


# FÍLLINN Í HERBERGINU

OG LEITIN AÐ PENINGASTEFNUNNI





**Fíllinn í herberginu er þögnin um peningastefnu Íslands.**

Bætt hagstjórn tryggir Íslendingum betri lífskjör. Það kallar á að aðilar vinnumarkaðarins, stjórnvöld og Seðlabankinn vinni saman. Í samanburði 60 samkeppnishæfustu þjóða heims skrapar Ísland botninn þegar lítið er til skammtímvaxta, peningastefnu og gjaldmiðilsins.

**VIÐ GETUM GERT BETUR**



Forysta um samkeppnishæft rekstrarumhverfi sem stuðlar að arðbæru,  
fjölbreyttu og ábyrgu atvinnulífi og bætir líf skjör allra

## PENINGASTEFNA EFTIR HÖFT

Meginmarkmið Seðlabanka Íslands er stöðugt verðlag. Nú stendur yfir eitt lengsta verðstöðugleikatímabil Íslands-sögunnar en stöðugleiki innan fjármagnshafta er ekki trygging fyrir stöðugleika utan þeirra.

Íslenska peningastefnan er þó enn í mótun og verður áfram á næstu árum. Við mótun hennar duga engar skyndilausnir. Vandí íslenskrar hagstjórnar verður ekki leystur með upptöku nýrrar myntar eða með því að hverfa eina ferðina enn frá gildandi peningastefnu vegna slælegs árangurs. Við blasir langtímaverkefni sem snýst um að leysa undirliggjandi vanda með bættri hagstjórn. Byggja þarf upp trúverðuga peningastefnu sem tryggir stöðugleika til langframa og er studd af stefnu í ríkisfjármálum og kjaramálum á hverjum tíma. Ábyrgðin liggur ekki aðeins hjá Seðlabankanum heldur einnig stjórnvöldum og aðilum vinnumarkaðar.

Við endurskoðun peningastefunnar þarf einkum að líta til fjögurra eftirfarandi þátta:

### 1. SAMHÆFD HAGSTJÓRN EYKUR STÖÐUGLEIKA

Stöðugt verðlag næst ekki til langframa nema efnahagsstefnan sé samhæfð, þ.e. peningastefnan, fjármálastefna hins opinbera og stefnan í kjaramálum. Aðilar vinnumarkaðar hagi launahækkunum þannig að þær samræmist markmiðum um verðstöðugleika. Fjármálastefna hins opinbera miði að því að örva hagkerfið á tímum samdráttar en slá á þenslu á tímum góðæris. Ríkja þarf pólitísk samstaða um verðstöðugleika sem meginmarkmið og skilningur á aðgerðum sem beita þarf til að varðveita hann.

Mikilvægar efnahagslegar umbætur eru áformaðar og í undirbúningi á vinnumarkaði og hjá hinu opinbera sem geta skilað miklum árangri ef vel tekst til.

**SALEK samkomulagið á vinnumarkaði** byggist á samkomulagi um breytt vinnubrögð að norrænni fyrirmynd. Nýtt vinnumarkaðslíkan byggist á fjórum meginþáttum:

1. Leiðandi samningsaðilar geri kjarasaminga innan marka efnahagslegs svigrúms og með hliðsjón af samkeppnisstöðu útflutningsgreina.



2. Aðrir kjarahópar, smáir sem stórir, skuldbindi sig til að vinna innan þessa efnahagslega svigrúms.
3. Fastlaunahópum sé tryggð jafnstaða á við markaðslaunahópa með tengingu við launaskrið á vinnumarkaði.
4. Embætti ríkissáttasemjara verði eftt og skerpt á efnahagslegri ábyrgð þess við úrlausn kjaradeilna.

SALEK samkomulagið er einstakt tækifæri til að breyta vinnubrögðum á íslenskum vinnumarkaði en skili það ekki tilætluðum árangri er næsta víst að langvinnur stöðugleiki verður áfram fjarlæggt markmið.

**Innleiðing fjármálareglna** í lögum um opinber fjármál hafa það markmið að stuðla að góðri hagstjórn með ábyrgri stjórn opinberra fjármála. Fjármálareglan nær til viðmiða um afkomu og skulda hins opinbera. SA hafa bent á að með tilkomu slíkrar reglu sé ekki gengið nægjanlega langt þar sem hún tekur ekki á meginvanda opinberra fjármála. Með því að líta einungis til afkomu og skulda hins opinbera geta útgjöldin þanist út með ósjálfbærum hætti á tíma góðæris. SA hafa lagt til að stjórnvöld ættu, í stað afkomureglu, fremur að lögfesta útgjaldareglu sem takmarkar nafnvöxt ríkisútgjalda.

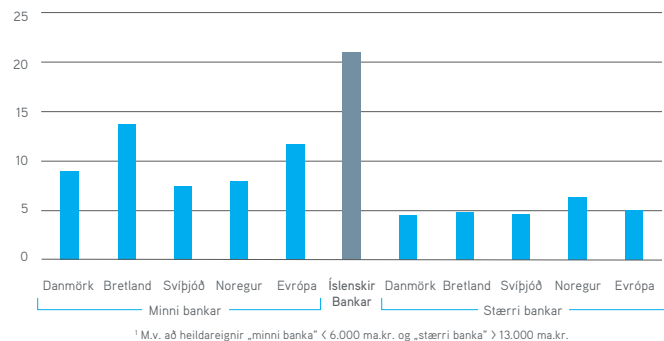
## 2. ÞJÓÐHAGSVARÚÐ MIKILVÆG EN SAMKEPPNISHÆFNIN MÁ EKKI GLEYMAST

Á árunum 2010 og 2012 gaf Seðlabankinn út tvö rit, Peningastefnan eftir höft og Varúðarreglur eftir fjármagnshöft. Í ritunum lýsti Seðlabankinn nýjum ramma peningastefnunnar og greindi frá þjóðhagsvarúðartækjum sem hann teldi þörf innleiðingar á til að styðja við peningastefnuna og tryggja fjármálastöðugleika. Varúðartækin eru hugsuð til stuðnings við vaxtataki Seðlabankans. Margar þessara reglna hafa verið lögfestar en aðrar eru til meðferðar á Alþingi eða enn í mótnun. Lögfestar hafa verið reglur um laust fé og fjármögnun, reglur um gjaldeyrisjöfnuð banka og takmörkun á innlánaðöfnun erlendis. Þá hafa verið lögð fram frumvörp um gjaldeyrislán óvarinna aðila.

Ísland er ekki eitt um að innleiða þjóðhagsvarúðartæki en víða erlendis hefur þróunin verið í þá átt. Við slíka innleiðingu verður þó að gæta meðalhófs ef lágmarka á neikvæð áhrif á samkeppnishæfni landsins og þar með á langtímahagvöxt og lífskjör. Sé bankakerfið tekið sem dæmi hefur reglum í kringum það fjölgað umtalsvert og eftirlit verið aukið. Það eru eðlileg viðbrögð við fyrri reynslu en þar með er þó ekki öll sagan sögð. Auknar skatta- og gjaldaálögur, auk strangari kröfu um eiginfjárbindingu, hafa aukið kostnað fjármálafyrirtækja

verulega með þeim afleiðingum að þau búa ekki við sambærileg skilyrði og erlend fjármálafyrirtæki. Samkeppnishæfni þeirra er skert sem birtist í vexti innlendra skuggabankastarfsemi og vaxandi markaðshlutdeild erlendra banka sem er orðin 30% í lánveitingum til íslenskra fyrirtækja.

Eigið fé í hlutfalli við heildareignir<sup>1</sup> - staða í árslok 2013 (%)



<sup>1</sup> M.v. að heildareignir „minni banka“ < 6.000 ma.kr. og „stærri banka“ > 13.000 ma.kr.

<sup>2</sup> staðan í árslok 2015 fyrir íslensku bankana

Heimildir: Ársreikningar banka, efnahagsviðs SA

## Kvaðir á vaxtamunarviðskipti: Ábati verður að vera umfram kostnað

Innflæðishöft á erlenda aðila er ein tegund varúðarreglna sem ætlað er að sporna gegn óstöðugleika í efnahagslífinu vegna vaxtamunarviðskipta. Þau geta þó haft neikvæð áhrif á erlenda fjárfestingu og dregið úr hagvexti. Stjórnvöld og Seðlabanki þurfa að finna hinn gullna meðalveg milli aukinnar reglusetningar og frjálsslyndrar efnahagsstefnu. Sem fyrr er heillavængast að láta frjálssræðið njóta vafans og innleiða ekki íþyngjandi reglur nema sannfæring sé fyrir því að ábati sé umfram kostnað. Aldrei verður hægt að koma í veg fyrir fjármálaáföll, jafnvel með ströngustu reglum. Stuðningstækin geta vissulega dregið úr líkum á þeim, eða minnkað efnahagslegan skaða, en hagkerfi eru of margslungin til að miðstýrt yfirvald geti séð fyrir allar mögulegar upptakur.

## 3. LOSUN HAFTA: TÍMABÆRT AÐ LÁTA REYNA Á MARKAÐSGENGI KRÓNUNNAR

Stærstu óvissuþáttum um gengi íslensku krónunnar hefur verið rutt úr vegi. Við núverandi kringumstæður í hagkerfinu er full ástæða til að láta reyna á markaðsgengi krónunnar og losa um fjármagnshöft á alla innlenda aðila.

Fjármagnsflæði verði þannig að fullu gert frjálst, að frátöldu því sem falli undir varúðarreglur Seðlabankans. Slík aðgerð er nauðsynleg til að hamlar óhóflegri styrkingu krónunnar.

