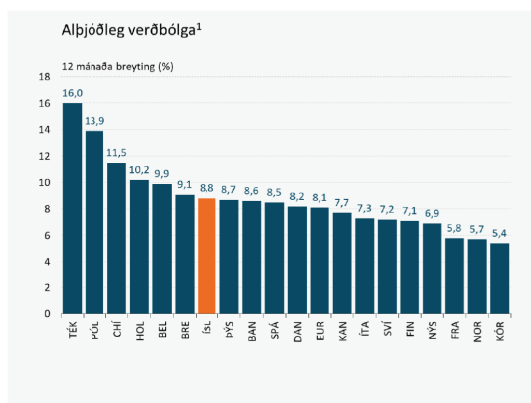
- Verðbólguvæntingar fyrirtækja til bæði skamms og lengri tíma hafa hækkað frá vorkönnuninni – búast við 4% verðbólgu til 5 ára
- Sama gildir um væntingar heimila sem búast við 5% verðbólgu á næstu 5 árum
- Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur hins vegar lítið breyst nýverið



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

Verðbólga mikil og eykst um allan heim

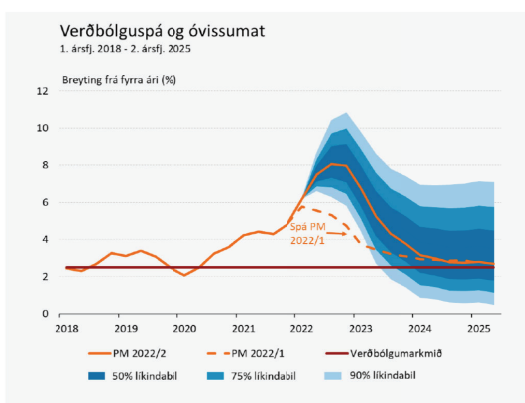
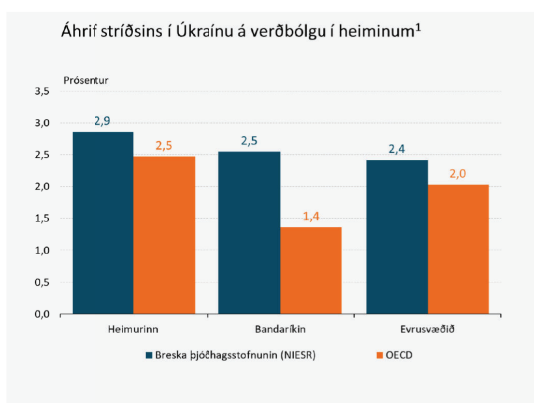
- Eins og hér á landi hefur verðbólga aukist hratt um allan heim
- Verðbólga 8,6% í Bandaríkjunum, 8,7% í Þýskalandi og 9% í Bretlandi og hefur verðbólga þar ekki verið meiri í fjóra áratugi
- ... og sums staðar er hún komin yfir 10%
- Seðlabankavextir hafa því verið hækkaðir um allan heim og víða í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



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

Verðbólguhorfur versna verulega – enn á ný

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



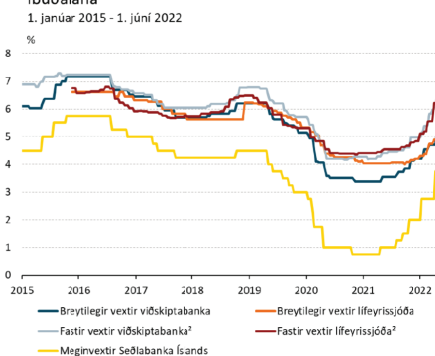
1. Mat á áhrifum stríðsátakanna á verðbólgu 2022 (NIESR) eða í heilt ár frá upphafi átaka (OECD).
Heimildir: Hagstofa Íslands, I. Lladze o.fl. (2022), „The economic costs of the Russia-Ukraine conflict“, NIESR Policy Paper nr. 32, OECD (2022), OECD Economic Outlook, Interim Report, Seðlabanki Íslands.

