



# SKÝRSLA PENINGASTEFNUNEFNDAR TIL ALÞINGIS

2017 • 1



# Skýrsla peningastefnunefndar til Alþingis

7. júlí 2017

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

Lögin kveða svo á að peningastefnunefnd haldi fundi að minnsta kosti átta sinnum á ári. Frá því að síðasta skýrsla var send Alþingi hefur nefndin haldið fjóra reglulega fundi, síðast 14. júní 2017. Eftirfarandi skýrsla fjallar um störf nefndarinnar frá janúar til júní 2017.

## Mótun peningastefnunnar

Eins og kveðið er á um í lögum um Seðlabanka Íslands er það meginmarkmið hans að stuðla að stöðugu verðlagi. Þetta markmið er útfært nánar sem 2½% verðbólguþolmið miðað við vísitölu neysluverðs í sameiginlegri yfirlýsingu Seðlabankans og ríkisstjórnar frá 27. mars 2001. Í lögum um Seðlabanka Íslands er jafnframt kveðið svo á að hann skuli stuðla að framgangi stefnu ríkisstjórnarinnar í efnahagsmálum, enda telji hann það ekki ganga gegn meginmarkmiði sínu um stöðugt verðlag. Þá skal bankinn stuðla að fjármálastöðugleika. Peningastefnunefnd tekur samkvæmt lögnum ákvarðanir um beitingu stjórnþækja bankans í peningamálum og skulu ákvarðanir nefndarinnar byggðar á ítarlegu og vönduðu mati á ástandi og horfum í efnahags- og peningamálum og fjármálastöðugleika.

Við framkvæmd peningastefnunnar byggir peningastefnunefndin ákvarðanir sínar m.a. á mati á stöðu efnahagsmála og horfum um þjóðarbúskapinn sem birtist í riti bankans, *Peningamálum*. Í yfirlýsingum og fundargerðum peningastefnunefndar, sem fylgja þessari skýrslu, er að finna röksemdir fyrir ákvörðunum nefndarinnar á fyrri hluta ársins 2017.

## Þróunin frá janúar til júní 2017

Vextir Seðlabankans hafa verið lækkaðir um 0,5 prósentur frá því að síðasta skýrsla peningastefnunefndar var send Alþingi í janúar og kemur það til viðbótar við 0,5 prósentna lækkun á seinni hluta síðasta árs. Á maífundinum ákvað nefndin að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur og í júní um 0,25 prósentur til viðbótar. Meginvextir Seðlabankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, voru því 4,5% í lok júní en þeir voru 5,0% í lok desember sl.<sup>1</sup>

1. Hér er átt við þá vexti sem skipta meginmáli fyrir skammtíma vexti á markaði og mæla því best aðhaldsstig peningastefnunnar. Þeir vextir eru nú vextir bankans á sjö daga bundnum innlánnum. Aðrir vextir bankans hafa einnig lækkað til samræmis eins og sést í töflu 1 og á mynd 1.

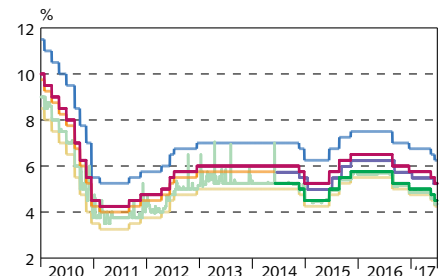
Tafla 1. Vextir Seðlabanka Íslands 2017 (%)

Dags.	Viðskipta- reikningar	Bundin innlán til 7 daga	Veðlán	Daglán
14. júní	4,25	4,50	5,25	6,25
17. maí	4,50	4,75	5,50	6,50
15. mars	4,75	5,00	5,75	6,75
8. feb.	4,75	5,00	5,75	6,75

Mynd 1

Vextir Seðlabankans og skammtíma-  
markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 30. júní 2017



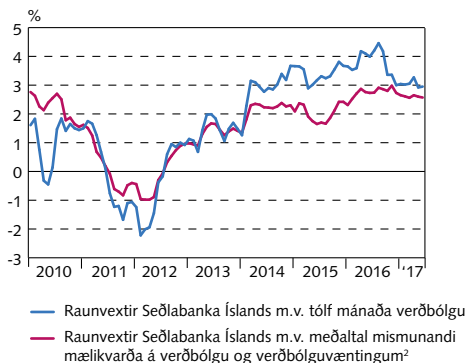
— Daglánvextir  
— Vextir á veðlánnum  
— Hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum  
— Vextir á 7 daga bundnum innlánnum  
— Vextir á bundnum innlánnum til eins mánaðar  
— Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði  
— Vextir á viðskiptareikningum

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Raunvextir Seðlabanka Íslands<sup>1</sup>

Janúar 2010 - júní 2017

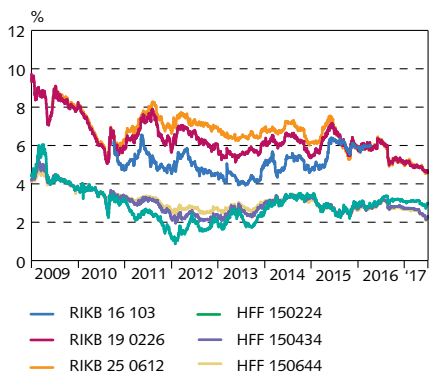


1. Fram til maí 2014 er miðað við meðaltal innlámsvaxta og hámarks-vaxta á innstæðubréfum með 28 daga binditíma sem nafnvexti bankans en frá maí 2014 er miðað við vexti 7 daga bundinna innlána. 2. Fram til janúar 2012 er miðað við 12 mánaða verðbólgu, verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs, verðbólguvæntingar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

Mynd 3

Ávöxtunarkrafa skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 30. júní 2017

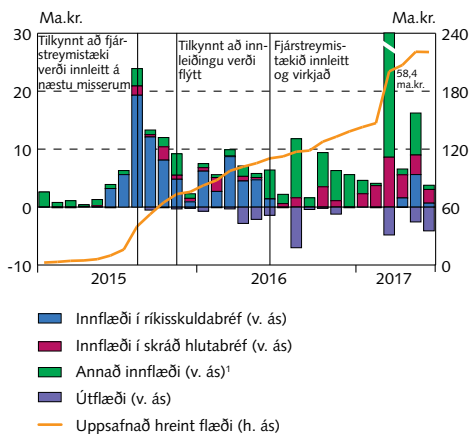


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Fjármagnsflæði vegna skráðrar nýfjárfestingar

Janúar 2015 - júní 2017



1. Annað innflæði í mars 2017 kemur nánast að öllu leyti til vegna kaupar erlendra aðila á eignarhlut í innlendium viðskiptabanka. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hefur verið nánast óbreytt á fyrri hluta ársins þrátt fyrir lækkun nafnvaxta bankans. Raunvextir bankans, miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum, hafa verið að meðaltali 2,6% í hverjum mánuði það sem af er ári eða 0,1 prósentu lægri en þegar síðasta skýrsla nefndarinnar var send Alþingi í lok desember sl. Raunvextir miðað við tólf mánaða verðbólgu hafa einnig lítið breyst á fyrri hluta ársins og eru 3%.

Ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði hefur þróast í takt við vaxtalækkunir bankans á fyrri hluta ársins. Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa lækkaði um 0,2 prósentur í kjölfar vaxtalækkunar bankans í maí og um allt að 0,1 prósentu eftir lækkun vaxta í júní. Ávöxtunarkrafa bréfanna var á bilinu 4,6-4,7% í lok júní sl. eða allt að 0,4 prósentum lægri en í lok desember. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa var á bilinu 2,1-2,9% í lok júní eða allt að 0,5 prósentum lægri en í lok desember. Líkt og á seinni hluta síðasta árs virðist lækkun skuldabréfavaxta endurspeglar lægri verðbólguvæntingar markaðsaðila og væntingar þeirra um lægri vexti Seðlabankans.

Tæki til að hamla vaxtamunarviðskiptum var virkt á tímabilinu. Það felst í því að sérstök 40% bindiskylda til eins árs á 0% vöxtum er lögð á fjármagnsinnstreymi í skráð skuldabréf og hávaxtainnstæður. Slík viðskipti hafa verið lítil síðan tækið var virkjað í júní árið 2016. Það hefur stuðlað að því að miðlun peningastefnunnar í gegnum gengið hefur verið minni en ella og meiri í gegnum markaðsvaldi.

Gengi krónunnar lækkaði lítillega í lok síðasta árs og upphafi þessa árs í tengslum við verkfall sjómanna og aftur í mars í tengslum við það skref sem þá var tekið að losun fjármagnshafta. Frá byrjun apríl tók gengið að hækka á ný og hafði hækkað um 12% um miðjan júní þegar það fór að lækka og hafði það hinn 30. júní lækkað um tæp 6%. Viðskiptavegið gengi krónunnar hækkaði því um 3,7% á fyrstu sex mánuðum ársins en hafði hækkað um 13,7% á seinni hluta síðasta árs. Á fyrri hluta ársins hækkaði gengið um 1,1% gagnvart evru, 3,7% gagnvart bresku pundi og 9,2% gagnvart Bandaríkjadal. Líkt og í fyrra endurspeglar hækkun gengisins það sem af er ári að mestu þróun efnahagslegra grunnþátta, eins og hún birtist í afgangi á viðskiptum við útlönd og rekja má til bættra viðskiptakjara, aukins útflutnings, sérstaklega ferðaþjónustu, og bættrar skuldastöðu gagnvart útlöndum.

Meginmarkmið gjaldeyrisinngripastefnu Seðlabankans er að vinna gegn óhóflegum skammtímasveiflum í gengi krónunnar. Í aðdraganda losunar fjármagnshafta var einnig nauðsynlegt að byggja upp gjaldeyrisforða og draga úr hættu á tímabundnu ofrisi krónunnar. Í kjölfar mikilvægs áfanga við losun hafta í byrjun árs taldi peningastefnunefndin á febrúarfundi sínum að ekki væri lengur þörf fyrir frekari uppbyggingu forða og að hætta á tímabundnu ofrisi krónunnar áður en full losun fjármagnshafta á sér stað hefði minnkað. Því væri ástæða til að draga nokkuð úr inngripum á gjaldeyrismarkaði. Hinn 14. mars sl. tóku gildi nýjar reglur Seðlabankans um gjaldeyrismál en með þeim voru takmarkanir á fjármagnshreyfingar milli landa og gjaldeyrisviðskipti að mestu leyti felldar niður. Í kjölfarið ítrekaði nefndin að markmið inngripastefnunnar væri að draga úr skammtímagengissveiflum

og að í því fælist að bankinn myndi ekki eingöngu kaupa gjaldeyri eins og reglan hefði verið frá því í nóvember 2014, heldur myndi hann einnig selja gjaldeyri þegar aðstæður kölluðu á slíkt. Á fyrri hluta ársins 2017 var flæði á gjaldeyrismarkaði jafnara í báðar áttir en á seinni hluta síðasta árs. Það dró því verulega úr styrkingu krónunnar og í júnímánuði lækkaði krónan nokkuð. Skammtímasveiflur hafa hins vegar aukist, sem hugsanlega má rekja til aukinna fjármagnshreyfinga og aukinna væntinga um að krónan sé nær hátoppi. Einnig hefur dregið verulega úr gjaldeyrisviðskiptum Seðlabankans. Á fyrri hluta ársins keypti bankinn gjaldeyri af viðskiptavökum á gjaldeyrismarkaði fyrir um 75,2 ma.kr. og seldi fyrir 5,3 ma.kr. Hrein kaup námu því 69,9 ma.kr. á fyrri hluta ársins. Viðskipti Seðlabankans námu 32% af veltu á gjaldeyrismarkaði á fyrri hluta ársins, en á sama tímabili árið 2016 höfðu kaupin numið um 57% af veltu. Í mars sl. seldi Seðlabankinn gjaldeyri á gjaldeyrismarkaði í fyrsta sinn frá því í nóvember 2014 og síðan á ný í júnímánuði. Í öllum tilfellum hafði salan þann tilgang að stöðva keðjuverkun á markaðnum, þ.e. mikla veikingu þar sem sama lága upphæðin gekk á milli markaðsaðila eins og heit kartafla.

Verðbólga hefur verið undir en nálægt verðból gumarkmiði Seðlabankans í meira en þrjú ár samfleytt. Það sem af er ári hefur hún verið álíka mikil og hún var á seinni hluta síðasta árs. Ársverðbólga miðað við vísitölu neysluverðs mældist 1,5% í júní sl. en var 1,9% í desember 2016. Undirliggjandi verðbólga hefur aftur á móti hjaðnað talsvert það sem af er ári. Flestir tölfraðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu benda til þess að hún hafi legið á bilinu ½-1½% í júní en í desember sl. lágu flestir þeirra á bilinu 2-2,2% (sjá mynd 6).