Við ríkjandi aðstæður, þar sem mikið fjármagn streymir inn í landið, er ástæðulaust að Seðlabankinn sé einn á kauphliðinni í þeirri viðleitni að sporna gegn styrkingu krónunnar. Lífeyrissjóðir hafa frá árinu 2008 nánast eingöngu getað fjárfest innanlands og er uppsöfnuð fjárfestingaþörf þeirra erlendis orðin hátt í 200 milljarðar króna. Lagðar hafa verið til hraðahindranir á erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða vegna þessarar uppsöfnuðu þarfar en í ljósi mikils innstreymis gjaldeyris liggur beint við að lífeyrissjóðir fái fullt frelsi til fjárfestinga erlendis. Þurfi lífeyrissjóðir áfram að búa við fjármagnshöft mun ekki reyna á markaðsverðmyndun krónunnar.

#### 4. AUKA ÞARF SKILNING Á MIKILVÆGI VERÐSTÖÐUGLEIKA

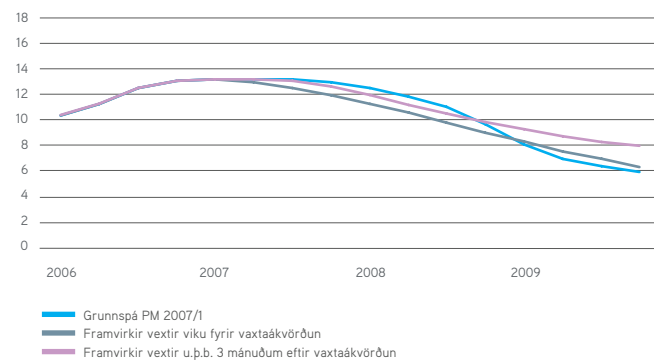
Vinna þarf markvisst að samstöðu um mikilvægi verðstöðugleika með því að auka skilning almennings og stjórnmalamanna á gangverki og hlutverki peningastefnunnar. Seðlabankinn gegnir þar lykilhlutverki og ef vel tekst til fjölgar bandamönnum hans.

**Aukin fræðsla.** Almenn fræðsla er mikilvæg og ber Seðlabankanum að líta til reynslu annarra seðlabanka sem hafa lagt sig fram um að fræða almenning á auðskiljanlegan hátt um kosti og virkni þeirrar stefnu sem þeir fylgja. Samstaða og skilningur eru hornsteinar árangursríkrar peningastefnu.

**Aukið gagnsæi.** Seðlabankinn gerir sjálfum sér óleik með því að hafa mikinn mun á inn- og útlánsvöxtum bankans. Betur færi á því að vaxtagangurinn væri þrengdur og þannig dregið úr óvissu um hverjir virkir stýrvextirnir séu á hverjum tíma og hvernig þeir muni þróast í framtíðinni.

Seðlabankinn hefur fært rök fyrir mikilvægi þess að birta væntan stýrivaxtaferil. Á árunum 2007-2008 birti Seðlabanki Íslands eigin spáferil um stýrivexti. Sú ákvörðun var vel rökstudd af bankanum sjálfum og árangurinn góður. Væntingar markaðar, heimila og fyrirtækja færðust í átt að væntum vaxtaferli og vextir Seðlabankans höfðu því aukin áhrif á langtímavexti. Þá jókst umræða um langtímavaxtastefnu bankans í stað þess að einblínt væri á einstakar vaxtaákvörðanir.

Spáferill stýrivaxta og framvirkir vextir (%)



Heimild: Seðlabanki Íslands

#### Regluleg endurskoðun peningastefnunnar

Mikilvægt er að peningastefnan sé ekki yfir gagnrýni hafin og endurmetin með reglulegu millibili. Slíkt endurmat þarf ekki að leiða til róttækra breytinga heldur er opin umræða og endurskoðun góð leið til að slétta úr hnökrum og skapa faglegra yfirbragð. Mikilvægt er að breiður hópur fagaðila komi að slíkri endurskoðun til að tryggja aukna sátt um og stuðning við peningastefnuna. Ferli þar sem tillögur til úrbóta væru ræddar myndu styrkja peningastefnuna og vekja aukið traust á henni meðal almennings<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Sjá einnig tillögur Samráðsveitvangs um aukna hagsæld

## ÓSTÖÐUGLEIKI SKERÐIR SAMKEPPNISHÆFNI ÍSLANDS

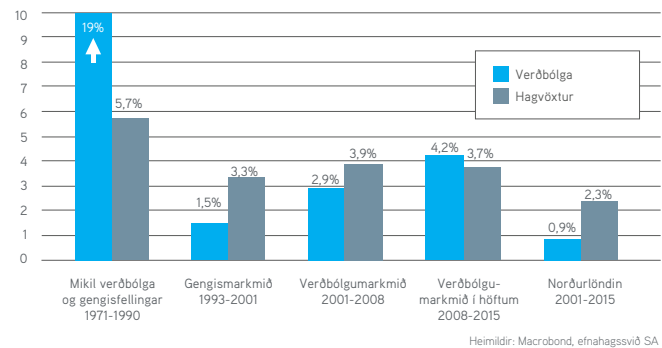
Samtök atvinnulífsins hafa sett það markmið að Ísland komist í hóp 10 samkeppnishæfustu ríkja heims fyrir árið 2024 en landið var í 24. sæti árið 2015. Útilokað er að komast í þann hóp nema að Ísland bæti sig verulega á þeim sviðum sem árangur er lakastur. Samstaða þarf að nást um bættu hagstjórn svo mögulegt verði að fylgja trúverðugri og skilvirkri peningastefnu. Skilgreina þarf þætti sem betur mega fara og finna viðeigandi og framkvæmanlegar lausnir sem hrint verði í framkvæmd.

Meginmarkmið Seðlabanka Íslands er stöðugt verðlag. Alþingi lögfesti formlegt verðbólguþolmið þann 27. mars 2001 og er stöðugt verðlag skilgreint sem 2,5% verðbólga á ársgrundvelli. Hlutverk Seðlabankans er að halda verðbólgunni sem næst markmiðinu.

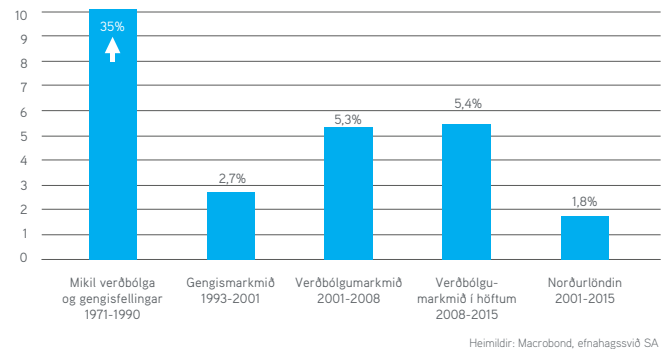
Verðbólguþolmið Seðlabankans byggir á erlendri fyrirmynd en í flestum ríkjum er stefnt að stöðugu verðlagi og almenn samstaða ríkir um að slíkt umhverfi sé best til þess fallið að stuðla að varanlegum hagvexti og bættum lífskjörum. Leið Seðlabanka að þessu marki er aðallega bundin beitingu stýrivaxta en að undanförunu hefur notkun svonefndra þjóðhagsvarúðartækja einnig fært í vexti til að jafna sveiflur, draga úr kerfisáhættu og styðja þannig við framkvæmd verðbólguþolmiðsins.

Ein meginforsenda þess að verðbólga haldist stöðug er að fyrirtæki og einstaklingar vænti þess að verðbólga haldist nálægt markmiðinu og þau taki ákvarðanir um laun og verð samkvæmt því. Árangur Seðlabanka er háður orðspori þeirra og trausti á því að það sé í þeirra valdi að ná settu markmiði. Á Íslandi hefur þessi vegferð verið torsótt. Verðbólga er samofin Íslandssögu síðustu áratuga og fátt eins áberandi í íslenskum stjórnmálum og áhyggjur af verðbólgu. Ýmsar leiðir hafa verið farnar á sviði peningamálastjórnar til að kveða niður verðbólgu og árangurinn verið misjafn. Ef borin eru saman tímabil síðustu áratuga við mismunandi fyrirkomulag í peningámálum kemur í ljós að mesti stöðugleikinn ríkti við fyrirkomulag fastgengis á tíunda áratug síðustu aldar. Sú stefna komst á endastöð í upphafi þessarar aldar, þegar Seðlabankinn gat ekki lengur haldið krónunni innan vikmarka, og samhlíða því féll gengi krónunnar.

Sveiflur í verðbólgu og hagvexti á mismunandi tímabilum - staðalfrávik verðbólgu og hagvaxtar (%)



Meðalverðbólga eftir tímabilum - meðaltal ársverðbólgu (%)



Í kjölfar endaloka fastgengisstefnunnar var tekið upp verðbólguþolmið en það fyrirkomulag er við lýði í flestum sambærilegum ríkjum og hefur reynst vel. Vandí Íslendinga liggur því ekki í fyrirkomulaginu heldur framkvæmdinni. Á þeim vanda er engin töfralausn en nauðsynlegar forsendur verðstöðugleika eru þó vel þekktar. Meginforsendan er að allir meginkraftar efnahagsstefnunnar verða að toga í sömu átt svo hægt sé að ná tökum á verðbólgu, en ekki nægir að varpa ábyrgðinni á Seðlabankann einan.