Miðlun peningastefnunnar

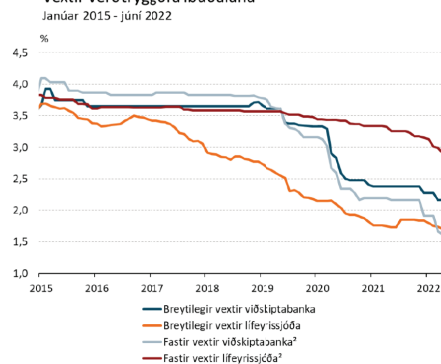
Miðlun peningastefnunnar

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

Meginvextir Seðlabankans og vextir óverðtryggðra íbúðalána¹



Vextir verðtryggðra íbúðalána¹



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

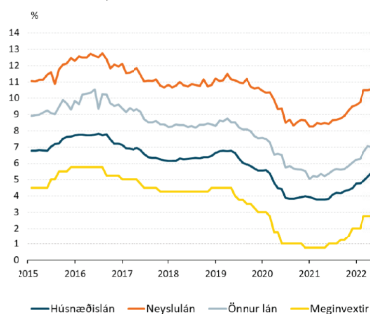
Heimildir: Almenni Lsj., Arion banki, Festa Lsj., Frjálsi Lsj., Gildi Lsj., Íslandsbanki, Landsbankinn, Lífsverk, Lsj. verslunarmanna, LSR, Söfnunarsjóður lífeyrisréttinda, Seðlabanki Íslands.

Miðlun peningastefnunnar

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

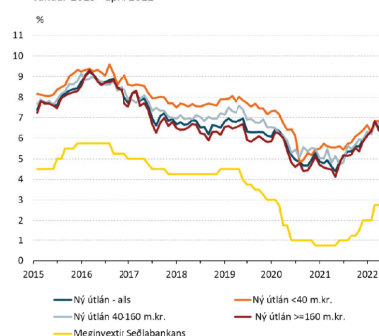
Meginvextir og vextir óverðtryggðra útlána til heimila¹

Janúar 2015 - apríl 2022



Meginvextir og vextir óverðtryggðra útlána til atvinnufyrirtækja²

Janúar 2015 - apríl 2022



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

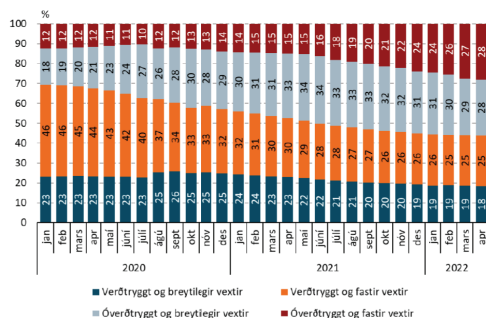
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Samsetning íbúðalána

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

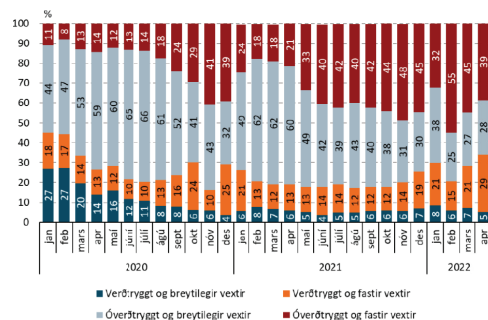
Tegund fasteignalána til neytenda¹

Janúar 2020 - apríl 2022



Tegund nýrra fasteignalána til neytenda¹

Janúar 2020 - apríl 2022



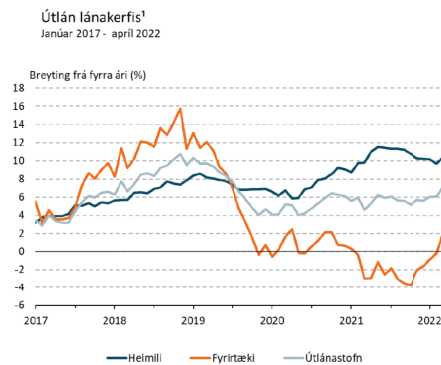
1. Hlutfallsleg skipting fasteignalána KMB og HMS til neytenda eftir tegundum. Frá ágúst 2020 ná tölur einnig til stærstu lífeyrissjóða.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Útlán lánakerfis



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

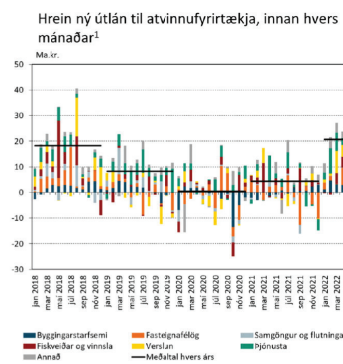
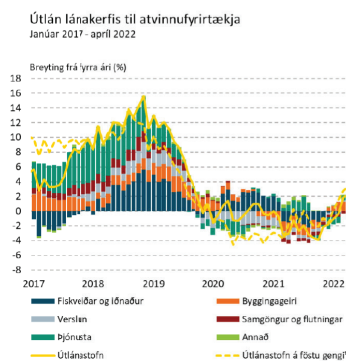


1. Leiðrétt fyri: endurlokkun og skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Eingöngu sjóðfélagalin meðtalin hjá lífeyrissjóðum. Án útlána til innlánsstofnana, fallinna fjármálafyrirtækja og ríkissjóðs. Fyrirtæki eru atvinnufyrirtæki og félagasamtök sem þjóna heimilum.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Útlán til fyrirtækja