Megindrífkraftur verðbólgu á fyrri hluta þessa árs var hækkun húsnæðisverðs og hefur bilið á milli verðbólgu mældrar með og án húsnæðis breikkað verulega. Verðbólga mæld með vísitölu neysluverðs án húsnæðis mældist -3,1% milli ára í júní. Hagfelld ytri skilyrði og hækkun á gengi krónunnar hafa vegið á móti áhrifum launakostnaðar og innlestrar eftirspurnar á verðbólgu auk þess sem aðhaldssöm peningastefna hefur skapað verðbólguvæntingum kjölfestu. Samhliða lækkun innflutningsverðs í krónum hefur hægt á hækkun innlends verðlags án húsnæðis. Ársþækkun þess nam 0,5% í júní en var 0,8% í desember sl. Lítil hækkun innlends verðlags án húsnæðis skýrist að mestu leyti af lækkun tveggja liða almennrar þjónustu (símaþjónustu og flugfargjalda). Aðrir vinnuafsfrekir liðir hafa hins vegar hækkað í samræmi við það sem búast mátti við miðað við hækkun launakostnaðar þótt heldur hafi dregið úr þeim hækkunum á allra síðustu mánuðum (sjá mynd 7).

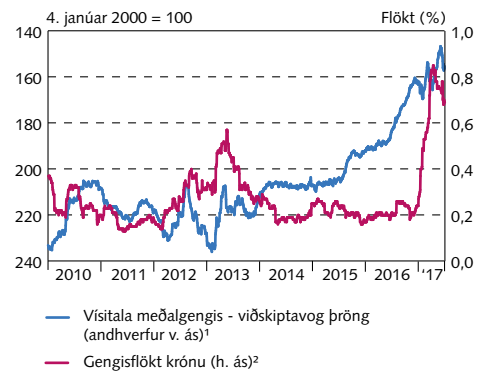
Samkvæmt grunnsþá Seðlabankans sem birt var í *Peningamálum* 17. maí sl. mun verðbólga haldast á bilinu 2-3% það sem eftir lifir spátímans fram á mitt ár 2020. Þar vegast á áhrif hækkunar gengis krónunnar á innflutningsverð í krónum og áhrif innlends verðbólguþrýstings frá fasteignamarkaði og vinnumarkaði.

Kjölfesta verðbólguvæntinga við verðból gumarkmiðið virðist hafa styrkst enn frekar frá því að síðasta skýrsla var send Alþingi. Verðbólguvæntingar bæði til skamms og langs tíma hafa hjaðnað og mælast nú ýmist við eða lítilliga undir verðból gumarkmiði. Þær hafa ennfremur staðið af sér auknar sveiflur á gengi krónunnar samhliða

Mynd 5

Gengi krónu og gengisflókt

Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 30. júní 2017

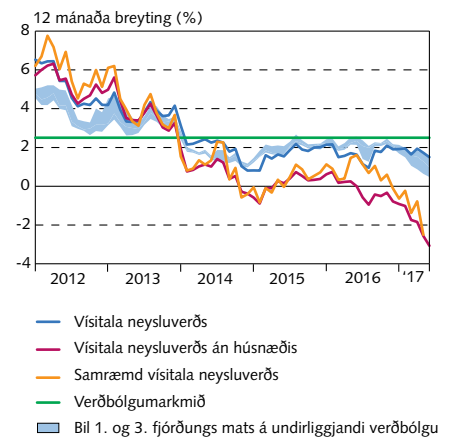


1. Verð erlendra gjaldmiðla í krónum. Vinstri ás er viðsúnn þannig að styrking krónunnar kemur fram sem hækkun ferilsins. 2. Flókt krónu er 3 mánaða staðalfrávik daglegra breytinga.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Mæld og undirliggjandi verðbólga¹

Janúar 2012 - júní 2017

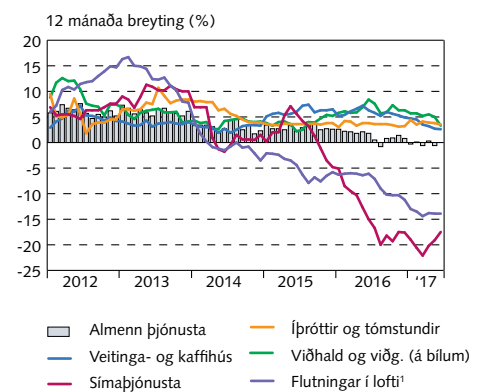


1. Skyggða svæðið inniheldur ólíka mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölum þar sem horft er fram hjá áhrifum sveiflukenndra matvöruháða, bensins, opinberra þjónustu og reiknaðrar húsaleigu og með tölfraðilegum mælikvörðum eins og vegnu miðgildi, klipptum meðaltölum og kviku þáttalíkani.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

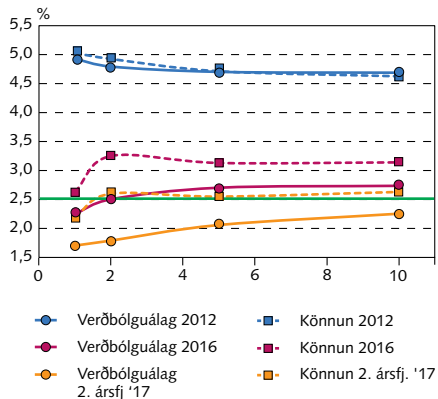
Almenn þjónusta og valdir undirlíðir vísitölu neysluverðs

Janúar 2012 - júní 2017



1. Tölf mánaða hreyfanlegt meðaltal.  
Heimild: Hagstofa Íslands.

Mynd 8  
Verðbólguvæntingar til 1-10 ára<sup>1</sup>  
Meðaltal tímabila



1. Verðbólguvæntingar til 1, 2, 5 og 10 ára metnar út frá verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði og könnun meðal markaðsaðila. Meðaltöl tímabila.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

losun fjármagnshafna um miðjan mars. Samkvæmt nýlegum könnunum búast markaðsaðilar og stjórnendur fyrirtækja við að verðbólga verði um og undir 2% að ári liðnu. Þá búast heimili við að verðbólga verði 2,5% að ári liðnu. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til eins árs var í lok júní um 1,6% en var 2,3% í desember. Þá búast markaðsaðilar við að verðbólga verði að meðaltali 2,6% á næstu tíu árum sem er 0,2 prósentum lægra en þeir væntu í nóvember 2016. Í lok júní mældist verðbólguálag til fimm og tíu ára um 2-2,3%.

Aðhaldssöm peningastefna hefur skapað verðbólguvæntingum kjölfestu, stuðlað að sparnaði og haldið útlánavexti í skefjum. Skýr merki um spennu í þjóðarþúskapnum hafa hins vegar kallað á áframhaldandi peningalegt aðhald svo að tryggja megi verðstöðugleika til meðallangs tíma. Lækkun verðbólguvæntinga í maí og júní leiddi hins vegar til hækkunar raunvaxta bankans. Hækkunin fól í sér nokkru meira aðhald en peningastefnunefnd hafði stefnt að og talið nægilegt til þess að stuðla að verðstöðugleika. Því voru nefndamenn sammála um það á fundum sínum í maí og júní að lækka nafnvexti. Að mati nefndarinnar mun aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi miss-erum ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.

#### Ítarefni

Með þessari skýrslu fylgir eftirfarandi ítarefni:

1. Yfirlýsingar peningastefnunefndar frá janúar til júní 2017.
2. Fundargerðir peningastefnunefndar frá janúar til júní 2017.
3. Erindi aðalhogfræðings um stöðu efnahagsmála og peningastefnuna í Rótarýklúbbsi Kópavogs 21. febrúar 2017.
4. Erindi aðalhogfræðings um ástand og horfur í efnahagsmálum fyrir þingflokk Vinstri grænna 27. mars 2017.
5. „Allt sem þú vildir vita um gengi krónunnar“, ræða aðalhogfræðings Seðlabankans á Ferðapjónustudegi í Hörpu í Reykjavík 16. mars 2017.
6. Yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabanka um verðbólguþátt, mars 2001.

Fyrir hönd peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,

Már Guðmundsson

seðlabankastjóri og formaður peningastefnunefndar

## Yfirlit yfir fylgiskjöl

	Bls.
Yfirlýsing peningastefnunefndar 8. febrúar	8
Yfirlýsing peningastefnunefndar 15. mars 2017	9
Yfirlýsing peningastefnunefndar 17. maí 2017	10
Yfirlýsing peningastefnunefndar 14. júní 2017	11
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, febrúar 2017	12
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, mars 2017	19
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, maí 2017	26
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, júní 2017	35
Erindi aðalhogfræðings í Rótarýklúbbi Kópavogs	42
Erindi aðalhogfræðings fyrir þingflokk Vinstri grænna	47
„Allt sem þú vildir vita um gengi krónunnar“ ræða aðalhogfræðings Seðlabankans á Ferðapjónustudegi	53
Yfirlýsing um verðbólguþætti og breytta gengisstefnu	57

## Yfirlýsing peningastefnunefndar 8. febrúar 2017

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

Áætlað er að hagvöxtur hafi verið 6% í fyrra. Það er heilli prósentu meiri vöxtur en spáð var í nóvemberhefti *Peningamála*, sem skýrist einkum af meiri fjárfestingu atvinnuveganna og þjónustuútflutningi á fyrstu níu mánuðum ársins. Spáð er að hagvöxtur verði áfram ör, 5½% í ár og á bilinu 2½-3% á næstu tveimur árum. Störfum fjölgar hratt, atvinnuleysi er komið niður fyrir 3% og atvinnuþátttaka orðin meiri en hún var mest á þenslutímanum fyrir fjármálakreppuna. Þrátt fyrir að innflutningur erlends vinnuafls vegi á móti fer spenna í þjóðarbúinu vaxandi og verður meiri en áður var áætlað.

Verðbólguhorfurnar hafa batnað lítillega frá nóvemberspánni þrátt fyrir meiri spennu í þjóðarbúskapnum. Þær byggjast þó á þeirri forsendu að kjarasamningar á vinnumarkaði losni ekki á næstunni. Um það ríkir hins vegar töluverð óvissa. Á móti innlendum verðbólguþrýstingi vegur lítil alþjóðleg verðbólga, hækkun gengis krónunnar á spátímanum og aðhaldssöm peningastefna. Peningastefnan hefur skapað verðbólguvæntingum kjölfestu, haldið aftur af útlánavexti og stuðlað að meiri sparnaði en ella.

Gengi krónunnar hefur lækkað frá síðasta fundi nefndarinnar eftir hraða hækkun á seinni hluta síðasta árs. Skammtímasveiflur það sem af er ári hafa einnig verið nokkru meiri en síðustu tvö ár. Stefnt er að því að skammtímasveiflur verði minni á næstunni í samræmi við það markmið að draga úr sveiflum í gengi krónunnar. Viðskipti bankans á gjaldeyrismarkaði munu einnig markast af því að ekki er þörf fyrir frekari stækkun gjaldeyrisforða og að hætta á tímabundnu ofrasi krónunnar í aðdraganda losunar fjármagnshafta hefur minnkað eftir að stór skref voru stigin nýlega.

Ör vöxtur efnahagssumsvifa og skýr merki um vaxandi spennu í þjóðarbúskapnum kalla á peningalegt aðhald svo að tryggja megi verðstöðugleika til meðallangs tíma. Traustari kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólguþrýstinginn og hækkun gengis krónunnar hafa hins vegar gert peningastefnunefnd mögulegt að ná lögboðnu markmiði um verðstöðugleika við lægra vaxtastig en ella. Kröftugur vöxtur eftirspurnar og órói á vinnumarkaði kalla á varkárni við ákvörðun vaxta. Aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum mun ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.



## Yfirlýsing peningastefnunefndar

15. mars 2017

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

Samkvæmt þjóðhagsreikningum Hagstofu Íslands var hagvöxtur 7,2% í fyrra sem er einni prósentu meiri vöxtur en spáð var í febrúarhefti *Peningamála*. Frávikið frá spánni skýrist einkum af meiri þjónustuútflutningi og einkaneyslu. Vísbendingar eru um áframhaldandi kröftugan vöxt það sem af er ári. Þá fjölgar störfum hratt, atvinnuleysi er lítið og atvinnuþátttaka er orðin meiri en hún var mest á þenslutímanum fyrir fjármálakreppuna. Þrátt fyrir að innflutningur erlends vinnuafls vegi á móti fer spennan í þjóðarbúinu vaxandi.

Verðbólga mældist 1,9% í febrúar, áþekk því sem hún hefur verið sl. hálf ári. Að því er varðar verðbólguhorfur togast sem fyrr á tveir kraftar. Hagvöxtur hefur reynst meiri en spáð var, en á hinn bóginn er gengi krónunnar hærra. Gengishækkunin og lítil alþjóðleg verðbólga vega sem fyrr á móti verðbólguþrýstingi af innlendum rótum og hefur bilið á milli verðþróunar innlendra þátta, einkum húsnæðiskostnaðar, og erlendra þátta aukist. Þá hefur aðhaldssöm peningastefna skapað verðbólguvæntingum kjölfestu og haldið aftur af útlánavexti og vexti eftirspurnar.

Of snemmt er að segja til um efnahagsleg áhrif síðustu skrefa við losun fjármagnshafna. Hugsanlegt er að betra jafnvægi skapist á milli inn- og útstreymis á gjaldeyrismarkaði en skammtímahreyfingar kunna að aukast eins og sést hafa merki um síðustu daga. Seðlabankinn mun eftir sem áður draga úr skammtímagengissveiflum þegar tilefni er til.