Slíka samstöðu hefur skort í verki þrátt fyrir góðan vilja í orði kveðnu. Fæstum dylst að mikil og óstöðug verðbólga er alvarleg meinsemd sem bitnar jafnt á heimilum sem fyrirtækjum, en þrátt fyrir það hefur hagstjórn fremur verið sveiflumagnandi en sveiflujafnandi og afleiðingarnar eftir því.

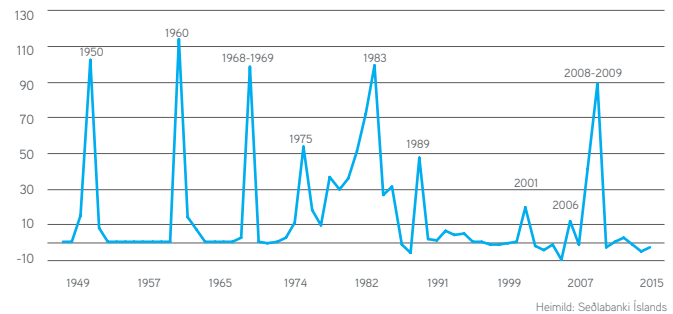
Íslendingum er tamt að leita sökudólga og ristir sú umræða jafnan grunnt. Krónan er af mörgum talinn afleitur gjaldmiðill sem ekki eigi sér viðreisnar von og aðrir virðast telja að íslensk fyrirtæki séu í eðli sínu verri en fyrirtæki í öðrum löndum og líklegri til að velta launahækkunum og veikingu gjaldmiðilsins yfir í verðlag. Minna fer fyrir fræðilegum rökstuðningi fyrir orsökum mikilla sveifna í íslensku hagkerfi og hvort unnt sé að grípa til raunhæfra aðgerða svo peningastefnan skili sama árangri og önnur sambærileg ríki hafa náð. Jafnvel þótt skilningur ríki á því grundvallarlögmáli að ekki sé hægt að hækka laun til langframa langt umfram framleiðni, eða óskynsamlegt sé að auka ríkisútgjöld í efnahagsþenslu, fer lítið fyrir þeim sjónarmiðum þegar til kastanna kemur. Þegar óhjákvæmilegar afleiðingar óábyrgrar stefnu í kjaramálum eða opinberum fjármálum koma í ljós er jafnan leitað allt annarra skýringa en þeirra sem í raun ollu vandanum. Skyldi því engan undra að þegar hleypt er af hinum reglulegu íslensku verðbóluskotum veit þorri landsmanna ekki hvaðan á sig stendur veðrið.

Ástæður verðbólguhneigðar íslensks efnahagslífs eru margar og djúpstæðar. Íslenska efnahagsvélin býr við hönnunargalla sem felst í því að kraftar hennar toga í mismunandi áttir. Þrír helstu kraftar efnahagsmálanna vinna sjaldnast samtímis að sama markmiðinu, þ.e. verðstöðugleika. Peningamálin, opinberu fjármálin og vinnumarkaðurinn eru ekki samstillt og fara jafnan sínar eigin leiðir óháð markmiðum á öðrum sviðum.

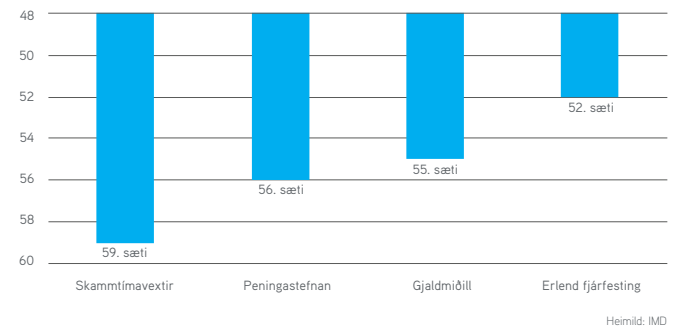
Til að peningastefnan beri árangur þarf miðlun vaxtabreytinga Seðlabankans að skila sér vel frá skammtíma vöxtum til langtíma útlánvaxta og að lokum til raunhagkerfisins. Trúverðugleiki peningastefnunnar gegnir mikilvægu hlutverki því ef hann er fyrir hendi eru lánveitendur líklegir til þess að breyta öllum vöxtum til samræmis við vaxtabreytingar bankans.

Hönnunargalli peningastefnunnar birtist í því að vaxtateki Seðlabankans hefur reynst heldur bitlitið í þeirri viðleitni bankans að hafa áhrif á einkaneyslu og fjárfestingar. Þannig virðast viðvarandi háir vextir á Íslandi ekki hafa nægileg áhrif á innlenda eftirspurn. Á hinn bóginn hafa háir stýrivextir bankans, langt umfram það sem gerist í viðskiptalöndunum, vakið áhuga erlendra skammtíma fjárfesta sem sækjast eftir góðri ávöxtun á Íslandi. Mikið

Breytingar á gengi ISK gagnvart USD - breyting á ársmeðaltali (%)



Samkeppnishæfni Íslands í stjórn peningamála - frá 1. sæti til 60. sæti



innstreymi slíkra fjármuna getur valdið jafnvægisleysi í þjóðarbúskapnum og styrkingu krónunnar sem ýtir undir innflutning og stuðlar að halla í utanríkisviðskiptum. Þá geta slík vaxtamunarviðskipti einnig haft óæskileg verðbólúáhrif á eignamarkaði. Skortur á trúverðugleika peningastefnunnar og kerfislægur galli gerir erfiðara um vik að halda aftur af sveiflum í gengi gjaldmiðilsins og stuðla að verðstöðugleika til langframa.

Opinber fjármál hafa iðulega magnað efnahagssveiflur fremur en jafnað. Frammistaða hins opinbera við sveiflujöfnun er lökust á Íslandi í samanburði OECD-ríkja, að Grikklandi og Eistlandi undanskildum. Ríkisvaldið vinnur þannig gegn stöðugleikamarkmiðinu sem löggjafinn hefur sett því og falið Seðlabankanum að ná. Áhrif þess að ríkisvaldið vinnur



gegn verðbólgu markmiðinu eru þau að vextir verða enn hærri en ella. Stjórnámálameinn gagnrýna síðan Seðlabankann fyrir að beita vöxtum til að stuðla að stöðugleika. Þessi glundroði grefur undan trúverðugleika markmiðsins um verðstöðugleika og þar með undan gjaldmiðlinum sjálfum.

Það háir vinnumarkaðnum að svo virðist sem ekki sé unnt að stuðla að vinnufriði nema laun hækki tvöfalt til þrefalt meira en í viðskiptalöndunum ár hvert, eða sem nemur 5-6% á ári að jafnaði. Í kjarasamningum er sífellt stefnt að samþjöppun launahlutfalla sem vinnumarkaðurinn leiðréttir jafnharðan með launaskriði. Vinnumarkaðurinn einkennist af höfrungahlaupi þar sem hver hópurinn á fætur öðrum beitir verkfallsvopninu, eða öðrum sambærilegum aðgerðum, til að knýja á um meiri launahækkanir en aðrir hópar fá. Launahækkanir af íslenskri stærðargráðu samrýmast ekki stöðugu verðlagi og leiða á endanum til þess að kaupmáttur launa verður að rýrna með veikingu gjaldmiðilsins.

Varanlegur stöðugleiki næst ekki í íslensku efnahagslífi nema endurbætur verði gerðar á peningastefnunni, fjármálastefnu hins opinbera og íslenska vinnumarkaðslíkaninu. Reglulegt gengisfall krónunnar er afleiðing kerfisgalla og slakrar hagstjórnar, en ekki því að krónan sé í eðli sínu dæmd til að vera ónýtur gjaldmiðill.

Alþingi hefur sett ný lög um opinber fjármál sem vonir eru bundnar við að bæti fjármálastjórn hins opinbera og auki ábyrgð þess. Helstu heildarsamtök vinnumarkaðarins hafa tekið höndum saman um endurbætur á íslenska vinnumarkaðslíkaninu, en forsenda þess eru breytingar á vinnulöggjöf, m.a. auknar heimildir ríkissáttasemjara, sem óhjákvæmilega munu valda deilum. Jafnframt er nú litið til úrbóta á peningastefnunni með það að markmiði að auka áhrifamátt hennar.

## SAMSTAÐA UM VERÐSTÖÐUGLEIKA

Breytingar á stýrivöxtum geta ekki einar og óstuddar stuðlað að stöðugu verðlagi. Verðstöðugleiki er samstarfs-  
verkefni og til að ná honum þarf sameiginlegan skilning og breytni allra arma hagstjórnar, nokkuð sem mjög hefur skort gegnum tíðina.