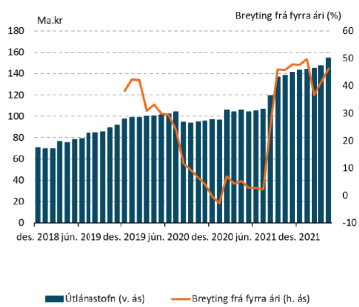


- Áætlað að útlán til atvinnufyrirtækja hafi aukist um 2,1% að nafnvirði í apríl (1,1% leiðr. fyrir endurlf.) og 3,4% á föstu gengi
- Útlán til byggingargeira hafa tekið við sér en útlán til ferðaþjónustu enn lítil
- Útlán fagfjárfestasjóða hafa aukist og einhver fyrirtæki sækja fjármagn með útgáfu markaðsskuldabréfa



1. Hrein ný útlán eru ný útlán að frágættum samningnum á milli afbrotum og uppreðnum. Tölur á flötu verflags. Tölur ná til innlánsstofnana, lífjóðs og Húsnæðissjóðs.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Útlán fagfjárfestasjóða til atvinnufyrirtækja
Desember 2018 - apríl 2022



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



March 27, 2001

Declaration on inflation target and a change in the exchange rate policy

(From March 27, 2001 – as amended by agreement between between the Prime Minister of Iceland and the Board of Governors of the Central Bank of Iceland on November 11, 2005, cf. Press release no. 35/2005)

On March 27, 2001 the Prime Minister and the Governors of the Central Bank of Iceland signed a declaration on changes in the framework of monetary policy in Iceland. The declaration is as follows:

The Government of Iceland and the Central Bank of Iceland have decided the following changes in the framework of monetary policy in Iceland, effective March 28, 2001:

- (1) The main target of monetary policy will be price stability as defined below. The Central Bank shall also promote financial stability and the main objectives of the economic policy of the Government as long as it does not deem it inconsistent with the Bank's main objective of price stability.
- (2) Rather than basing monetary policy on keeping the exchange rate within a fluctuation band, the Central Bank will aim at keeping inflation within defined limits as specified below.
- (3) The change described above implies that the fluctuation limits for the króna are abolished. Nevertheless, the exchange rate will continue to be an important indicator in the conduct of monetary policy.
- (4) The Government grants full authority to the Central Bank to use its instruments in order to attain the inflation target.
- (5) Later this week, the Government will submit to Parliament a bill on a new Central Bank Act which, once enacted, will legally confirm the decisions described above on making price stability the main objective of monetary policy and on the independence of the Central Bank to use its instruments.
- (6) The inflation target of the Central Bank will be based on 12-month changes in the consumer price index as calculated by Statistics Iceland. Statistics Iceland will also be asked to calculate one or more indices which may be used to assess the underlying rate of inflation, as will be further agreed between the Central Bank and Statistics Iceland. The Central Bank will take note of such indices in its assessment of inflation and in the implementation of monetary policy.

(7) The Central Bank will aim at an annual inflation rate of about 2½ per cent.

(8) If inflation deviates by more than 1½ percentage point from the target, the Central Bank shall bring it inside that range as quickly as possible. In such circumstances, the Bank will be obliged to submit a report to the Government explaining the reasons for the deviations from the target, how the Bank intends to react and how long it will take to reach the inflation target again in the Bank's assessment. The report of the Bank shall be made public.

(9) The Central Bank shall aim at attaining the inflation target of 2½ percent not later than by the end of 2003. In the year 2001, the upper Declaration on inflation target and a change in the exchange rate policy limit for inflation shall be 3½ percentage points above the inflation target but 2 percentage points above it in the year 2002. The lower limit for inflation will always be 1½ percentage point below the inflation target. Should inflation move outside the target range in 2001 and 2002, the Bank shall respond as set out in item 8 above.

(10) Despite the elimination of the fluctuation limits for the króna, the Central Bank will intervene in the foreign exchange market if it deems such action necessary in order to promote the inflation objective described above or if it thinks that exchange rate fluctuations might undermine financial stability.

(11) The Central Bank shall publish inflation forecasts, projecting inflation at least two years into the future. Forecasts shall be published in the Bank's Monetary Bulletin. This shall also contain the Bank's assessment of the main uncertainties pertaining to the inflation forecast. The Bank shall also publish its assessment of the current economic situation and outlook.

[Amended text by agreement between the Prime Minister of Iceland and the Board of Governors of the Central Bank of Iceland on November 11, 2005]

(12) The Central Bank shall in its publications explain how successful it is in implementing the inflation target policy. The Governors will also report to the Minister, the Government and committees of the Parliament on the policy of the Bank and its assessment of current economic trends and prospects.