Ör vöxtur efnahagssumsvifa og skýr merki um spennu í þjóðarbúskapnum kalla á peningalegt aðhald svo að tryggja megi verðstöðugleika til meðallangs tíma. Á móti kemur að heldur hefur dregið úr óvissu á vinnumarkaði.

Traustari kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólguþrýsting og hækkun gengis krónunnar hafa gert peningastefnunefnd mögulegt að ná lögboðnu markmiði um verðstöðugleika við lægra vaxtastig en ella. Aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum mun ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.

## Yfirlýsing peningastefnunefndar 17. maí 2017

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 4,75%.

Horfur eru á hröðum hagvexti í ár eins og í fyrra og bæði árin umfram það sem spáð var í febrúar. Frávikið skýrist einkum af meiri vexti ferðapjónustu en áður var búist við en að auki er útlit fyrir meiri slökun í aðhaldi opinberra fjármála í ár. Spenna á vinnumarkaði og í þjóðarbúskapnum í heild hefur því aukist þrátt fyrir aukinn innflutning vinnuafis og kröftugan framleiðnivöxt. Á móti aukinni spennu vegur hækkun gengis krónunnar. Hún hefur gegnt lykilhlutverki í aðlögun þjóðarbúsins að búhnykkjum sem rekja má til betri viðskiptakjara og vaxtar ferðapjónustu.

Verðbólga mældist 1,9% í apríl, áþekk því sem hún hefur verið sl. hálf t ár. Undirliggjandi verðbólga virðist hins vegar heldur hafa minnkað undanfarna mánuði. Gengishækkunin og lítil alþjóðleg verðbólga vega sem fyrr á móti verðbólguþrýstingi af innlendum rótum og hefur bilið á milli verðþróunar innlendra þátta, einkum húsnæðiskostnaðar, og erlendra þátta aukist enn frekar frá síðasta fundi nefndarinnar. Tveir gagnstæðir kraftar hafa áhrif á verðbólguhorfur. Spenna í þjóðarbúskapnum hefur reynst meiri en spáð var en á móti vegur herra gengi krónunnar. Verðbólguhorfur fyrir þetta og næsta ár hafa batnað en versnað þegar líður á spátímann.

Skýr merki um aukna spennu í þjóðarbúskapnum kalla á peningalegt aðhald svo að tryggja megi verðstöðugleika til meðallangs tíma. Raunvextir bankans hafa hækkað lítillega frá síðasta fundi peningastefnunefndar. Þá felur gengishækkun krónunnar einnig í sér aukið aðhald.

Seðlabankinn hefur dregið úr inngrípum á gjaldeyrismarkaði í ljósi rúmrar forðastöðu enda er gengishækkunin talin endurspegla undirliggjandi efnahagsþróun. Seðlabankinn mun eftir sem áður grípa inn í á gjaldeyrismarkaði til að draga úr sveiflum eftir því sem hann telur tilefni til.

Traustari kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólgu markmiðið og hækkun gengis krónunnar hafa gert peningastefnunefnd mögulegt að ná lögboðnu markmiði um verðstöðugleika við lægra vaxtastig en ella. Aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum mun ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.

## Yfirlýsing peningastefnunefndar 14. júní 2017

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 4,5%.

Horfur eru á hröðum hagvexti í ár eins og árin á undan. Útlitið hefur lítið breyst frá síðustu spá Seðlabankans og hagvöxtur á fyrsta ársfjórðungi var í meginatriðum í samræmi við hana. Vöxturinn er sem fyrr einkum drifinn af örum vexti ferðapjónustu og einkaneyslu auk þess sem útlit er fyrir töluverða slökun í aðhaldi opinberra fjármála í ár.

Verðbólga er enn áþekk því sem hún hefur verið sl. hálf t. ár en undirliggjandi verðbólga virðist hafa minnkað undanfarna mánuði. Þá hafa verðbólguvæntingar til bæði skamms og langs tíma lækkað áfram frá síðasta fundi peningastefnunefndar og raunvextir bankans hækkað. Gagnstæðir kraftar hafa sem fyrr áhrif á verðbólguhorfur, þar sem hækkun gengis krónunnar og lítil alþjóðleg verðbólga vega á móti verðbólguþrýstingi af innlendum rótum. Hefur bilið á milli verðþróunar innlendra þátta, einkum húsnæðiskostnaðar, og erlendra þátta aukist töluvert undanfarna mánuði.

Skýr merki um spennu í þjóðarbúskapnum kalla á peningalegt aðhald svo að tryggja megi verðstöðugleika til meðallangs tíma. Hækkun raunvaxta bankans frá síðasta fundi peningastefnunefndar felur hins vegar í sér nokkru meira aðhald en nefndin hafði stefnt að og telur nægilegt til þess að stuðla að verðstöðugleika.

Traustari kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólguþrýstinginn og hækkun gengis krónunnar hafa gert peningastefnunefnd mögulegt að ná lögboðnu markmiði um verðstöðugleika með lægri vöxtum en ella. Aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum mun ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, febrúar 2017

Birt: 22. febrúar 2017

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[opinberlega skuli] birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra“. Í samræmi við löggin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 6. og 7. febrúar 2017, en á honum ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 8. febrúar og kynningu þeirrar ákvörðunar.

### I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlendan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 14. desember 2016 og uppfærðri spá í *Peningamálum 2017/1* hinn 8. febrúar.

### Fjármálamarkaðir

Eftir langt tímabil hækkunar tók gengi krónunnar að lækka í byrjun desember og hafði lækkað um u.þ.b. 5% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu í lok janúar sl. Þá snerist þróunin við og þegar fundur nefndarinnar var haldinn í febrúar hafði gengið hækkað á ný um 2,3% frá lággildi vísitölunnar í janúar. Á fundinum í febrúar var gengi krónunnar 2,5% lægra gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu en það var á desemberfundinum. Á sama tímabili hafði gengi krónu lækkað um 2,6% gagnvart evru, um 2,1% gagnvart Bandaríkjadal en hækkað um 0,6% gagnvart bresku pundi. Hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu 186 milljónum evra (22,3 ma.kr.) á milli funda eða sem nemur um 34% af veltu á gjaldeyrismarkaði.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans var svipað og eftir vaxtalækkunina í desember. Raunvextir bankans miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum voru óbreyttir milli funda eða um 2½%.

Vextir á millibankamarkaði með krónur höfðu þróast í takt við meginvexti bankans á milli funda. Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa og verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði lítið breyst á milli funda nefndarinnar en hefur lækkað að undanförunu í takt við meginvexti bankans. Vextir óverðtryggðra inn- og útlána höfðu lækkað hjá flestum fjármálafyrirtækjum í kjölfar vaxtalækkunarinnar í desember en verðtryggðir vextir þeirra haldist óbreyttir.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands hafði lítið breyst á milli funda þrátt fyrir hækkun Standard & Poor's á lánshæfiseinkunn ríkissjóðs í A- og breytingu Fitch á horfum fyrir lánshæfiseinkunnir ríkissjóðs í jákvæðar um miðjan janúar. Skuldatryggingarálagið mældist um 0,9% og vaxtamunur gagnvart ríkisskuldbréfum Þýskalands og Bandaríkjanna var 1,1-1,2 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar óbreyttra nafnvaxta Seðlabankans í febrúar. Voru þær sammála um að lækkun gengis krónunnar hefði dregið úr líkum á vaxtalækkun. Einnig var vísað til þess að hagvöxtur hefði verið kröftugur og að enn ríkti óvissa á vinnumarkaði. Flestir greiningaraðilar töldu horfur á hækkun gengis krónunnar þegar líða tekur á árið og að það gæti gefið tilefni til frekari vaxtalækkana á árinu.

Samkvæmt könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var um síðustu mánaðamót gerðu þeir ráð fyrir því að meginvextir bankans verði lækkaðir um 0,25 prósentur á fyrri hluta þessa árs en hækkaðir aftur í 5% í byrjun næsta árs og héldust síðan óbreyttir út spátímam. Í könnuninni voru markaðsaðilar einnig spurðir að því hve háir þeir teldu að meginvextir Seðlabankans ættu að vera nú. Svörin voru á bilinu 3,5-5,5% en rúmlega helmingur svarenda taldi þá eiga að vera á bilinu 4,75-5%, þ.e. jafn háir eða 0,25 prósentum lægri en þeir eru nú. Þá taldi tæplega fimmtungur 4,5% vexti hæfilega.

Ársvöxtur peningamagns jókst á síðasta fjórðungi 2016 miðað við undangengna tvo fjórðunga en var þó enn undir nafnvexti landsframléiðslunnar. Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 5,9% milli ára á fjórða ársfjórðungi 2016, sé leiðrétt fyrir innlánnum innlánsstofnana í slitameðferð. Líkt og á síðasta ári skýrist aukning peningamagnsins að mestu leyti af auknum innlánnum heimila en innlán fyrirtækja jukust einnig á milli ára.

Leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda jókst heildarstofn útlána lánakerfisins til innlendra aðila um rúmlega 2% að nafnvirði milli ára á fjórða ársfjórðungi en um tæplega 4% sé tekið tillit til áhrifa gengisbreytinga á stofn lána í erlendum gjaldmiðlum. Vöxturinn skýrist af auknum útlánnum til heimila og atvinnufyrirtækja. Útlán lífeyrissjóða til heimila hafa aukist töluvert undanfarið ár og er hlutdeild þeirra í nýjum útlánnum til heimila orðin meiri en innlánsstofnana. Á móti hafa útlán Íbúðalánasjóðs haldið áfram að dragast saman. Útlánaaukning lánakerfisins alls til heimila er því enn hófleg. Á fjórða ársfjórðungi 2016 nam ársaukningin 2,8%, sé leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði lækkað um 3,8% á milli funda en hún hafði lækkað um 9% á árinu 2016. Velta á aðalmarkaði var rúmlega 560 ma.kr. á árinu 2016 eða um 43% meiri en árið 2015. Miklar sveiflur urðu á hlutabréfamarkaði stuttu fyrir fundi nefndarinnar eftir að afkomuviðvörðun Ícelandair var birt.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Horfur í heimsbúskapnum voru almennt svipaðar og á fundi nefndarinnar í desember og áhrif fjármála- og viðskiptastefnu nýrrar ríkisstjórnar í Bandaríkjunum talin helsta óvissan. Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá því í janúar var gert ráð fyrir 3,4% hagvexti í heiminum í ár og 3,6% á næsta ári sem er óbreytt spá frá því í október. Spá um vöxt

alþjóðaviðskipta var einnig óbreytt fyrir þetta ár en búist er við litlu minni vexti á næsta ári en í október. Verðbólguhorfur í iðnríkjum eru einnig óbreyttar. Spáð er 1,7% verðbólgu í ár og 1,9% á næsta ári. Hins vegar er gert ráð fyrir lítið eitt meiri verðbólgu í nýmarkaðs- og þróunarríkjum á þessu og næsta ári en í október. Spár *Consensus Forecasts* um hagvöxt og verðbólgu í helstu viðskiptalöndum Íslands á þessu ári voru óbreyttar milli funda peningastefnunefndar.

Halli af vöruskiptum nam 8,4 ma.kr. í desember. Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var hann 6,6 ma.kr. í janúar. Hallinn var 101,2 ma.kr. í fyrra en hafði verið um 33,7 ma.kr. árið á undan. Verðmæti innflutnings jókst um 8,6% milli ára í fyrra en verðmæti útflutnings dróst saman um 4,1%. Aukinn innflutningur á síðasta ári stafar að mestu leyti af auknum innflutningi flutningatækja og neysluvara en samdráttur útflutnings stafar einkum af minni útflutningi iðnaðarvöru.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð hækkaði álverð um 3,1% milli funda peningastefnunefndar og var meðalverð í janúar um 20,7% hærra en fyrir ári. Er það mesta árshækkun síðan í júlí 2011. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hækkaði um 1,1% milli mánaða í desember en um 6,4% milli ára. Alls hækkaði verðlag sjávarafurða um 4,3% milli ára í fyrra.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag mældist 96,7 stig í janúar og hafði lækkað um 2,8% milli mánaða en hækkað um 15,5% milli ára. Hækkunina má að mestu leyti rekja til 15,7% hærra nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var um 0,1 prósentu minni en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands. Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði að meðaltali um 12,8% í fyrra.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt fjárlögum fyrir árið 2017 minnkar aðhaldsstig ríkisfjármála á þessu ári minna en áætlað hafði verið í nóvemberspá bankans. Áætlað er að slökunin samsvari 0,5% af landsframleiðslu samanborið við 0,9% í nóvember. Fjármálastefna nýrrar ríkisstjórnar fyrir næstu fimm ár var lögð fram í lok janúar sl. Þrátt fyrir að þar sé gert ráð fyrir afgangi á ríkissjóði felur hún á þessu ári í sér nokkra slökun á aðhaldsstigi opinberra fjármála þegar tekið hefur verið tillit til hagsveiflunnar. Miðað við febrúarspá bankans hefði afkoman þurft að vera sem nemur ½% af landsframleiðslu betri í ár en áformað er í fjármálastefnunni til að aðhaldsstigið slakni ekki frá því sem það var í fyrra. Áformað er að afkoman batni um ½% af landsframleiðslu á næsta ári og gangi það eftir verður aðhaldsstigið þá orðið svipað og það var í fyrra.