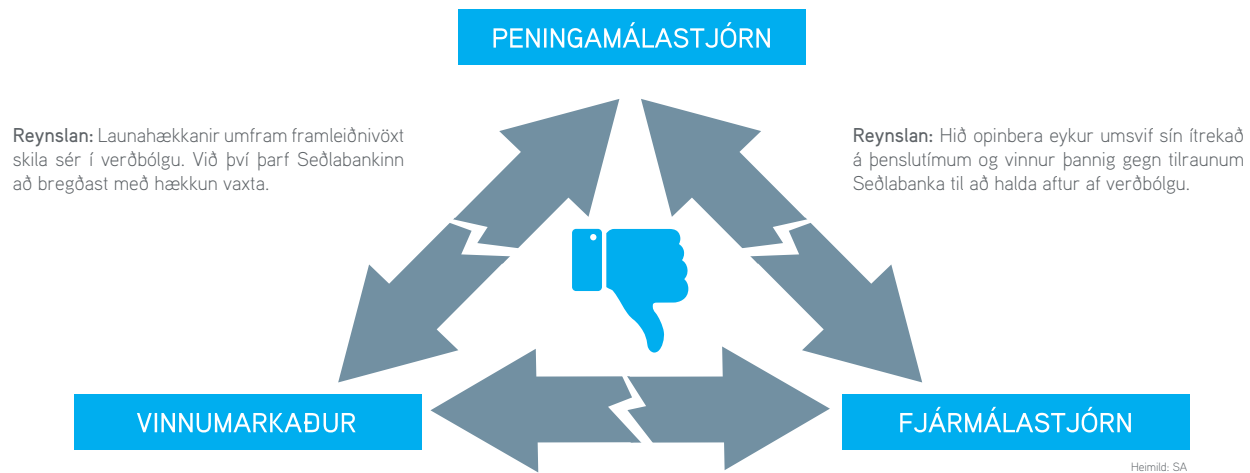
Fjármálastefna hins opinbera og kjarasamningar hafa markast af andrúmslofti hvers tíma fremur en langtíamarkmiði um verðstöðugleika og hámarkskaupmáttar til lengri tíma. Fjármálastefnan hefur magnað sveiflur í stað þess að jafna þær og á vinnumarkaðnum hafa laun að jafnaði hækkað þrefalt meira en í viðskiptalöndunum. Opinber útgjöld og launabreytingar hafa því stuðlað að aukinni verðbólgu og þenslu í góðu árferði sem síðan hefur tæmt svigrúmið til að milda höggið þegar krepur að.

Þegar til kastanna kemur ríkir ekki samstaða um stefnu verðstöðugleika á Íslandi, hvorki meðal almennings né stjórnmalamanna. Stuðningur við

sársaukafullar aðgerðir til skemmri tíma hafa verið hverfandi þrátt fyrir sannanlegan langtímaábata þeirra. Dýr kosningaloforð, skammtímaákvæðanir um aukna atvinnu eða miklar launahækkningar hafa notið forgangs þó vel sé þekkt að aukinni velferð og bættum lífskjörum verði best náð á lengri tíma við aðstæður stöðugs verðlags. Af þessari ástæðu er mikilvægt að unnið sé að auknum skilningi á virkni peningastefnunnar og mikilvægi efnahagslegs stöðugleika þannig að samstaða náist um nauðsynlegar aðgerðir til að viðhalda honum.

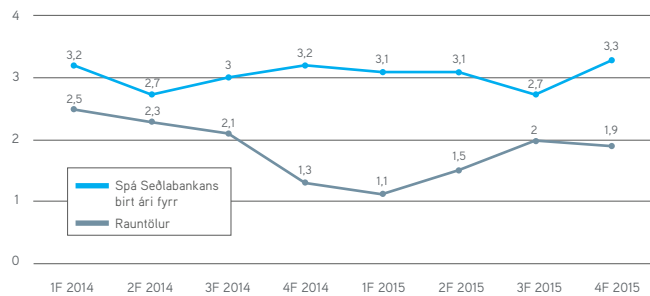
### Á MEÐAN TRÚVERÐUGLEIKA SKORTIR VERÐA VEXTIR ÁFRAM HÁIR

Þrátt fyrir eitt lengsta verðstöðugleikatímabil Íslandssögunnar eru raunvextir háir og hafa farið hækkanði. Í tvö ár hefur verðbólgan verið umtalsvert minni en spár Seðlabankans gerðu ráð fyrir, verðbólguvæntingar lágur og aðhald peningastefnunnar þannig verið meira en stefnt var að. Seðlabankinn hefur verið varfærinn við lækkun vaxta þrátt fyrir að verðbólga og verðbólguvæntingar hafi þökast í rétta átt.



**Reynslan:** Skortur á heildstæðri launastefnu hefur valdið togstreitu milli launafólks á almennum og opinberum vinnumarkaði. Hvor hópur reynir að tryggja sinn hluta af kókunni og samkeppni þeirra þrýstir launum upp meira en tilefni er til m.v. undirliggjandi hagstærðir.

Samanburður á verðbólguþáttum Seðlabankans og verðbólgu í raun - breyting frá fyrra ári (%)



Heimildir: Seðlabanki Íslands og efnahagssvið SA

Á tímum mikillar verðbólgu virðist Seðlabankinn hafa meiri trú á virkni eigin stýrivaxta en þegar verðbólga er hófleg. Á tímum verðbólgu yfir markmiði hefur Seðlabankinn kerfisbundið spáð hraðari hjöðnun verðbólgu en raunin hefur verið. Á árunum 2011-2014 spáði Seðlabankinn t.d. ítrekað að verðbólgan kæmist í markmið innan tveggja ára en að endingu tók það þrjú ár og nokkrar vaxtahækkningar að ná verðbólguþáttinum á ný.

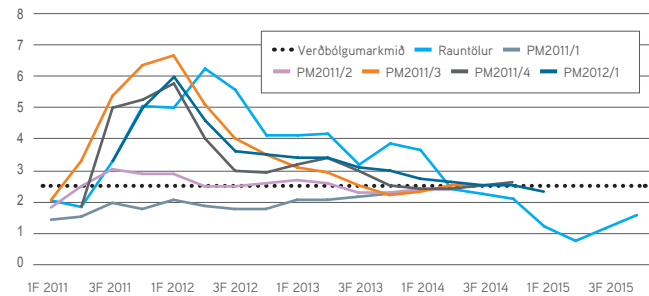
Friðrik Már Baldursson og Axel Hall gagnrýndu þjóðhagslíkan Seðlabankans í rannsókn sem gerð var árið 2008<sup>1</sup>. Niðurstaða hennar var sú að áhrifamáttur peningastefnunnar sé minni en Seðlabankinn gerir ráð fyrir. Seðlabankinn bregðist við verðbólgu umfram verðbólguþáttinum með vaxtahækkun, en vegna annmarka á líkaninu hafi bankinn ekki hækkað vexti nægjanlega mikið til að hemja verðbólguþævingar og ná verðbólgunni niður í markmiðið. Afleiðing ofmats líkans Seðlabankans á áhrifamátti peningastefnunnar hefur kerfisbundið skaðað trúverðuleika hans við að hafa hemil á verðbólgunni.

## TRÚVERÐUGLEIKI ER EKKI SÉRVERKEFNI SEÐLABANKANS

Trúverðuleiki gegnir lykilhlutverki í skilvirkri peningastefnu og er uppbygging hans ekki einvörðungu verkefni Seðlabankans. Hagstjórnin hefur ekki stutt við trúverðuleika verðbólguþáttins en ítrekaðar sveiflumagnandi aðgerðir stjórnvalda og vinnumarkaðar hafa valdið almenningi og fyrirtækjum miklu tjóni. Þær hafa ekki aðeins grafið undan peningastefnunni

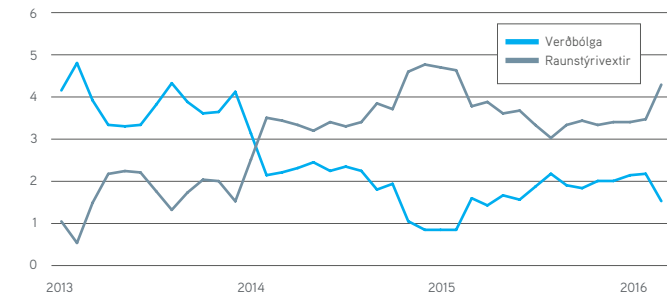
<sup>1</sup> Out of reach? Convergence to an inflation target in the Central Bank of Iceland's macroeconomic model (2008)

Samanburður á verðbólguþáttum Seðlabankans og verðbólgu í raun - breyting frá fyrra ári (%)



Heimildir: Seðlabanki Íslands og efnahagssvið SA

Verðbólga og raunvextir - 12 mánaða breyting vísitölu neysluverðs og raunvextir (%)



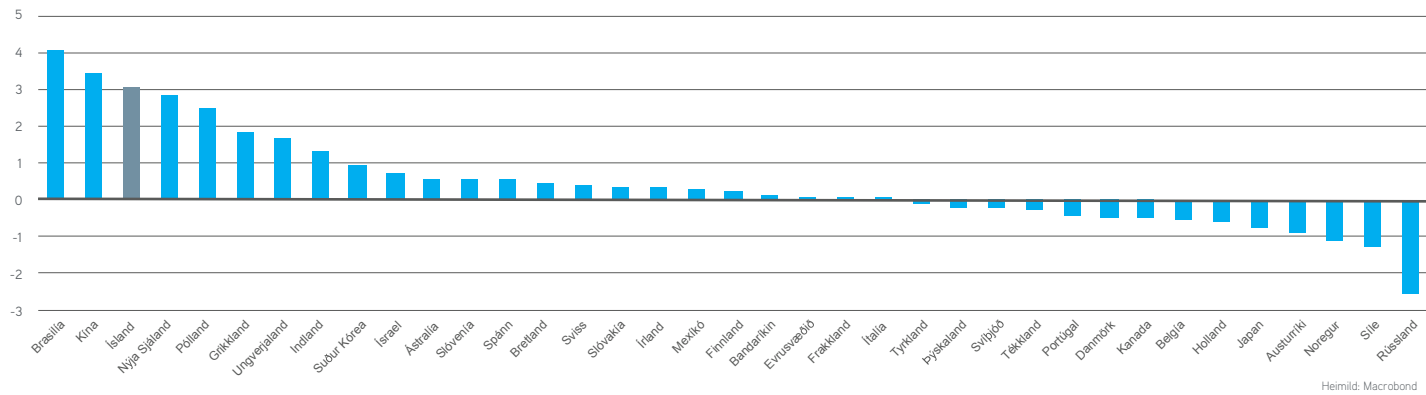
Heimildir: Efnahagssvið SA, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

heldur valdið því að heimili og fyrirtæki á Íslandi búa við hærri raunvexti en í nágrennalöndunum.