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar fyrir fjórða ársfjórðung 2016 fjölgaði störfum um 4,6% frá fyrra ári sem er töluvert meira en gert var ráð fyrir í nóvemberspá Seðlabankans. Meðalvinnuvikan hélt hins vegar áfram að styttest og fjölgaði heildarvinnustundum um 4,1% eins og spáð hafði verið. Milli ársmeðaltala fjölgaði heildarvinnustundum um 3%.

Atvinnuþátttaka jókst töluvert á árinu og var á síðasta fjórðungi ársins komin yfir það sem hún var mest fyrir fjármálakreppuna og hlutfall starfandi var nánast jafn hátt og það varð hæst þá. Milli ára jókst atvinnuþátttaka um 1 prósentu og hlutfall starfandi um 1,8 prósentur.

Atvinnuleysi var heldur minna á fjórða ársfjórðungi en spáð var í nóvember. Mældist það 2,5% en 2,9% leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu og hefur árstíðarleiðrétt atvinnuleysi ekki verið jafn lítið síðan á þriðja fjórðungi ársins 2008. Atvinnuleysi var 3% á árinu í heild en hafði verið 4% árið á undan. Samkvæmt tölum Vinnuálastofnunar var atvinnuleysi 2,1% í fyrra og minnkaði um rúma hálfa prósentu milli ára.

Á síðasta ári fluttu tæplega 4.000 fleiri til landsins en frá því eða sem nemur 2% af vinnuaflinu. Flutningsjöfnuður erlendra ríkisborgara á aldrinum 20-59 ára var jákvæður um sem nam 2% af mannfjölda á aldrinum 20-54 ára 2016 en var um 1,3% 2015.

Launavísitalan hækkaði um 1% milli fjórðunga á síðasta fjórðungi í fyrra og um 9,7% milli ára. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna var 7,7% meiri á fjórðungnum en á sama tíma árið 2015. Hvorki nafn- né raunlaun hafa hækkað jafn mikið eftir að launavísitala var tekin upp árið 1989 og þau gerðu árið 2016, en milli ársmeðaltala hækkaði launavísitalan um 11,4% og raunlaun um 9,5%.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á fjórða ársfjórðungi síðasta árs benda til þess að nokkur vöxtur hafi verið milli ára en að vöxturinn hafi verið heldur minni en framan af ári. Þróunin er í samræmi við spár bankans um vöxt einkaneyslunnar. Greiðslukortavelta jókst um hátt í 8% á fjórðungnum en um nærri 12½% á árinu í heild. Svipaða sögu er að segja af nýskráningu bifreiða en þeim fjölgaði um rúman fimmtung á fjórðungnum en 38,5% á árinu í heild.

Væntingavísitala Gallup í janúar lækkaði milli mánaða, bæði í desember og janúar. Í janúar mældist í fyrsta sinn frá 2014 lækkun milli ára en vísitalan var engu að síður 121,6 stig í mánuðinum og allar undirvísitölur hennar yfir 100 stigum.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok janúar, hækkaði um 1,1% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar og um 15,2% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 1% milli mánaða í desember þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og um 15% milli ára. Á árinu 2016 hækkaði vísitalan um 11,1% að meðaltali frá árinu á undan. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 7,8% milli ára í fyrra. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu styttist um rúmlega 1 mánuð milli áranna 2015 og 2016 og var tæplega 2 mánuðir í fyrra.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,14% milli mánaða í desember en lækkaði um 0,6% milli mánaða í janúar. Ársverðbólgan mældist 1,9% í janúar og hafði hjaðnað úr 2,1% frá desemberfundi peningastefnufndar. Vísitala neysliverðs án húsnæðis hafði hins vegar lækkað um 0,9% sl. tólf mánuði. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu bentu flestir til þess að hún hafi hjaðnað í janúar og legið á bilinu 1,7-2,1%.

Vetrarútsölur voru helsti áhrifabátturinn í janúar en á móti vógu hækkun kostnaðar vegna eigin húsnæðis og hækkunar á ýmsum opinberum gjöldum. Verð almennrar þjónustu hafði lækkað um 0,3% milli ára í janúar samanborið við 0,8% hækkun í desember og 1,4% hækkun í nóvember.

Samkvæmt könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í lok janúar væntu þeir að verðbólga yrði 2,5% eftir eitt ár, sem er 0,3 prósentum meira en í síðustu könnun í nóvember sl. Væntingar þeirra um ársverðbólgu eftir tvö ár höfðu hins vegar lækkað og námu 2,8% samanborið við 3% í síðustu könnun. Markaðsaðilar gerðu jafnframt ráð fyrir að verðbólga yrði 2,7% að meðaltali á næstu tíu árum sem er 0,1 prósentu minna en þeir væntu í nóvember. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til tíu ára hafði mælst á bilinu 2,1-2,5% það sem af var fjórðungnum en mældist 3% á fyrsta ársfjórðungi 2016.

Samkvæmt spánni sem birt var í *Peningamálum* 8. febrúar 2017 hafa verðbólguhorfur batnað frá nóvemberspá bankans. Innlendir verðbólguþrýstingur er þó töluverður og meiri en gert var ráð fyrir í nóvember. Á móti vegur lítil alþjóðleg verðbólga og hækkandi gengi krónunnar. Áætlað er að gengi krónunnar verði hærra á spátímanum en það var í nóvemberspánni. Verðbólguhorfur hafa því batnað lítilla þrátt fyrir horfur um meiri spennu í þjóðarbúinu. Talið er að verðbólga verði um 2% fram yfir mitt ár, en taki þá að þokast upp á við og verði komin í

markmið á seinni hluta næsta árs. Horfur eru á að verðbólga fari tímabundið upp fyrir markmiðið er líður á spátímenn þegar áhrif gengishækkunarinnar taka að fjara út en að hún verði nálægt markmiðinu í lok spátímans.

Talið er að hagvöxtur í helstu iðnríkjum hafi sótt nokkuð í sig veðrið á seinni hluta síðasta árs og aukinnar bjartsýni gæti í alþjóðlegum efnahagsmálum. Verð á olíu og helstu hrávörum hefur hækkað og alþjóðleg verðbólga aukist. Aukin bjartsýni um efnahagshorfur og væntingar um aukna verðbólgu hafa leitt til töluverðrar hækkunar langtímavaxta í Bandaríkjunum og vextir í mörgum öðrum þróuðum ríkjum hafa fylgt í kjölfarið.

Þrátt fyrir hækkun olíu- og hrávöruverðs eru horfur á að viðskiptakjör Íslands batni enn frekar í ár en viðskiptakjarabati og ör vöxtur ferðaþjónustu hafa verið helstu drifkraftar innlands efnahagsbata. Áætlað er að útflutningur Íslands hafi aukist um liðlega 10% í fyrra. Þar af jukust umsvif í ferðaþjónustu um ríflega 37% að raunvirði og voru fjórfalt meiri að umfangi en árið 2010.

Áætlað er að hagvöxtur hafi verið 6% í fyrra sem er heilli prósentu meira en gert var ráð fyrir í nóvemberhefti *Peningamála*. Skýrist frávikid fyrst og fremst af töluvert meiri fjárfestingu atvinnuveganna og þjónustuútflutningi á fyrstu níu mánuðum ársins. Einnig er gert ráð fyrir miklum hagvexti í ár eða um 5½% en að smám saman hægi á vextinum og að hann verði á bilinu 2½-3% á næstu tveimur árum. Hagvöxtur í fyrra og á meginhluta spátímans er meiri en spáð var í nóvember og því mun reyna meira á innlenda framleiðsluþætti og framleiðsluspenna verður meiri. Spennan á vinnumarkaði verður jafnframt meiri en störfum fjölgar hratt og atvinnuleysi er komið niður fyrir 3%. Atvinnuþátttaka er jafnframt orðin meiri en hún var mest á þenslutímanum fyrir fjármálakreppuna en á móti vegur töluverður innflutningur á erlendu vinnuafli. Launahækkunir sem kveðið er á um í kjarasamningum hafa komið fram í launavísitölu Hagstofunnar í takt við það sem gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans og hefur launaskrið verið svipað og þar var áætlað. Hins vegar er áætlað að laun hækki um ½ prósentu meira í ár en í síðustu spá, m.a. vegna nýsamþykkrta kjarasamninga. Launakostnaður á framleidda einingu hækkar því um 4% í ár og kemur það í kjölfar 6½-7% hækkunar undanfarin tvö ár. Talið er að launakostnaður á framleidda einingu hækki einnig töluvert á næstu tveimur árum eða um 5% að meðaltali á ári.

Samkvæmt spánni hvarf slakinn í þjóðarþúinu fyrir nokkru og spenna er tekin að myndast. Talið er að hún hafi aukist er leið á síðasta ár og verið 2,2% af framleiðslugetu á síðasta ári. Horfur eru á að framleiðsluspenna aukist enn frekar í ár og verði nokkru meiri en gert var ráð fyrir í nóvember enda hagvöxtur í ár og í fyrra nokkru meiri en þá var áætlað. Líkt og í fyrri spám bankans er búist við að dragi úr framleiðsluspennu á næstu árum eftir því sem hægir á hagvexti.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti nefndina um gang mála í tengslum við losun fjármagnshafta og um undirbúningsvinnu vegna fyrirhugaðrar endurskoðunar á ramma peningastefnunnar.

Nefndin ræddi gjaldeyrisinngripastefnu bankans en hún hafði einnig haldið aukafund 23. desember sl. um gjaldeyrismál þar sem nefndarmenn voru sammála tillögu seðlabankastjóra um að auka gjaldeyriskaup ef með þyrfti til að draga úr hækkun gengis krónunnar skömmu áður en mikilvæg skref yrðu tekin að losun fjármagnshafta í byrjun árs 2017. Nefndarmenn töldu tímabært að endurmeta inngripastefnu bankans í kjölfar verulegar losunar fjármagnshafta á einstaklinga og fyrirtæki um áramótin. Voru nefndarmenn sammála um að reynslan af því hefði verið jákvæð þar sem ekki hefði orðið vart óstöðugleika. Fjármagnsútflæði hefði enn sem komið



er ekki verið mikið. Það gæti þó hafa átt einhvern þátt í lækkun gengis krónunnar í desember og janúar en nefndarmenn töldu að meginástæðurnar væru árstíðarbundin lægð í gjaldeyristekjum af ferðapjónustu og áhrif af verkfalli sjómanna. Skammtímasveiflur, einkum daglegar sveiflur, höfðu verið meiri það sem af var ári en síðustu tvö ár. Einnig var það mat nefndarmanna að hætta á tímabundnu ofrisi krónunnar áður en full losun fjármagnshafta á sér stað hefði minnkað eftir að þessi skref voru tekin. Ekki væri heldur þörf fyrir frekari stækkun gjaldeyrisforða að svo stöddu. Þar sem ekki væri lengur þörf á að taka mið af þessum tímabundnu þáttum ákvað nefndin að markmið inngripa á gjaldeyrismarkaði á næstunni yrði að minnka skammtímasveiflur. Nefndarmenn töldu að í stefnunni ætti að felast að bankinn myndi ekki eingöngu kaupa gjaldeyri eins og hann hafi gert að undanförunu heldur myndi hann einnig selja gjaldeyri þegar aðstæður kölluðu á slíkt. Áhersla var lögð á að ekki mætti túlka það sem svo að bankinn væri að verja ákveðið gengisstig. Bent var á að ekki væri æskilegt að taka verðmyndun krónu á markaði algjörlega úr sambandi. Gengi krónunnar yrði að fá að hreyfast og leika hlutverk í aðlögun þjóðarbúskaparins.

Nefndin ræddi einnig niðurstöður nýlegrar rannsóknarritgerðar um mat á jafnvægisraunvöxtum á Íslandi með mismunandi aðferðum. Í umræðunni á fundinum komu fram mismunandi sjónarmið nefndarmanna bæði á því hve háir jafnvægisraunvextir gætu verið um þessar mundir og á aðferðum við mat á þeim. Þeir voru hins vegar sammála um að jafnvægisraunvextir hefðu lækkað eftir að kjölfesta verðbólguvæntinga í markmiði styrktist og töldu að niðurstöður rannsóknarinnar væru gagnlegar fyrir áframhaldandi umræðu í nefndinni.

Nefndin skoðaði einnig núverandi vaxtastig bankans miðað við fjölda mismunandi peningastefnureglna. Sýndu niðurstöðurnar að núverandi vextir bankans væru innan þeirra marka sem peningastefnureglurnar og mismunandi forsendur um jafnvægisvexti sýndu.

Taumhald peningastefnunnar hafði haldist óbreytt frá desemberfundinum. Nefndarmenn ræddu um það hvort þróunin frá síðasta fundi hefði breytt mati þeirra á því hvort taumhaldið væri hæfilegt og hvort horfurnar hefðu breyst, en á fundinum í desember hafði nefndin ákveðið að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Rök meirihluta nefndarmanna fyrir ákvörðuninni í desember voru að svigrúm til að lækka nafnvexti hefði skapast þar sem kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólgu markmiðið virtist hafa styrkst og aðhald peningastefnunnar hefði að einhverju leyti aukist vegna hækkunar á gengi krónunnar. Minnihluti nefndarinnar hafði hins vegar talið varasamt að lækka vexti frekar við aðstæður þar sem hætta væri á ofpenslu í þjóðarbúskapnum.

Nefndarmenn tóku í því sambandi mið af nýrri spá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 8. febrúar en samkvæmt henni er áætlað að hagvöxtur hafi verið mjög mikill í fyrra og töluvert meiri en gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans, aðallega vegna meiri fjárfestingar atvinnuveganna og þjónustuútflutnings. Einnig horfði nefndin til þess að spáð væri að hagvöxtur yrði áfram ör. Nefndin veitti því einnig athygli að spennan á vinnumarkaði væri mikil og horfur á að atvinnuleysi yrði minna en áður var spáð. Sérstaklega horfði nefndin til þess að spenna í þjóðarbúskapnum færi vaxandi og horfur á að hún yrði meiri en áður var áætlað þrátt fyrir að innflutningur erlends vinnuafls vegi á móti.

Nefndarmenn voru sammála því mati sem felst í spánni að verðbólguhorfur hefðu batnað lítillega frá nóvemberspánni þrátt fyrir meiri spennu í þjóðarbúskapnum. Horfði nefndin til þess að á móti innlendum verðbólguþrýstingi vegi lítil alþjóðleg verðbólga, hækkun gengis krónunnar á spátímanum og aðhaldssöm peningastefna.

Að mati nefndarinnar hefði óvissa með aðhaldsstig opinberra fjármála minnkað frá síðasta fundi nefndarinnar þar sem fjárlög fyrir árið 2017 höfðu verið samþykkt. Samkvæmt þeim dregur úr

aðhaldi ríkisfjármála á þessu ári, en heldur minna en gert hafði verið ráð fyrir í nóvemberspánni. Í fjármálastefnu ríkisstjórnarinnar til fimm ára eru áform um að þessi slökun gangi til baka á árinu 2018.

Nefndarmenn töldu allir rétt að halda vöxtum óbreyttum. Að mati þeirra kallaði ör vöxtur efnahagssumsvifa og skýr merki um vaxandi spennu í þjóðarbúskapnum á áframhaldandi peningalegt aðhald ef tryggja ætti verðstöðugleika til meðallangs tíma. Þótt nóvemberspá bankans sýndi að verðbólguhorfur hefðu heldur batnað byggðist það á þeirri forsendu að kjarasamningar á vinnumarkaði yrðu ekki endurskoðaðir á næstunni en nefndarmenn voru sammála um að um það ríkti töluverð óvissa. Óvissan og kröftugur vöxtur eftirspurnar kallaði á varkárni við ákvörðun vaxta.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 5%, innlásvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4,75%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 5,75% og daglánavextir 6,75%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Töldu nefndarmenn að peningastefnan hefði náð að skapa verðbólguvæntingum kjölfestu, halda aftur af útlánavexti og stuðla að meiri sparnaði en ella. Nefndin var sammála um að traustari kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólguþröskulmiðið og hækkun gengis krónunnar hefði gert nefndinni mögulegt að ná lögboðnu markmiði um verðstöðugleika við lægra vaxtastig en ella. Því hefði nefndin getað lækkað vexti á seinni hluta síðasta árs. Nefndarmenn voru sammála um að aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum myndi ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt 15. mars 2017



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, mars 2017

Birt: 29. mars 2017

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[opinberlega skuli] birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra“. Í samræmi við lögini hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 13. og 14. mars 2017, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 15. mars og kynningu þeirrar ákvörðunar.

### I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 8. febrúar 2017.

### Fjármálamarkaðir

Þegar tilkynnt var um losun fjármagnshafta sunnudaginn 12. mars hafði gengi krónunnar hækkað um u.þ.b. 6,1% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu frá febrúarfundi nefndarinnar. Daginn eftir lækkaði gengið hins vegar um 2,7% gagnvart gengisvísitölunni og um 0,7% til viðbótar 14. mars. Milli funda nefndarinnar hækkaði því gengi krónunnar um 2,4% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili hafði gengi krónu hækkað um 2% gagnvart evru, um 1,7% gagnvart Bandaríkjadal og 3,8% gagnvart bresku pundi.

Hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans námu 318 milljónum evra (36,7 ma.kr.) á milli funda eða sem nemur um 46% af veltu á markaðnum. Eftir að tilkynnt var um losun fjármagnshafta sunnudaginn 12. mars urðu nokkrar sveiflur á gjaldeyrismarkaði og Seðlabankinn átti viðskipti á báðum hliðum markaðarins. Hann hafði einnig selt gjaldeyri 7. mars en það var í fyrsta skipti frá því í nóvember 2014 sem bankinn seldi gjaldeyri á millibankamarkaði með gjaldeyri.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans var lítið breytt frá febrúarfundi nefndarinnar og voru raunvextir bankans 2,5% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum.

Vextir á millibankamarkaði með krónur voru nánast óbreyttir á milli funda. Velta á markaðnum hefur verið talsvert meiri frá áramótum en á sama tíma í fyrra og nam 69 ma.kr. Ávöxtunarkrafa ríkis- og íbúðabréfa hafði lækkað um allt að 0,3 prósentur á milli funda. Tilkyning stjórnvalda um losun fjármagnshafta hafði enn sem komið var haft lítil áhrif á kröfu bréfanna þegar fundur peningastefnufndar var haldinn. Þá voru vextir inn- og útlána fjármálafyrirtækja nánast óbreyttir frá febrúarfundinum.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hafði lítið breyst á milli funda. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum mældist um 0,9% og vaxtamunur gagnvart ríkisskuldabréfum Þýskalands og Bandaríkjanna var 1-1,1 prósentu.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu ýmist óbreyttra vaxta eða 0,25 prósentna vaxtalækkunar en allar voru þó sammála um að tvísýnt væri um ákvörðunina. Sem rök fyrir lækkun vaxta nefndu greiningardeildirnar að gengi krónunnar hefði hækkað milli funda og dregið hefði úr óvissu á vinnumarkaði. Helstu rök fyrir óbreyttum vöxtum voru þau að nýbirtir þjóðhagsreikningar sýndu að hagvöxtur og framleiðsluspenna hefði verið talsvert meiri í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúarspá Seðlabankans. Spár greiningardeildanna voru birtar áður en stjórnvöld tilkyntu um losun fjármagnshafta, en eftir það töldu þeir sem áður höfðu spáð lækkun að dregið hefði úr líkum á lækkun vaxta.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 3,3% milli ára í janúar, sé leiðrétt fyrir innlánnum innlánsstofnana í slitameðferð. Er það nokkru minni ársvöxtur en undangengna þrjá mánuði enda drógust innlán fjármálageirans saman milli ára en ársvöxtur innlána heimila og fyrirtækja var einnig heldur minni í janúar en mánuðina á undan.

Leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda jókst heildarstofn útlána lánakerfisins til innlendra aðila um 3% í janúar en um 4½% sé tekið tillit til áhrifa gengisbreytinga á stofn lána í erlendum gjaldmiðlum. Vöxturinn skýrist af auknum útlánnum til heimila og atvinnufyrirtækja. Ársaukning útlána lánakerfisins til heimila var um 3% í janúar, sé leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði hækkað um 5,2% á milli funda og um 0,6% frá áramótum. Velta á aðalmarkaði var rúmlega 135 ma.kr. á fyrstu tveimur mánuðum ársins eða um 20% meiri en á sama tímabili í fyrra.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Halli af vöruskiptum Íslands nam 19,5 ma.kr. á fyrstu tveimur mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra var 3,9 ma.kr. halli. Verðmæti útflutnings dróst saman um 7,2% á föstu gengi milli ára en verðmæti innflutnings jókst um 13,3%. Útflutningsverðmæti sjávarafurða dróst saman um 33% milli ára en á móti vó að útflutningsverðmæti iðnaðarvara jókst um tæplega 9%. Vöxt innflutnings má einkum rekja til um og yfir 20% ársvaxtar innflutnings flutningatækja og hrá- og rekstrarvöru.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð hækkaði álverð um 6% milli funda peningastefnufndar en meðalverð í febrúar var ríflega fimmtungi hærra en fyrir ári. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hækkaði hins vegar um 1% í janúar milli mánaða og um 8% milli ára. Olíuverð lækkaði um 9% milli funda nefndarinnar eftir að hafa verið nokkuð stöðugt frá því í byrjun desember sl.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag mældist 99,4 stig í febrúar og hafði hækkað um 2,5% milli mánaða en um 18,1% milli ára. Árshækkunina má að mestu leyti rekja til 17,8% hækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var 0,3 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

## Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í mars var árshagvöxtur 11,3% á fjórða ársfjórðungi 2016. Þjóðarútgjöld jukust um 8,4% milli ára á fjórðungnum. Þar af jukust neysla og fjárfesting alls um 8,2% og framlag birgðabreytinga var lítillega jákvætt. Útflutningur jókst um 14% sem er heldur meira en sem nam vexti innflutnings og því var framlag utanríkisviðskipta jákvætt á fjórðungnum.

Á árinu í heild var hagvöxtur 7,2% og munaði mestu um framlag einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingar. Þjóðarútgjöld jukust um 8,7% á árinu en framlag utanríkisviðskipta var neikvætt um 0,8 prósentur þrátt fyrir mikinn vöxt útflutnings. Í samanburði við spá *Peningamála* frá febrúar var hagvöxturinn töluvert meiri en spáð var en þar var gert ráð fyrir 6% hagvexti. Vöxtur þjóðarútgjalda var í ágætu samræmi við spána en í febrúar var gert ráð fyrir 8,4% vexti. Einkaneysla jókst meira en spáð var en fjármunamyndun minna. Meginskýringin á spáskekkjunni felst því í því að búist var við að utanríkisviðskipti yrðu meiri dragbítur á hagvöxt en tölur Hagstofunnar benda til. Innflutningur var minni og útflutningur meiri en áætlað var í febrúarspánni.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 194 ma.kr. árið 2016 eða sem nemur 8% af landsframleiðslu. Aðeins einu sinni áður, árið 2009, hefur mælst viðlíka viðskiptaafgangur. Þá nam afgangurinn einnig 8% af landsframleiðslu. Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum var minni í fyrra en árið á undan en á móti kemur að jöfnuður frumþáttatekna og rekstrarframlög voru talsvert hagstæðari. Í spá *Peningamála* í febrúar var gert ráð fyrir að afgangur af viðskiptajöfnuði yrði 6,4% af landsframleiðslu árið 2016. Frávikið skýrist af hagstæðari þjónustujöfnuði en spáð var og meiri arðsemi af beinni erlendri fjárfestingu sem er að hluta tilkomin sakir einskisráðgjafa eignum eignarhaldsfélaga sem stofnuð voru á grundvelli gömlu slitabúanna.

Vísbendingar um þróun einkaneyslu í upphafi ársins gefa til kynna að enn sé mikill vöxtur eftirspurnar hjá heimilum þótt mögulega kunni að hægja á vextinum frá því sem var á síðasta ársfjórðungi 2016. Væntingavísitala Gallup í febrúar mældist 125,8 stig, sem er ríflega 4 stigum hærra en í mánuðinum á undan en milli ára hækkaði vísitalan um 7,3 stig.

Samkvæmt niðurstöðum vorkönnunar Gallup, sem framkvæmd var í febrúar meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, voru viðhorf fyrirtækja um núverandi efnahagsaðstæður og væntingar þeirra til næstu sex mánaða nokkru jákvæðari en í vetrarkönnuninni sem framkvæmd var í nóvember. Hins vegar voru viðhorf þeirra töluvert neikvæðari en í haustkönnuninni. Um 79% töldu núverandi aðstæður vera góðar og tæp 18% töldu þær hvorki góðar né slæmar. Tæplega 24% stjórnenda töldu að aðstæður í efnahagslífinu myndu batna á næstu sex mánuðum og um 63% að aðstæður myndu haldast óbreyttar (þ.e. góðar). Stjórnendur í verslun voru bjartsýnni en aðrir um aðstæður eftir sex mánuði en bjartsýni meðal fyrirtækja í fjármálaþjónustu og byggingastarfsemi minnkaði frá vetrarkönnuninni. Minnst bjartsýni var meðal fyrirtækja í sjávarútvegi. Stjórnendur í öllum greinum voru almennt svartsýnni en fyrir ári. Um 13% stjórnenda töldu að aðstæður yrðu verri eftir sex mánuði.

Samkvæmt könnuninni fjölgaði fyrirtækjum frá haustkönnuninni sem telja að hagnaður sem hlutfall af veltu í ár yrði minni en hann hafði verið í fyrra. Hagnaðarvísitalan lækkaði um 16 stig og mældist 99 stig eftir að hafa verið nokkuð stöðug frá september 2015. Væntingar um framlegð (EBITDA) næstu sex mánaða höfðu einnig versnað. Fjárfestingarvísitalan lækkaði einnig frá síðustu mælingu og var breytingin mest meðal byggingarfyrirtækja.