Háir vextir draga úr samkeppnishæfni atvinnulífsins, getu þess til fjárfestinga og skila lakari framleiðni og lífskjörum en ella. Kostnaður samstöðuleysis í hagstjórninni er því mikill. Mikilvægt er að almenningur og atvinnulíf hafi trú á verðstöðuleika en forsenda þess er að talsmenn stjórnvalda og vinnumarkaðar tali einum rómi um mikilvægi stöðuleika og rói í sömu átt í aðgerðum sínum.

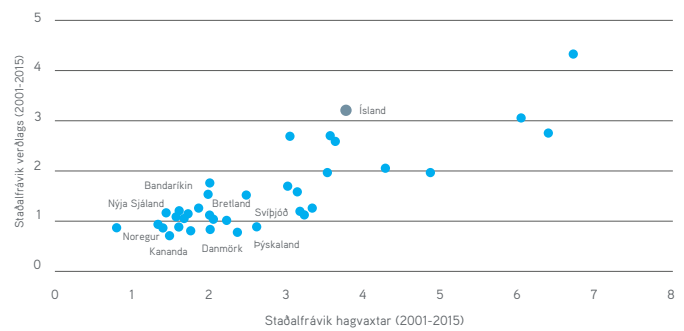
## FÍLLINN Í HERBERGINU ...

Raunstyrivextir árið 2015 - styrivextir minus verðbólga (%)



Efnahagssveiflur eru óviða meiri en á Íslandi, hvort sem litið er til verðlags eða hagvaxtar. Jafnvægisleysið gerir Seðlabankanum erfitt um vik við að ná markmiðum sínum sem kallar gjarnan á ýkt viðbrögð. Þessu er öfugt farið í ríkjum þar sem meiri stöðugleiki ríkir en hann gerir seðlabönkum kleift að ná settum markmiðum með vægari beitingu stýritækja sinna. Sveiflukennt umhverfi kallar aftur á móti á mun harkalegri og kostnaðarsamari aðgerðir. Sé raunverulegur vilji til lækkunar vaxta á Íslandi þarf að ráðast að rótum vandans og gera úrbætur á öllum sviðum hagstjórnar.

Sveiflur í verðlagi og hagvexti (%)





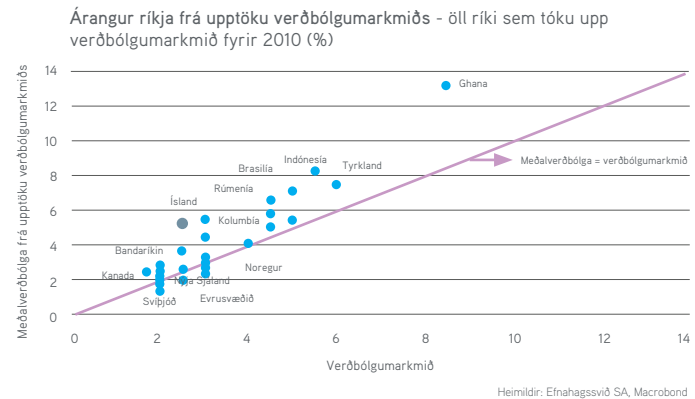
## SMÁRÍKIÐ ÍSLAND Í HÁVAXTAUMHVERFI

Vandasamt er fyrir smáríki að hafa sjálfstæðan gjaldmiðil. Breytingar á gengi gjaldmiðilsins hafa meiri áhrif en í stærri ríkjum, ekki síst á miðlun peningastefnu. Nú er 61 ríki<sup>1</sup> með verðbólgu markmiði og miðað við fólksfjölda er Ísland næstminnsta ríkið í þeim hópi.

Gengi íslensku krónunnar hefur sveiflast mikið í gegnum tíðina og ákvarðanir í bæði ríkisfjármálum og við gerð kjarasamninga hafa gert Seðlabankanum erfitt fyrir í að halda aftur af verðbólguþrýstingi. Árangur Íslands hefur verið lakari en annarra ríkja sem sett hafa sér verðbólgu markmiði.

### KRÓNAN ÞRÁNDUR Í GÖTU SEÐLABANKANS

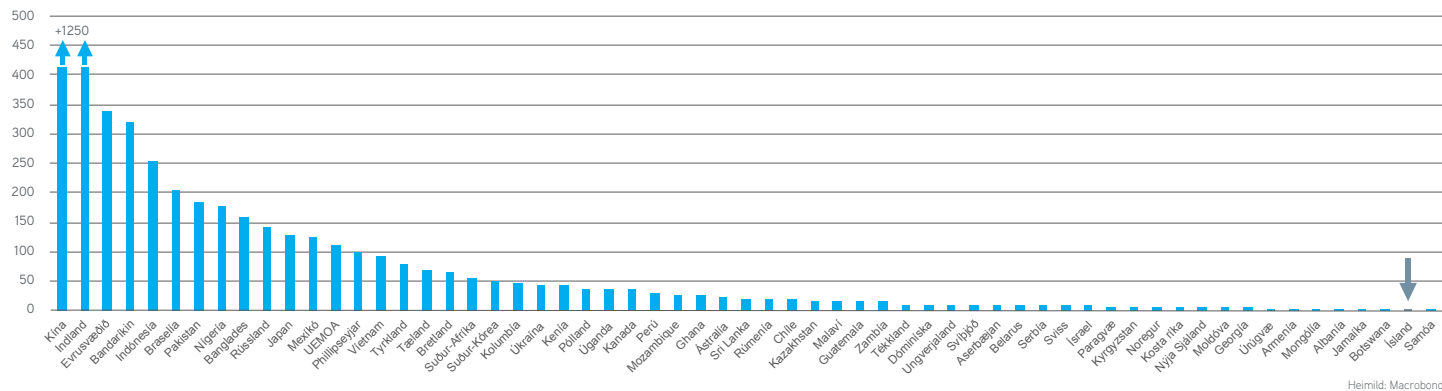
Trúverðug peningastefna getur hamið væntingar um verðbólgu, veitt þeim kjölfestu og dregið úr verðsveiflum vegna gengisbreytinga, jafnvel þótt mynsvæðið sé örlítið. Á Íslandi hefur sú vegferð gengið brösulega því efnahagslífið er mjög sveiflukennt, gengissveiflur miklar og efnahagsskellir stórir. Sveiflur í einkaneyslu eru óviða meiri og langt umfram það sem ætla mætti miðað við smæð hagkerfisins. Sveiflurnar í hagkerfinu skýrast



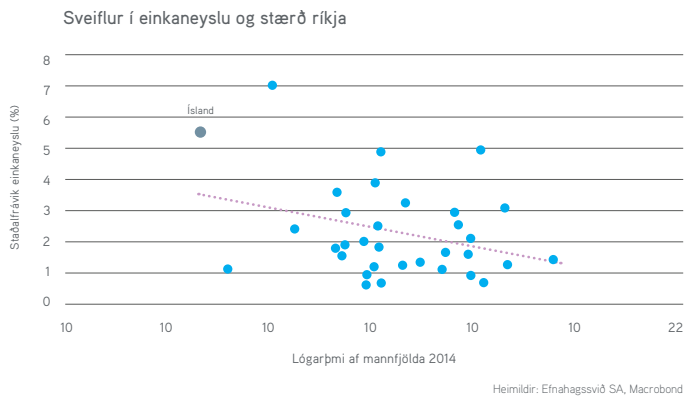
því ekki fyrst og fremst af smæð þess heldur af skorti á trúverðugri og samstilltri hagstjórn.

Þriðjungur neysluvara Íslendinga eru innfluttar og hafa gengisbreytingar því mikil áhrif á neysluhegðun. Sterk fylgni er milli gengis krónunnar og fjárfestinga heimila og má af því leiða að gengisbreytingar séu einn stærsti

Stærð verðbólgu markmiðsríkja - fólksfjöldi í hverju ríki (milljónir)



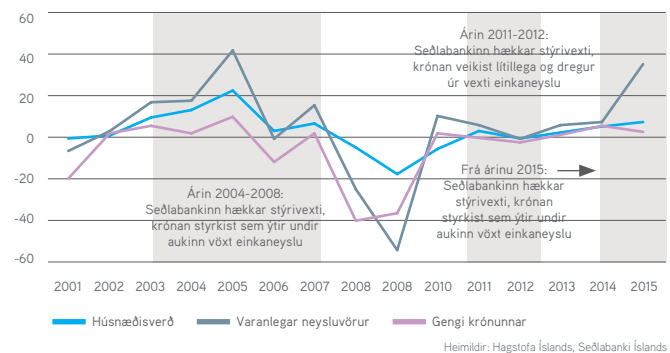
<sup>1</sup> Central Bank News <http://www.centralbanknews.info/p/inflation-targets.html>



áhrifavaldurinn í eftirspurnarhegðun íslenskra heimila. Þegar krónan styrkist eykst kaupmáttur heimila sem eykur innflutning neysluvara og viðskiptahalla sem að lokum grefur undan gengi krónunnar. Við þær aðstæður reynir Seðlabankinn að hemja eftirspurn með hækkun vaxta, en hún laðar einnig að fjárfestingar erlendra spákaupmanna. Að lokum knýr gengisveiking krónunnar fram aðlögun í íslensku hagkerfi.

Peningastefnu er ætlað að vera framsýn, en oft og tíðum hefur ófyrirsjáanleg gengisþróun krónunnar verið þrándur í götu peningastefnu Seðlabankans. Frá maí 2013 hefur Seðlabankinn verið virkur á gjaldeyrismarkaði með það að markmiði að draga úr gengissveiflum en þrátt fyrir það hefur hún styrkst um 10% á sl. tveimur árum. Slík inngrip Seðlabankans eru þó ekki

**Krónan, varanlegar neysluvörur og húsnæðisverð - raunbreyting á neysl-  
vörum og húsnæðisverði, (+) krónan að styrkjast, (-) krónan að veikjast**



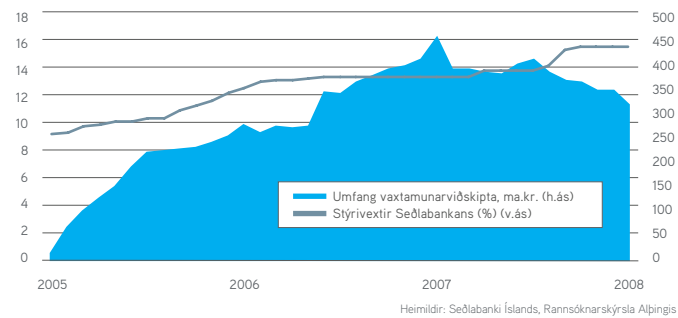
án kostnaðar því þau þurfa að vera stýfð til að koma í veg fyrir aukningu peningamagns í umferð. Sá árangur sem þó hefur náðst hefur verið við skilyrði fjármagnshafta en reyna mun verulega á hvernig inngripastefna Seðlabankans, studd af varúðarreglum, virkar í opnu hagkerfi þegar fjármagnshöftin verða losuð síðar á árinu.

## ÍSLENSKIR VEXTIR HVETJA TIL VAXTAMUNARVIÐSKIPTA

Svo lengi sem ekki ríkir samstaða í þjóðfélaginu um mikilvægi verðstöðugleika verður miðlun peningastefnunnar ekki nægjanlega skilvirk. Í baráttu gegn verðbólgu þarf Seðlabankinn því að hækka vexti mun meira en ella sem ýtir undir vaxtamun við útlönd og þ.a.l. vaxtamunarviðskipti. Eina leiðin til lengri tíma til að sporna gegn vaxtamunarviðskiptum er bætt og samhæfð hagstjórn sem leiðir til minni vaxtamunar við viðskiptalönd okkar en ella.

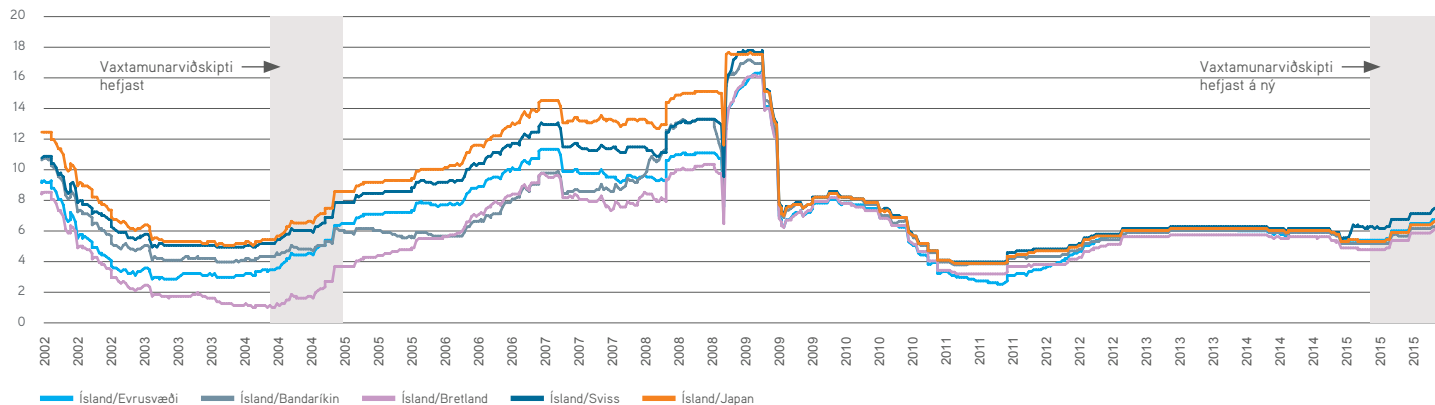
Á árunum 2005-2008 skorti Seðlabankann tæki til að sporna gegn vaxandi ójafnvægi sem þá myndaðist. Seðlabankinn varð fangi eigin vaxtastefnu þar sem vaxtahækkningar lögðu að erlendar skammtímafjárfestingar og erlent lánsfé varð mjög aðlaðandi fyrir bæði heimili og fyrirtæki. Erlend skuldsetning jókst og vaxtamunarviðskipti námu þriðjungi landsframleiðslu í árslok 2007. Þessi þróun olli miklu ójafnvægi í innlendum þjóðarbúskap, ósjálfbærri gengisstyrkingu og eignabólu.

Stýrivextir Seðlabankans og umfang vaxtamunarviðskipta

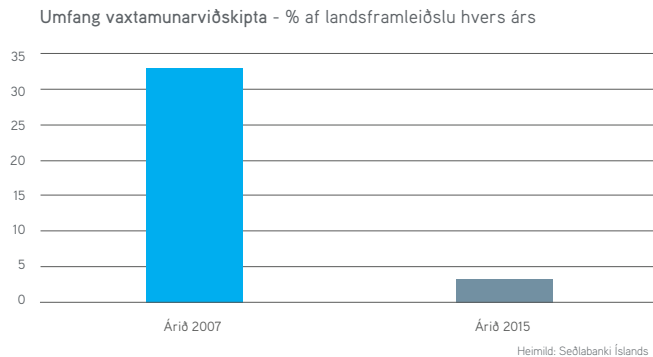


Margt hefur áunnist síðustu ár og íslenska hagkerfið stendur nú mun styrkari fótum en þegar best lét fyrir bankahrunið 2008. Þótt aðstæður séu um margt breyttar, þar sem meira jafnvægi er í þjóðarbúskapnum, afgangur í viðskiptum við útlönd og erlend skuldastaða hafi sjaldan verið betri, minna aðrir þættir óneitanlega á uppganginn fyrir hrunið. Stýrivextir fara hækkandi, krónan styrkist, vaxtamunur við útlönd eykst og vaxtamunarviðskipti eru hafin á ný. Vaxtamunur við útlönd er um þessar mundir svipaður og þegar vaxtamunarviðskipti hófust árið 2005.

Skammtíma vaxtamunur við útlönd (%) - munur á þriggja mánaða millibankavöxtum



Þótt vaxtamunarviðskipti séu hafin á ný er umfang þeirra enn lítið. Engu að síður ollu þau hnökrum á miðlun peningastefnunnar á síðasta ári þar sem langtímavextir lækkuðu á sama tíma og Seðlabankinn hækkaði stýrivexti og er það áhyggjuefni að ekki hafi þurft hærri upphæðir til að svo færi. Umhverfið á fjármálamarkaði er þó mjög breytt frá því sem var fyrir efnahagshrunið 2008 þegar nær ótakmarkað framboð svokallaðra jöklabréfa olli miklu innstreymi fjármagns á skömmum tíma. Nú eru viðskipti erlendra fjárfesta nær eingöngu bundin við ríkisskuldabréf og hlutabréf.



Samhliða losun fjármagnshafta mun lánshæfi ríkisins batna og trúverðugleiki íslensks efnahagslífs aukast og er því líklegt að erlent fjármagn muni leita í enn ríkari mæli inn í íslenskt hagkerfi. Vaxtamunarviðskipti eru hins vegar ekki beintengd verðmætasköpun í hagkerfinu og geta því grafið undan samkeppnishæfni landsins og efnahagslegu jafnvægi setji þau mikinn þrýsting á krónuna, bæði til styrkingar hennar þegar erlent fé streymir til landsins og til veikingar þegar það hverfur á brott.

Það kemur því ekki á óvart að til standi að takmaka fjármagnsinnflæði spákaupmanna. Aðgerðir sem koma til greina eru t.d. kröfur um tímabundna fjárbindingu, lausafjárvöð erlendra aðila eða hreinlega gjaldtaka. Slíkar aðgerðir geta þó reynst flóknar í framkvæmd þar sem erfitt getur verið að skilja á milli skammtíma- og langtímafjárfestinga erlendra aðila. Hvers konar höft á fjármagnsinnflæði vegna vaxtamunarviðskipta geta því haft veruleg áhrif á aðra erlenda fjárfestingu og dregið úr hagvexti. Það er áleitin spurning hvort Íslendingar verði einfaldlega að sætta sig við vaxtamunarviðskipti sem óhjákvæmilega afleiðingu þess að reka sjálfstæða mynt í einu minnsta verðbólgu markmiðsríki heims.