Samkvæmt könnuninni vildu tæplega fjórðungi fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum að teknu tilliti til árstíðar. Þetta er lítillega lægra hlutfall en var í vetrarkönnuninni. Breytingin stafar bæði af því að færri fyrirtæki vilja fjölga starfsfólki og fleiri

vilja fækka því. Bjartsýnastir voru stjórnendur í byggingarstarfsemi og veitum þar sem um 64 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fjölga starfsfólki en fækka því. Stjórnendur í sjávarútvegi voru hins vegar frekar svartsýnir þar sem um 16 prósentum fleiri fyrirtæki vildu frekar fækka starfsfólki en fjölga því. Hlutfall fyrirtækja sem vildu fjölga starfsfólki umfram þau sem vildu fækka því var á bilinu 18-37 prósentur í öðrum atvinnugreinum.

Sé leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu töldu um 40% fyrirtækja vera skort á starfsfólki og hefur hlutfallið lítið breyst undanfarið ár. Um 93% fyrirtækja í byggingarstarfsemi töldu vera skort á starfsfólki og hefur þetta hlutfall ekki mælst hærra. Í öðrum atvinnugreinum töldu á bilinu 24-59% fyrirtækja vera skort á starfsfólki.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var hlutfall launa og launatengdra gjalda af vergum þáttatekjum 62,4% í fyrra og var því rúmri prósentu yfir meðaltali síðustu tuttugu ára. Hlutfallið hækkaði um 2 prósentur milli ára sem var í takt við febrúarspá *Peningamála*.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi jókst um u.þ.b. ½ prósentu milli mánaða í janúar hvort heldur lítið var til vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar eða atvinnuleysissskráningar Vinnumálastofnunar. Aukningu í skráðu atvinnuleysi mátti að mestu rekja til verkfalls sjómanna en sé leiðrétt fyrir þeim sem bættust á atvinnuleysissskrá vegna verkfallsins hélt árstíðarleiðrétt atvinnuleysi áfram að minnka í janúar.

Launavísitalan hækkaði um 0,1% milli mánaða í janúar en árshækkun hennar nam 8,7%. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna hafði aukist um 6,7% milli ára í janúar.

Húsnæðisverðvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok febrúar, hækkaði um 1,5% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar og um 16% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 1,7% milli mánaða í janúar þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og um 16,3% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 11,5% milli ára í janúar. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var um 1,2 mánuðir í janúar samanborið við 2,2 mánuði í sama mánuði í fyrra.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,7% milli mánaða í febrúar. Ársverðbólgan mældist 1,9% í febrúar og er óbreytt þriðja mánuðinn í röð. Vísitala neysliverðs án húsnæðis hafði hins vegar lækkað um 1% frá febrúar í fyrra. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu bentu flestir til þess að hún hefði hjaðnað í febrúar og legið á bilinu 1,5-2,2%.

Megindrifkraftar hækkunar vísitölu neysliverðs í febrúar voru útsölulok og hækkun húsnæðisverðs. Verð almennrar þjónustu hafði hækkað um 0,1% milli ára og má að talsverðu leyti rekja litla hækkun þjónustu til verðlækkana símaþjónustu og flugfargjalda til útlanda.

Verðbólguvæntingar heimila voru óbreyttar milli kannana samkvæmt vorkönnun Gallup sem gerð var í febrúar. Verðbólguvæntingar þeirra til eins árs mældust 3% en 3,5% til tveggja ára. Samkvæmt vorkönnun Gallup meðal stjórnenda fyrirtækja hækkuðu verðbólguvæntingar þeirra til eins árs um ½ prósentu frá síðustu könnun og mældust 2,5%. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára voru hins vegar óbreyttar og mældust 3%. Vísbendingar um lækkun langtímaverðbólguvæntinga mátti hins vegar lesa úr verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði en frá síðasta fundi peningastefnufndar hafði tíu ára álagið lækkað um 0,2 prósentur og verið að meðaltali 2,3%.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti nefndina um gang mála í tengslum við losun fjármagnshafta og um vinnu við endurskoðun á ramma peningastefnunnar. Í því sambandi fékk nefndin kynningu á fyrstu niðurstöðum yfirstandandi vinnu við mat á árangri peningastefnunnar undanfarin ár. Þá voru nefndinni einnig kynntar niðurstöður mats á þróun afkomu og eigin fjár Seðlabankans við mismunandi sviðsmyndir.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála og þess að taumhald peningastefnunnar hefði haldist u.þ.b. óbreytt frá febrúarfundi nefndarinnar. Rætt var um hvort þróunin frá síðasta fundi hefði breytt mati nefndarmanna á því hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa, en á fundinum í febrúar hafði nefndin verið einhuga um þá ákvörðun að halda vöxtum bankans óbreyttum með hliðsjón af örum hagvexti og skýrum merkjum um vaxandi spennu í þjóðarbúskapnum og á vinnumarkaði sem kölluðu á áframhaldandi peningalegt aðhald. Sérstaklega hafði nefndin horft til óvissu sem þá var til staðar vegna endurskoðunar kjarasamninga á vinnumarkaði sem kallaði að mati nefndarmanna einnig á varkárni við ákvörðun vaxta.

Nefndin ræddi nýbirtar niðurstöður þjóðhagsreikninga sem sýndu að hagvöxtur hefði verið töluvert meiri árið 2016 en gert hafði verið ráð fyrir í spá Seðlabankans í febrúar og nefndin hafði tekið mið af á febrúarfundinum. Nefndarmenn voru sammála um að þótt hagvöxturinn hefði að nokkru leyti verið útflutningsdrifinn hefði hann verið langt umfram langtímahagvaxtargetu og væri farinn að reyna töluvert á framboð innlendra framleiðsluþátta. Vísbendingar væru einnig um áframhaldandi kröftugan vöxt það sem af er þessu ári. Störfum fjölgaði hratt, atvinnuleysi væri lítið og atvinnuþátttaka orðin meiri en hún var mest á þenslutímanum fyrir fjármálakreppuna. Nefndarmenn töldu því líklegt að spennan í þjóðarbúinu væri orðin meiri en spáð hafði verið í febrúar og færi vaxandi þrátt fyrir að innflutningur erlends vinnuafls vegi nokkuð á móti.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga hafði mælst 1,9% í febrúar, áþekk því sem hún hafði verið sl. hálf t. ári. Að mati nefndarinnar vógu gengishækkunin og lítil alþjóðleg verðbólga sem fyrr á móti verðbólguþrýstingi af innlendum rótum. Nefndarmenn veittu því athygli að bilið á milli verðþróunar innlendra þátta, einkum húsnæðiskostnaðar, og erlendra þátta hafði aukist. Horfði nefndin einnig til þess að aðhaldssöm peningastefna hafði náð að skapa verðbólguvæntingum kjölfestu og halda aftur af útlánvexti og vexti eftirspurnar. Nefndarmenn veittu því einnig athygli að verðbólguvæntingar virtust hafa staðið af sér umtalsverðar sveiflur í gengi krónunnar undanfarna daga því að litlar breytingar höfðu orðið á verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði.

Nefndarmenn töldu allir rétt að halda vöxtum óbreyttum. Voru þeir sammála um að ör vöxtur efnahagssumsvifa og skýr merki um spennu í þjóðarbúskapnum kallaði á peningalegt aðhald svo að tryggja megi verðstöðugleika til meðallangs tíma. Að mati nefndarmanna bentu nýir þjóðhagsreikningar til þess að spennan í þjóðarbúinu væri meiri en áður hafði verið gert ráð fyrir. Á hinn bóginn hefði gengi krónunnar haldið áfram að hækka sem hefði haldið aftur af verðbólgu, bæði með því að lækka innflutta verðbólgu en einnig með því að gera innflutning vinnuafls auðveldari sem drægi úr spennu á vinnumarkaði og héldi aftur af launaskriði. Þá veittu nefndarmenn því athygli að töluverð framleiðniaukning hafði orðið árið 2016 sem einnig hafði létt á innlendum verðbólguþrýstingi. Þó komu fram efasemdir um að framleiðniaukningin hefði

verið eins mikil í raun og bráðabirgðatölur Hagstofunnar bentu til og töldu sumir nefndarmenn líklegt að framléiðniaukinn skýrðist af vanmati á innflutningi vinnuafis.

Nefndarmenn voru sammála um að því sem næst full losun fjármagnshafta hefði aukið nokkuð á óvissu um gengisþróun og framvindu efnahagsmála á næstunni. Að mati nefndarinnar væri enn of snemmt að segja til um efnahagsleg áhrif losunar hafta, enda væri markaðurinn enn að leita jafnvægis eftir þessar breytingar. Töldu nefndarmenn hugsanlegt að þegar frá liði gæti betra jafnvægi skapast á milli inn- og útstreymis á gjaldeyrismarkaði en gengisflökt gæti aukist til skamms tíma á meðan markaðurinn væri að aðlagast breytingunni eins og sést hefðu merki um fundardagana. Voru nefndarmenn sammála um að inngríp Seðlabankans ættu áfram að beinast að því að draga úr skammtímagengissveiflum þegar tilefni væri til. Nefndarmenn töldu í því sambandi rétt að ítreka að í því fælist að bankinn myndi ekki eingöngu kaupa gjaldeyri eins og reglan hefði verið frá því í nóvember 2014, heldur myndi hann einnig selja gjaldeyri þegar aðstæður kölluðu á slíkt, eins og hann hefði nýlega sýnt í verki.

Nokkur umræða varð um hækkun gengis krónunnar undanfarin misseri. Voru nefndarmenn sammála um að hækkunin endurspeglaði að mestu leyti efnahagslega grunnþætti sem rekja mætti til viðskiptakjarabata og kröftugs útflutnings, sérstaklega í ferðabjónustu, sem skiluðu sér í verulegum afgangi á viðskiptum við útlönd. Nefndarmenn voru sammála um að peningastefnan gæti hvorki né ætti að reyna að stöðva óhjákvæmilega aðlögun vegna kerfisbreytingar í útflutningsframléiðslu og hækkun jafnvægisraungengis. Hins vegar væri veruleg óvissa um jafnvægisgengi krónunnar til miðlungslangs tíma litið. Bent var á að hækkun gengis krónunnar væri mikilvæg ástæða þess að tekist hefði að halda verðbólgu við markmið og að í ljósi mikils vaxtar ferðabjónustu væri hækkun gengis krónunnar óhjákvæmilegur hluti þess að hægja á vexti greinarinnar og skapa henni aukið rými. Það gæti hins vegar orðið til þess að ryðja í einhverjum mæli annarri útflutningsstarfsemi til hliðar.

Í umræðunni kom einnig fram það sjónarmið nefndarmanna að æskilegt væri að hagstjórn á öðrum sviðum legðist á sveif með peningastefnunni, sérstaklega ef talið væri æskilegt að hamla gegn gengishækkuninni. Þá kom einnig fram það sjónarmið að á næsta fundi nefndarinnar yrði hægt að leggja betra mat á áhrif losunar fjármagnshafta á gengi krónunnar. Þá myndi einnig liggja fyrir ný þjóðhagsspá og betra mat á því í hvaða mæli mikill hagvöxtur að undanfögnu hefði aukið spennu í þjóðarbúskapnum.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu áfram 5%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4,75%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 5,75% og daglánvextir 6,75%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndin var sammála um að traustari kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólgu markmiðið og hækkun gengis krónunnar hefði gert nefndinni mögulegt að ná lögboðnu markmiði um verðstöðugleika við lægra vaxtastig en ella. Nefndarmenn voru sammála um að aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum myndi ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur



Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður  
Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt 17. maí 2017.



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, maí 2017

Birt: 31. maí 2017

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[opinberlega skuli] birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra“. Í samræmi við lögin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 15. og 16. maí 2017, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 17. maí og kynningu þeirrar ákvörðunar.

### I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 15. mars 2017 eins og þær birtust í nýrri spá og óvissumati í *Peningamálum* 2017/2 hinn 17. maí.

### Fjármálamarkaðir

Dregið hefur úr sveiflum í gengi krónunnar sem jukust tímabundið samhliða losun fjármagnshafta um miðjan marsmánuð. Milli funda nefndarinnar hækkaði gengi krónunnar um 6,2% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili hækkaði það um 9,2% gagnvart Bandaríkjadal, um 5,1% gagnvart evru og 2,7% gagnvart bresku pundi. Hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu 174 milljónum evra (20,4 ma.kr.) á milli funda eða sem nemur um 27,4% af veltu á gjaldeyrismarkaði.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans jókst lítillega milli funda nefndarinnar og höfðu raunvextir bankans miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum hækkað um 0,2 prósentur og voru 2,7%.

Vextir á millibankamarkaði með krónur höfðu lítið breyst á milli funda. Velta á markaðnum hafði verið talsvert meiri frá áramótum en á sama tíma í fyrra og nam tæplega 101,6 ma.kr. Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa var lítið breytt frá marsfundinum en krafa

verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði lækkað um allt að 0,2 prósentur. Þá voru vextir inn- og útlána fjármálafyrirtækja nánast óbreyttir frá marsfundinum.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hafði lækkað um allt að 0,3 prósentur á milli funda í kjölfar þess að matsfyrirtækið Standard & Poor's hækkaði lánshæfiseinkunn ríkissjóðs úr A- í A. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum mældist 0,8% rétt fyrir maífundinn og vaxtamunur gagnvart ríkisskuldabréfi Þýskalands var um 0,8 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu ýmist 0,25 prósentna vaxtalækkunar eða óbreyttra vaxta í maí en töldu að tvísýnt væri um ákvörðunina. Sem rök fyrir lækkun vaxta nefndu þær að verðbólguhorfur til skamms tíma hefðu batnað og að gengi krónunnar hefði haldið áfram að hækka þrátt fyrir að fjármagnshöft hefðu verið losuð að mestu leyti. Helstu rök fyrir óbreyttum vöxtum sem voru nefnd vörðuðu stöðuna á vinnumarkaði, aukna framleiðsluspennu og ástandið á húsnæðismarkaði.