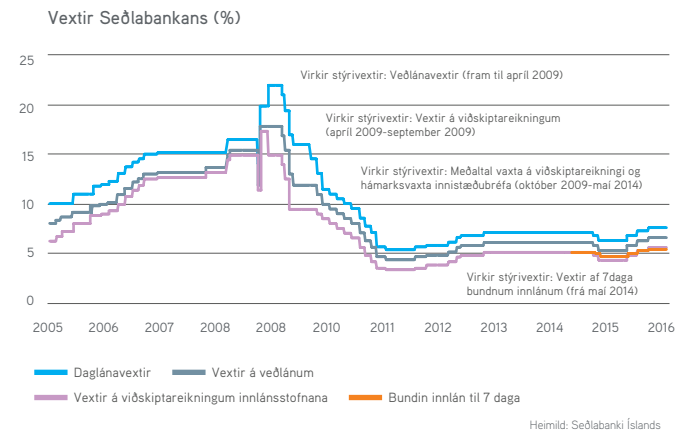
## SKILNINGUR Á HLOTVERKI PENINGASTEFNUNNAR MIKILVÆGUR

Góð framkvæmd verðbólguþróunar byggir á gegnsæi og skilningi markaðsaðila og almennings á gangverki peningastefnunnar. Mikilvægt er að almenningur geti vænst þess að verðbólga haldist við markmiðið og hagi ákvörðunum sínum samkvæmt því. Það er með öðrum orðum kallað að veita verðbólguvæntingum kjölfestu en án sterkar kjölfestu reynist erfitt að hafa taumhald á verðbólgu.

Þótt verðbólguþróun hafi verið tekið upp með lögum árið 2001 virðist enn skorta almennan skilning á því hvað í þeirri ákvörðun felst. Framkvæmd verðbólguþróunar hvílir á fræðilegum grunni sem á sér hliðstæður víða um heim en á sama tíma hefur Seðlabanki Íslands það yfirbragð að vera bæði stofnanalegur og fjarlægur almenningi og atvinnulífi. Ætli Seðlabankinn að ávinna sér trúverðugleika þarf að vinna að auknum skilningi og sátt um framkvæmd peningastefnunnar.

**Skortur á fræðslu.** Það er ríkt í Íslendingum að sýna meira umburðarlyndi gagnvart verðbólgu en t.d. atvinnuleysi þrátt fyrir að stöðugt verðlag sé betur til þess fallið að auka atvinnu en óstöðugt. Skortur hefur á að uppfærsla almennings um langtímaáþata efnahagslegs stöðugleika en Seðlabankinn hefur illa sinnt því hlutverki og lítt brugðist við gagnrýni á peningastefnunna á uppbyggilegan hátt.

**Síbreytilegir stýrivextir skapa óþarfa rugling.** Virkir stýrivextir Seðlabankans eru ýmist út- eða innlánvextir bankans eftir því hvort fjármálakerfið í heild er í skuld við bankann eða ekki. Víður vaxtagangur er það kallað þegar mikill munur er á inn- og útlánsvöxtum bankans. Mikill munur dregur úr gagnsæi peningastefnunnar og skilningi á henni. Árið 2009 færðust virkir stýrivextir úr veðlánvöxtum í innlánsvexti þar sem bankana skorti ekki lengur lausafé. Þannig hefur það haldist en fari svo að aftur myndist skortur á lausafé, t.d. við afnám hafta, munu veðlánvextir aftur verða virkir vextir sem myndi að óbreyttu fela í sér talsverða vaxtahækkun. Þótt Seðlabankinn myndi við slíka breytingu lækka veðlánvexti skapar það engu að síður óþarfa óvissu og betra væri ef bankinn færi að fordæmi erlendra seðlabanka sem margir hafa sett sér það markmið að minnka vaxtaganginn til að auka fyrirsjáanleika.



**Ógagnsæi dregur úr áhrifum vaxtaákvörðunar á markaðsvæntingar.** Við hverja vaxtaákvörðun birtir peningastefnunefnd Seðlabankans yfirlýsingu þar sem rök fyrir ákvörðuninni eru tíunduð, en stýrivaxtaspa er ekki birt opinberlega og getur það skapað óvissu um vaxtastefnu bankans. Margir erlendir seðlabankar hafa lagt áherslu á aukið gagnsæi og m.a. birt eigin spáferil um framtíðarþróun vaxta. Birtur spáferill veitir vaxtavæntingum heimila, fyrirtækja og markaðarins traustari kjölfestu.

## NÝJA-SJÁLAND: FRUMKVÖÐULL Í UPPTÖKU VERÐBÓLGUMARKMIÐS

Þótt verðbólgu­markmiði sé fylgt í mörgum ríkjum á sú peningastefna sér ekki langa sögu. Tillögur um að einblína fremur á stöðugt verðlag en gengi gjaldmiðils komu fram snemma á tuttugustu öldinni án þess að afla mikils fylgis og var það ekki fyrr en Nýja-Sjáland tók upp verðbólgu­markmið í upphafi tíunda áratugarins að stefnan, eins og við þekkjum hana, var innleidd.

Saga Nýja-Sjálands er áhugaverð vegna þess hve margar hliðstæður má draga af reynslu Nýsjálendinga og Íslendinga fyrir upptöku verðbólgu­markmiðs og, það sem verra er, hversu fáar má draga af árangri þjóðanna eftir upptöku markmiðsins. Aðgerðir Nýja-Sjálands eru til eftirbreytni og Íslendingar geta enn lært af því sem þar var vel gert.

### FORSAGAN

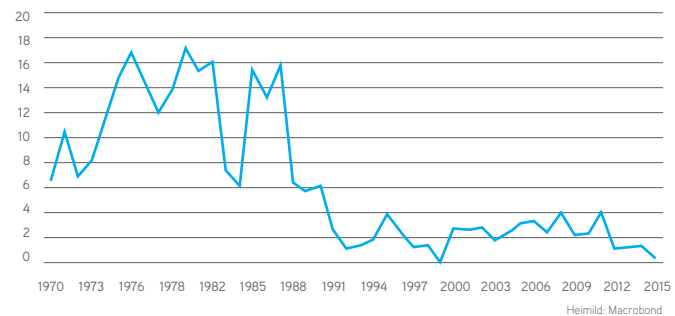
Meginstoð efnahags Nýja-Sjálands hefur lengi verið frumframleiðsla og útflutningur hráefna og matvæla, líkt og á Íslandi. Fastgengisstefnu var fylgt uns verðbólgu­markmið var tekið upp, en efnahagur landsins hafði liðið mjög fyrir aðgerðir sem ráðist var í til að verja fast gengi. Tekin voru erlend lán, ráðist í óhagkvæmar fjárfestingar til að draga úr þörf fyrir innflutning og alþjóðaviðskipti voru heft með tollum og kvótum. Ríkissjóður var rekinn með miklum halla með tilheyrandi skuldasöfnun, viðskiptajöfnuður var neikvæður og verðbólga var bæði mikil og sveiflukennd allt fram á miðbik níunda áratugarins. Reynt var að hemja verðbólgu með sífelld víðtækari verð- og launastýringu og atvinnuleysi var mikið sem þyngdi enn byrði ríkissjóðs.

Við þessar aðstæður var tekin ákvörðun um að ráðast í róttækar breytingar. Landið skyldi fært í frjálsræðisátt og varð nýsjálenskt hagkerfi brátt eitt það frjálsasta í veröldinni.

### NÝSJÁLENSKA BYLTINGIN

Ríkisstjórnarskipti í júlí 1984 mörkuðu upphaf efnahagslegra umbóta á Nýja-Sjálandi. Gengið var fellt og sett á flot. Hafist var handa við breytingar sem höfðu víðtæk áhrif á iðnað, viðskipti, fjármálastjórn hins opinbera, peningastefnu og aðra samfélagslega þætti. Frelsi var stóraukið í alþjóðaviðskiptum,

Nýja Sjáland: Verðbólguþróun frá árinu 1970 (%)



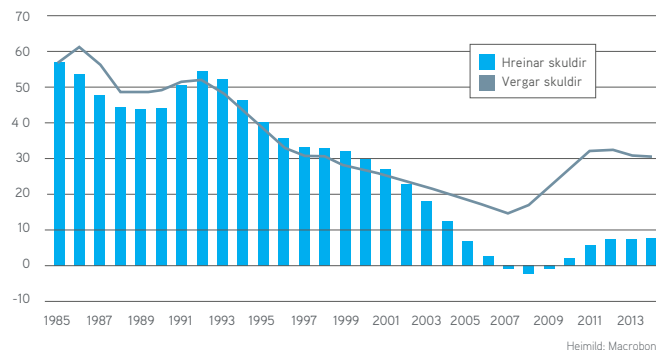
Heimild: Macrobond

vaxtaþak afnumið og takmarkanir á erlendu eignarhaldi brottfelldar, ríkisfyrirtæki einkavædd, regluverk fjármálakerfisins einfaldað og útflutningsstyrkir afnumdir. Skattkerfið var einfaldað með brekkun skattstofna en fyrst og fremst var böndum komið á útgjöld ríkisins og lækkuðu ríkisskuldur mikið í kjölfarið. Mikilvægur þáttur í umbótunum var aukin virkni peningastefnu sem af breytingunum hlaut og árið 1989 var samþykkt að koma á fót sjálfstæðum seðlabanka sem skyldi hafa verðstöðugleika að meginmarkmiði.