Samkvæmt könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í byrjun maí sl. bjuggust þeir við að meginvextir bankans verði lækkaðir um 0,25 prósentur á öðrum fjórðungi þessa árs, í 4,75%, og enn frekar á þeim fjórða. Þeir gerðu hins vegar ráð fyrir því að vextirnir verði hækkaðir á ný í 4,75% á öðrum ársfjórðungi 2018. Í könnuninni voru markaðsaðilar einnig spurðir um þróun húsnæðisverðs á næstunni. Um 60% svarenda töldu að árshækkun húsnæðisverðs verði hægari næsta hálfu árið en hún var í apríl sl. Þegar árshækkunin var 20% og 95% svarenda töldu að hægja muni á hækkun húsnæðisverðs næsta árið.

Á fyrsta fjórðungi ársins jókst vítt skilgreint peningamagn (M3) um 6% milli ára, sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja. Er það svipaður vöxtur og á fjórðungnum á undan en vöxturinn er enn undir nafnvexti landsframleiðslunnar. Líkt og á síðasta ári skýrist aukning peningamagnsins að mestu leyti af auknum innlánnum heimila en innlán fyrirtækja jukust einnig á milli ára.

Leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda jókst heildarstofn útlána lánakerfisins til innlendra aðila um 3½% á fyrsta ársfjórðungi samanborið við sama tíma í fyrra en um rúmlega 4½% sé tekið tillit til áhrifa gengisbreytinga á stofn lána í erlendum gjaldmiðlum. Vöxturinn skýrist af auknum útlánnum til heimila og atvinnufyrirtækja. Ársaukning útlána lánakerfisins til heimila var um 3,7% á fyrsta ársfjórðungi, sé leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði lækkað um 9,5% á milli funda og um 10,1% frá áramótum. Velta á aðalmarkaði var um 246 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins eða um 27% meiri en á sama tímabili í fyrra.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var í apríl hafa hagvaxtarhorfur heldur batnað frá spá sjóðsins í janúar sl., einkum fyrir þróuð ríki. Samkvæmt spánni er gert ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum verði 3,5% í ár. Spá sjóðsins um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands er 0,1 prósentu hærri í ár eða 1,9%. Sjóðurinn spáir jafnframt meiri verðbólgu í þróuðum ríkjum og nýmarkaðsríkjum á spátímanum en hann gerði í janúar. Talið er að verðbólga í helstu viðskiptalöndunum verði 1,9% í ár sem er 0,3 prósentum meiri verðbólga en gert var ráð fyrir í októberspá sjóðsins.

Halli af vöruskiptum Íslands nam 48,3 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra var 28,4 ma.kr. halli. Verðmæti útflutnings dróst saman um 0,5% á föstu gengi milli ára en verðmæti innflutnings jókst um 10,7%. Útflutningsverðmæti sjávarafurða dróst saman um 16% milli ára en útflutningsverðmæti iðnaðarvara jókst um tæplega 13%. Vöxt innflutnings má einkum rekja til 24% vaxtar innflutnings hrá- og rekstrarvöru en innflutningsverðmæti eldsneytis jókst um 29%. Þrátt fyrir kröftugan vöxt í innflutningi fólksbifreiða var tæplega 13% samdráttur í innflutningsverðmæti flutningatækja þar sem innflutningur flugvéla var töluvert umfangsminni í ár en á sama tíma í fyrra.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð var álverð óbreytt milli funda peningastefnufndar en meðalverð í apríl var ríflega fimmtungi hærra en fyrir ári. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hækkaði um 1,5% milli mánaða í mars en um 5,7% milli ára.

Raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag mældist 99,7 stig í apríl og hafði lækkað um 0,9% milli mánaða en hækkað um 17,6% milli ára. Árshækkunina má að mestu leyti rekja til 17,5% hækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var 0,1 prósentu meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt þingsályktunum um fjármálastefnu og fjármálaáætlun til næstu fimm ára sem lagðar voru fyrir Alþingi í janúar og lok mars sl. minnkar aðhaldsstig ríkisfjármála á tímabilinu meira í ár en gert var ráð fyrir í febrúarspá Seðlabankans. Í ár er gert ráð fyrir að frumjöfnuður ríkissjóðs leiðréttur fyrir einkisliðum minnki og nemi 2,5% af landsframleiðslu en hann var 3,3% í fyrra. Sé leiðrétt fyrir áhrifum hagsveiflunnar er gert ráð fyrir að frumjöfnuður í ár versni um 1,4% af landsframleiðslu milli ára. Áætlað er að fyrirhuguð hækkun virðisaukaskatts á ferðabjónustu skili sér í auknu aðhaldi á næsta ári um sem nemur 0,7% af landsframleiðslu en snúist aftur í slökun árið 2019 sem nemi 0,2% af landsframleiðslu þegar áætlað er að fyrirhuguð lækkun á almenna virðisaukaskattsþreppinu komi til framkvæmda.

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands fjölgaði heildarvinnustundum um 3,5% á fyrsta fjórðungi ársins sem er lítillega meira en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá Seðlabankans. Fjölgun heildarvinnustunda stafaði af 3,9% fjölgun starfandi fólks en meðalvinnuvikan hélt áfram að stytast. Eins og á fjórðungnum á undan mældist atvinnuþátttaka á fyrsta ársfjórðungi 83,8% að teknu tilliti til árstíðar. Þetta er jafn mikil atvinnuþátttaka og þegar hún varð mest fyrir fjármálakreppuna en hlutfall starfandi er enn ½ prósentu lægra en á fyrri hápunkti og mældist 81,6%.

Árstíðarleidirétt atvinnuleysi mældist 2,7% á fyrsta fjórðungi ársins og minnkaði um 0,4 prósentur milli ára. Hefur atvinnuleysi ekki verið minna síðan á fyrri hluta ársins 2008.

Launavísitalan hækkaði um 0,8% milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins og um 6,4% milli ára. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna var 4,5% meiri á fjórðungnum en á sama tíma árið 2016.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu benda til þess að áframhaldandi kröftugur vöxtur hafi verið í upphafi ársins. Greiðslukortavelta jókst um hátt í 12% milli ára á fyrstu fjórum mánuðum ársins og á sama tímabili fjölgaði nýskráningum bifreiða um rúman fimmtung.

Væntingavísitala Gallup mældist 126,6 stig í apríl sem er rúmlega fjórum stigum minna en á sama tíma í fyrra og var vísitalan 2,6 stigum lægri en í mars. Engu að síður er mælingin há í samanburði við sögulega þróun vísitölnunnar og til marks um nokkra bjartsýni heimila.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok apríl, hækkaði um 2% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar og um 20,4% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 2,4% milli mánaða í mars þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og um 20,9% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 12,3% milli ára í mars. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var um 1,2 mánuðir í mars samanborið við 2 mánuði í mars 2016.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,5% milli mánaða í apríl og um 0,1% í mars. Ársverðbólgan mældist 1,9% í apríl og var óbreytt frá marsfundi peningastefnunnendrar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hins vegar lækkað um 1,8% frá apríl í fyrra. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu bentu flestir til þess að hún hefði hjaðnað í apríl og legið á bilinu 1-2%.

Megindrifkraftur hækkunar vísitölu neysluverðs í apríl var hækkun húsnæðisverðs. Flugfargjöld til útlanda hækkuðu einnig en lækkun á verði matvæla vó á móti. Verð almennrar þjónustu hafði hækkað um 0,3% milli ára og má að mestu leyti rekja litla hækkun hennar til lækkunar tveggja undirliða vísitölu neysluverðs sem snúa að þjónustu, þ.e. símaþjónustu og flugfargjalda til útlanda.

Samkvæmt könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í byrjun maí væntu þeir að verðbólga yrði 2,2% eftir eitt ár, sem er 0,3 prósentum minna en í síðustu könnun í febrúar sl. Væntingar þeirra um ársverðbólgu eftir tvö ár höfðu einnig lækkað og námu 2,6% samanborið við 2,8% í fyrri könnun. Markaðsaðilar gerðu jafnframt ráð fyrir að verðbólga yrði 2,6% að meðaltali á næstu tíu árum sem er 0,1 prósentu minna en þeir væntu í febrúar. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til tíu ára hafði mælst á bilinu 2,2-2,4% það sem af var fjórðungnum en hafði mælst 3,1% á öðrum ársfjórðungi 2016.

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 17. maí verður verðbólga um 2% fram á næsta ár en fer um tíma í u.þ.b. 3% um mitt ár 2019 áður en hún tekur að þokast niður í markmið á ný. Vegna mistaka Hagstofunnar við mælingu á vísitölu neysluverðs í fyrra var verðbólga vanmetin á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Um áramótin hækkuðu vörugjöld á fjölda vara, m.a. á eldsneyti, áfengi og tóbaki. Áhrif þess á vísitölu neysluverðs eru svipuð og áhrifin af fyrrnefndri mæliskekkju. Þá áforma stjórnvöld breytingar á óbeinum sköttum á næstu misserum. Sé leiðrétt fyrir þessum áhrifum hafa verðbólguhorfur lítið breyst fyrir árið í ár en á næsta ári eru þær aðeins betri. Það snýst hins vegar við frá ársbyrjun 2019 þegar áætlað er að verðbólga verði orðin um ½ prósentu meiri en spáð var í febrúar enda horfur á meiri framleiðsluspennu en spáð var.

Samkvæmt grunnspánni hækkar gengi krónunnar áfram til loka næsta árs. Gangi forsendur spárinnar eftir verður gengi krónunnar í ár að meðaltali ríflega 14½% hærra en í fyrra og hækkar um ríflega 6% til viðbótar á næstu tveimur árum. Árið 2019 yrði gengi krónunnar 3½% hærra en gert var ráð fyrir í febrúar, en óvissa er mikil í þessum spám. Raungengið mun því samkvæmt spánni hækka meira en áður var spáð. Gangi það eftir verður það orðið 11% hærra í lok spátímans en á fyrsta fjórðungi þessa árs, sé miðað við hlutfallslegt verðlag. Hækkunin miðað við hlutfallslegan launakostnað er heldur meiri.

Alþjóðlegur hagvöxtur reyndist heldur meiri á síðasta fjórðungi í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúarhefti *Peningamála* og horfur fyrir þetta ár hafa glæðst. Horfur eru á að hagvöxtur í

helstu viðskiptalöndum aukist í 1,9% í ár úr 1,6% í fyrra. Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði um 1,9% á ári út spátímann.

Hlutfallslegt útflutningsverðlag Íslands og viðskiptalandanna hækkaði meira í lok síðasta árs en búist var við í síðustu *Peningamállum*. Horfur um þróun verðlags sjávar- og álafurða í ár eru einnig betri og er talið að hlutfallslegt útflutningsverð hækki um 4½% sem er tæplega 2 prósentum meiri hækkun en spáð var í febrúar. Eigi að síður gerir hraðari hækkun innflutningsverðs það að verkum að viðskiptakjör batna heldur minna í ár en áður var talið eða um 1% í stað 1,9% í febrúarspánni. Horfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar lítið breyst og er ekki búist við miklum breytingum á viðskiptakjörum.

Mikill vöxtur í þjónustuútflutningi er megin skýring þess að spáð er 10½% aukningu útflutnings í ár sem er töluvert meiri vöxtur en spáð var í febrúar. Munurinn skýrist einkum af því að horfur eru á enn fleiri ferðamönnum til landsins en áður var spáð. Þrátt fyrir samdrátt í útflutningi sjávarafurða á fyrsta fjórðungi ársins vegna áhrifa sjómannaverkfallsins er einnig spáð nokkru meiri útflutningi sjávarafurða í ár en í febrúar sem skýrist af því að loðnuveiði á síðustu vetrarvertíð var töluvert meiri en búist var við. Þá er einnig spáð meiri álútflutningi en áður. Líkt og í fyrri spám bankans er talið að hægja muni á vexti útflutnings á næstu tveimur árum í takt við hækkandi raungengi og tiltölulega hægan hagvöxt í heiminum.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar sótti hagvöxtur verulega í sig veðrið er leið á síðasta ár. Var vöxturinn 10,4% á seinni hluta ársins en 7,2% á árinu öllu. Þetta er ríflega 1 prósentu meiri vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá bankans. Vísbendingar eru um að heldur hafi dregið úr hagvexti á fyrsta fjórðungi þessa árs. Ljóst er að verkfall sjómanna í byrjun ársins dró töluvert úr útflutningi sjávarafurða og leiddi til þess að gengið var á útflutningsbirgðir. Þar sem áhrif verkfallsins voru tímabundin er gert ráð fyrir að hagvöxtur taki kröftuglega við sér strax á öðrum ársfjórðungi og verði 6,3% á árinu í heild sem er 1 prósentu meiri vöxtur en spáð var í febrúar. Rekja má breyttar horfur helst til þess að spáð er að útflutningur aukist meira en áður en einnig fela ný fjárlög í sér meiri slökun á aðhaldsstigi opinberra fjármála en áður hafði verið spáð. Kröftugur útflutningsvöxtur litar einnig hagvaxtarhorfur næsta árs en nú er spáð 3,5% hagvexti í stað 3,1% í febrúarspánni. Líkt og í febrúarspánni er talið að hagvöxtur haldi áfram að hjaðna er líður á spátímann og verði 2,5% árið 2019 sem er nálægt áætlaðri langtíma hagvaxtargetu þjóðarbúsins.