### ARMAR HAGSTJÓRNAR

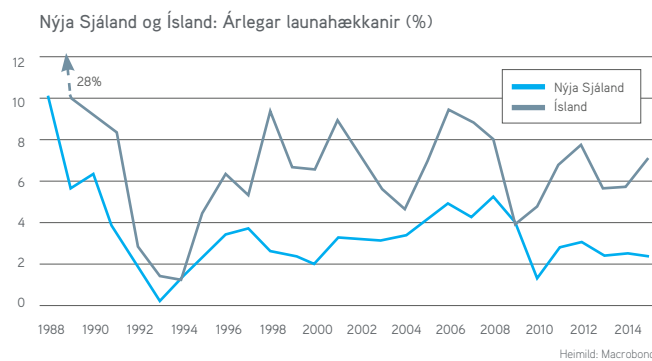
Nauðsynleg forsenda trúverðugs verðbólgu­markmiðs er að armar hagstjórnar vinni vel saman og rói að sama marki. Sú stefna var undirbyggjandi í umbótunum á Nýja-Sjálandi þar sem virkni peningastefnunnar og markmið seðlabankans

Nýja Sjáland: Skuldir hins opinbera (%) af VLF



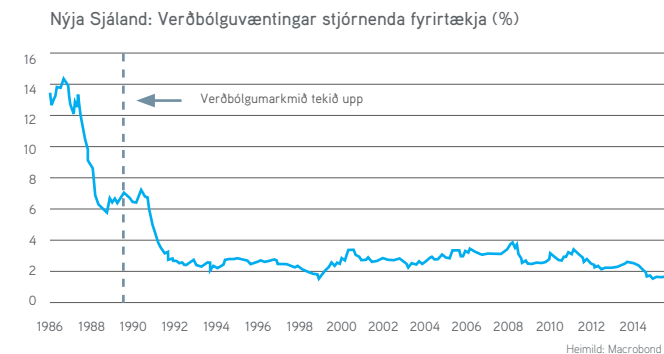
Heimild: Macrobond

var styrkt, böndum komið á ríkisútgjöld og sveigjanleiki aukinn á vinnumarkaði. Þótt tíma hafi tekið að ná tökum á verðbólgunni tók hún að hjaðna á endanum og hefur meira og minna haldist innan verðbólguþröngsins allar götur síðan.

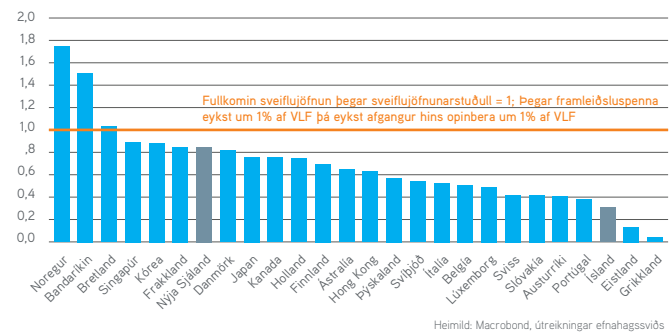


Með fyrirsjáanleika að markmiði hefur nýsjálenski seðlabankinn birt væntan stýrivaxtaferil frá árinu 1997 en aukið gagnsæi og reglufesta hefur stuðlað að lágum verðbólguvæntingum. Það dregur úr þörf fyrir miklar vaxtahækkningar til að ná markmiðinu og hefur raunvaxtastig haldist lágt samhliða lágri og stöðugri verðbólgu.

Í ríkisfjármálum var sjónum beint að útgjaldahlíðinni og sett voru lög um opinber fjármál og möguleika skuldasöfnunar. Þrátt fyrir að lögin skilgreini ekki töluleg markmið hafa þau verið studd með pólitískri samstöðu um að ríkisfjármálin stuðli að efnahagslegum stöðugleika og styrki peningastefnu Seðlabankans. Þetta birtist m.a. í því að sveiflujöfnun ríkisfjármála er góð í Nýja-Sjálandi samanborið við önnur ríki.



Sveiflujöfnun hins opinbera - því hærri sem stuðullinn er því meira eru ríkin að draga úr sveiflum í hagkerfinu

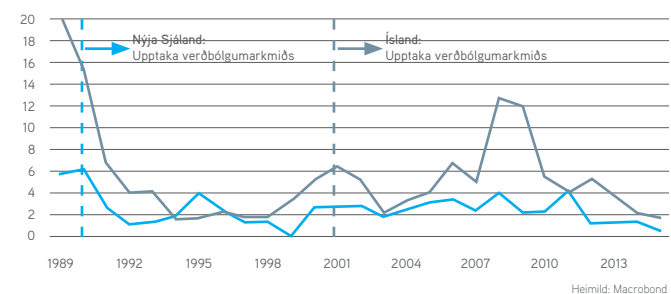


Umbætur á vinnumarkaði fólust fyrst og fremst í auknum sveigjanleika sem studdi við peningastefnuna og lágmarkaði kostnað vegna hennar, þar sem hann er þeim mun minni sem vinnumarkaðurinn er sveigjanlegri. Horfið var að mestu frá miðlægum kjarasamningum, skylduáild að verkalýðsfélögum var afnumin sem og forgangsréttur félagsmanna þeirra til starfa.

### HVER ER LÆRDÓMURINN FYRIR ÍSLAND?

Nýsjálenska efnahagsbyltingin kristallar mikilvægi þess að armar hagstjórnar vinni saman að settum markmiðum. Eftir áralanga óstjórn í efnahagsmálum skapaðist eining í Nýja-Sjálandi um langtímahugsun og reglufestu sem hefur lifað af margar ríkisstjórnir. Frjálst og markaðsdrifið hagkerfi varð til og samstaða hefur verið um mikilvægi góðrar hagstjórnar. Ríkisfjármálin hafa verið tekin föstum tökum, launahækkningar verið hóflegar og peningastefnan öðlast trúverðugleika sem sést best á því að verðbólgan hefur að mestu verið innan verðbólguþröngsins frá upptöku þess.

Nýja Sjáland og Ísland: Verðbólguþróun frá árinu 1990 (%)



## SAMKEPPNISHÆFUSTU ÞJÓÐIR HEIMS 2015

---

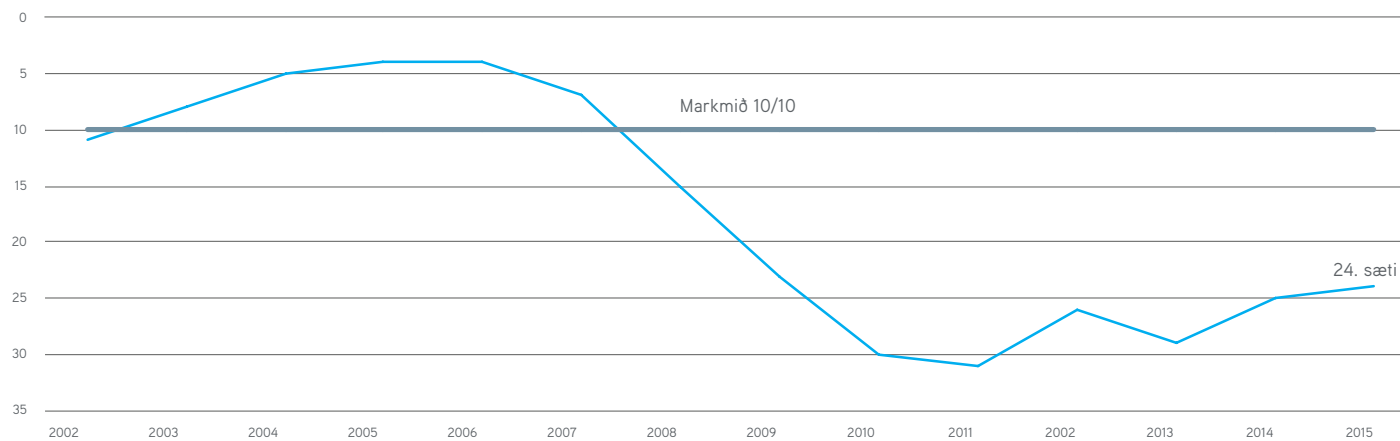
1. Bandaríkin
  2. Hong Kong
  3. Singapúr
  4. Sviss
  5. Kanada
  6. Lúxemborg
  7. Noregur
  8. Danmörk
  9. Svíþjóð
  10. Þýskaland
- 

11. Tævan
  12. Sameinuðu arabísku furstadæmin
  13. Katar
  14. Malasía
  15. Holland
  16. Írland
  17. Nýja Sjáland
  18. Ástralía
  19. Bretland
  20. Finnland
- 

21. Ísrael
  22. Kína
  23. Belgía
  24. Ísland
  25. Suður-Kórea
  26. Austurríki
  27. Japan
  28. Litháen
  29. Tékkland
  30. Tæland
-



# Þróun á samkeppnishæfni Íslands 1.til 60. sæti



## 10/10: LEIÐIR TIL BETRI LÍFSKJARA

---

- TILLAGA #1 FARSÆLT AFNÁM GJALDEYRISHAFTA
  - TILLAGA #2 MÓTUN NÝRRAR PENINGASTEFNU
  - TILLAGA #3 BETRI ÁRANGUR Í FJÁRMÁLUM HINS OPINBERA
  - TILLAGA #4 LÆKKUN SKATTA OG ÚTGJALDA RÍKIS OG SVEITARFÉLAGA
  - TILLAGA #5 LÆKKUN FJÁRMAGNSKOSTNAÐAR
  - TILLAGA #6 BETRA REKSTRARUMHVERFI
  - TILLAGA #7 AUKIN FRAMLEIÐNI Í MENNTAKERFINU
  - TILLAGA #8 AUKIÐ VÆGI EINKAREKSTURS
  - TILLAGA #9 BETRI UMGJÖRÐ KJARASAMNINGA
  - TILLAGA #10 AUKIN SAMKEPPNI Í LANDBÚNAÐI
- 

Kynntu þér tillögurnar á [www.sa.is](http://www.sa.is)



SAMTÖK  
ATVINNULÍFSINS

Borgartúni 35 | 105 Reykjavík | Sími 591 0000 | Netfang [sa@sa.is](mailto:sa@sa.is) | [www.sa.is](http://www.sa.is)