Heildarvinnustundum fjölgaði um 3% í fyrra og um 3,5% á fyrsta fjórðungi þessa árs sem er lítillaga meiri fjölgun en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Talið er að heildarvinnustundum fjölgi áfram það sem eftir lifir ársins og verði 4,1% fleiri í ár en í fyrra. Fólki á vinnualdri fjölgar um 2% milli ára sem skýrist m.a. af miklum innflutningi erlends vinnuafls. Þá heldur atvinnuþátttaka áfram að aukast og verður ¾ prósentum meiri í ár en í fyrra.

Atvinnuleysi hélt einnig áfram að minnka og var 2,7% á fyrsta fjórðungi þegar tekið er tillit til árstíðar. Gert er ráð fyrir að það verði 2,6% á árinu í heild eins og spáð var í febrúar. Líkt og í fyrri spám er talið að atvinnuleysið muni þokast smám saman upp að því marki sem talið er samræmast lítilli og stöðugri verðbólgu. Spáð er að það verði að meðaltali 3% á næsta ári og 3½% árið 2019.

Laun hafa hækkað mikið undanfarin misseri og hefur hækkun þeirra vegið á móti innfluttri verðhjóðnun og hækkun krónunnar. Hækkun launa verður einnig mikil í ár eða því sem næst 7% en heldur hægari á næstu tveimur árum. Á móti þessum miklu launahækkunum kemur óvenju mikill framleiðnivöxtur í fyrra og horfur eru á áframhaldandi kröftugum vexti í ár. Hugsanlegt er þó að framleiðni aukningin í fyrra sé ofmetin, t.d. sakir vanmats á aukningu

erlends vinnuafis í landinu. Spáð er svipaðri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu í ár og í fyrra og á næstu tveimur árum eða um nærri 5% að jafnaði á tímabilinu. Gangi spáin eftir verður áfram töluverður verðbólguþrýstingur frá vinnumarkaði á spátímanum.

Mikill vöxtur eftirspurnar og hröð fjölgun starfa hefur leitt til viðvarandi skorts á starfsfólki þrátt fyrir aukinn innflutning erlends vinnuafis. Þá segjast talsmenn æ fleiri fyrirtækja starfa við eða umfram full afköst. Vísendingar eru því um vaxandi framleiðsluspennu. Áætlað er að hún nemi 3½% af framleiðslugetu í lok þessa árs. Spennan eykst því hraðar en spáð var í febrúar og verður hátt í 1 prósentu meiri út spátímamann og nemur tæplega 1% af framleiðslugetu í lok spátímans um mitt ár 2020.

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

Verðbólguhorfur gætu t.d. verið lakari en samkvæmt spánni ef krafturinn í innlendri eftirspurn er vanmetinn eða sveigjanleiki framboðshliðar þjóðarbúsins ofmetinn. Framundan er einnig fjöldi kjarasamninga sem gætu leitt til meiri launahækkana en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Mikil spenna á vinnumarkaði gæti einnig haft í för með sér meira launaskrið en spáin gerir ráð fyrir. Þá gæti geta innlendra fyrirtækja til að taka á sig frekari kostnaðarhækkanir verið komin að endamörkum, sérstaklega fyrirtækja í útflutnings- og samkeppnisgreinum sem hafa þurft að þola töluverða skerðingu á samkeppnisstöðu með hækkandi raungengi. Ójafnvægið á húsnæðismarkaði gæti einnig verið vanmetið sem gæti kynt enn frekar undir spennunni í þjóðarþúinu og aukið hættu á snarpri leiðréttingu síðar meir. Slakni meira á aðhaldi opinberra fjármála en nú er gert ráð fyrir væri eftirspurnarþrýstingur einnig vanmetinn. Allt þetta gæti reynt á nýfengna kjölfestu verðbólguvæntinga.

Verðbólguhorfur samkvæmt grunnspánni gætu einnig reynst of dökkar. Útlit er fyrir að afgangur á viðskiptum við útlönd verði áfram töluverður og erlend staða haldi því áfram að batna. Jafnvægisgengi krónunnar gæti því átt eftir að hækka meira en gert er ráð fyrir í spánni og toga gengi krónunnar enn meira upp en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Hægari hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum og veikari bati alþjóðlegs hrá- og olíuverðs gæti einnig leitt til minni efnahagssumsvifa innanlands og dregið á langinn áhrif innfluttrar verðhjöðnunar sem hefur hjálpað til við að halda aftur af verðbólgu hér á landi. Áhrif aukinnar alþjóðlegrar samkeppni á verðákvarðanir fyrirtækja í innlendri smásölu gætu einnig verið vanmetin. Að lokum gæti vöxtur framleiðslugetu enn verið vanmetinn.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá fundum íslensku sendinefndarinnar með fulltrúum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og fundum sínum með öðrum seðlabankamönnum, matsfyrirtækjum og fjármálastofnunum á vorkundi Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í Washingtonborg. Í því sambandi sagði hann frá umræðum um fjárstreymistækið.

Nefndin fjallaði um nýlega skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika*, stöðu fjármálastofnana og áhættu fjármálakerfisins.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu hækkað lítillega milli funda. Rætt var um hvort þetta breytti mati nefndarmanna á því hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa, en á fundinum í mars hafði nefndin verið einhuga um þá ákvörðun að halda vöxtum bankans óbreyttum með hliðsjón af örum vexti efnahagssumsvifa og skýrra merkja um spennu í þjóðarbúskapnum sem kölluðu að mati nefndarmanna á peningalegt aðhald. Einnig hafði nefndin horft til þess á marsfundinum að því sem næst full losun fjármagnshafta hefði aukið nokkuð á óvissu um gengisþróun og framvindu efnahagsmála.

Nefndarmenn tóku í því sambandi mið af nýrri spá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 17. maí en samkvæmt henni eru horfur á hröðum hagvexti í ár eins og í fyrra og bæði árin umfram það sem spáð var í febrúar. Nefndarmenn veittu því athygli að frávikinu frá febrúarspánni skýrðist einkum af meiri vexti ferðaþjónustu en áður var búist við en að auki væri útlit fyrir meiri slökun í aðhaldi opinberra fjármála í ár. Sérstaklega horfði nefndin til þess að spenna á vinnumarkaði og í þjóðarbúskapnum í heild hefði aukist þrátt fyrir aukinn innflutning vinnuafis og kröftugan framleiðnivöxt. Hækkun gengis krónunnar vægi á móti aukinni spennu og töldu nefndarmenn að það hefði gegnt lykilhlutverki í aðlögun þjóðarbúsins að búhnykkjum sem rekja mætti til betri viðskiptakjara og vaxtar ferðaþjónustu.

Nefndin ræddi verðbólguþróun frá síðasta fundi en verðbólga hafði mælst 1,9% í apríl sem er áþekkt því sem hún hafði verið sl. hálf t. ár. Eins og á fyrri fundum voru nefndarmenn sammála um að gengishækkunin og lítil alþjóðleg verðbólga vegi á móti verðbólguþrýstingi af innlendum rótum.

Nefndin ræddi sérstaklega mismunandi mælikvarða á verðbólgu í ljósi þess að bilið á milli verðþróunar innlendra þátta, einkum húsnæðiskostnaðar, og erlendra þátta hafði aukist enn frekar frá síðasta fundi nefndarinnar. Nefndarmenn veittu því athygli að undirliggjandi verðbólga virtist heldur hafa minnkað undanfarna mánuði. Fram kom að á bak við þróun verðbólgunnar undanfarna misseri væru miklar sveiflur í hlutfallslegum verðum og að húsnæðisliðurinn væri megindrífkraftur hennar. Það væri hins vegar ekki rétt að horfa framhjá honum því að þróun húsnæðisverðs væri vísbending um framtíðarþróun verðbólgu eins og hún hafði t.d. verið á árunum fyrir fjármálakreppuna þegar einnig dró í sundur með verðbólguælikvörðum. Einnig var nefnt að lítil hækkun innlends verðlags án húsnæðis skýrðist að mestu leyti af lækkun tveggja liða almennrar þjónustu. Aðrir vinnuafisfrekir liðir hefðu hins vegar hækkað í samræmi við það sem búast mætti við miðað við hækkun launakostnaðar.

Nefndarmenn tóku einnig mið af verðbólguþróuninni sem birtist í *Peningamálum* og sýnir að verðbólguhorfur fyrir þetta og næsta ár hafa batnað frá febrúarspánni en versnað þegar líður á spátímenn. Voru nefndarmenn sammála um að tveir gagnstæðir kraftar toguðust á og hefðu áhrif á þessar horfur. Annars vegar væri það spennan í þjóðarbúskapnum, sem hefði reynst meiri en spáð var í febrúar. Á móti innlendum verðbólguþrýstingi vægju síðan áhrif herra gengis krónunnar.



Nefndin ræddi nýlega gengisþróun en gengi krónunnar hafði hækkað nokkuð frá fundinum í mars. Nefndin taldi jákvætt að dregið hefði úr skammtímasveiflum í genginu frá því í byrjun apríl. Sem fyrr voru nefndarmenn sammála um að gengishækkunin endurspegladi að mestu leyti efnahagslega grunnþætti sem rekja mætti til viðskiptakjarabata og kröftugs útflutnings, sérstaklega í ferðaþjónustu, sem skiluðu sér í verulegum afgangi á viðskiptum við útlönd. Töldu þeir að peningastefnan hvorki gæti né ætti að reyna að stöðva óhjákvæmilega aðlögun raungengis vegna þessa. Bent var á að fráviksdæmi sem birt var í *Peningamálum* sýndi vel áhrif gengis krónunnar í aðlögun þjóðarbúskaparins að búhnykkjum. Nefndarmenn voru hins vegar sammála um að Seðlabankinn ætti eftir sem áður að grípa inn í á gjaldeyrismarkaði til að draga úr sveiflum eftir því sem hann teldi tilefni til.

Að mati nefndarinnar voru bæði rök fyrir því að halda vöxtum óbreyttum að þessu sinni og að lækka þá um 0,25 prósentur. Allir nefndarmenn voru sammála um að helstu rökin fyrir að halda vöxtum óbreyttum væri ör vöxtur efnahagssumsvifa og skýr merki um spennu í þjóðarbúskapnum sem kölluðu á peningalegt aðhald til að tryggja verðstöðugleika til meðallangs tíma. Erfitt væri því að sjá að núverandi staða og nærhorfur kölluðu á peningalega örvun. Að sama skapi væri mikilvægt að hafa í huga að töluverð slökun væri á aðhaldi opinberra fjármála og því vandséð hvaðan hagstjórnarlegt aðhald ætti að koma ef ekki frá peningastefnunni.

Helstu rök sem fram komu á fundinum fyrir því að lækka vexti voru þau að raunvextir bankans hefðu hækkað frá síðasta fundi nefndarinnar. Á sama tíma hefði gengishækkun krónunnar einnig haft í för með sér aukið aðhald að eftirspurn og umsvifum. Þetta tvennt skapaði svigrúm til að lækka vextina. Nokkur umræða varð um það hversu mikið aðhald væri fólgið í gengishækkuninni og töldu sumir nefndarmenn það vera umtalsvert. Nefnt var að hækkun gengis krónunnar og fyrirhuguð hækkun á virðisaukaskatti á ferðaþjónustu væri þegar farin að hafa áhrif á fjárfestingaráætlanir fyrirtækja í greininni. Nefndarmenn voru sammála um að óvissan sem nefndin hafði horft til á síðasta fundi varðandi áhrif losunar hafta á gengi krónunnar væri ekki lengur til staðar. Sumir nefndarmenn lögðu áherslu á að horfa bæri til þess að verðbólguna mætti að öllu leyti rekja til aukins húsnæðiskostnaðar. Töldu þeir líklegt að hækkun húsnæðisverðs umfram almennt verðlag og laun myndi hugsanlega ganga til baka innan fárra ára eða að a.m.k. gæti hækkunin stöðvast fyrr en nú væri gert ráð fyrir þegar framboð húsnæðis hefði náð eftirspurn, enda fasteignaverð nálægt sögulegu hámarki. Gerist það án þess að gengishækkunin að undanfögnu gangi til baka gæti samspil gengisþróunar og húsnæðisverðs leitt til hraðrar hjöðunar verðbólgu. Þessir nefndarmenn töldu að líkur á slíkri verðþróun væru ekki minni en líkur á óhagstæðara samspili húsnæðisverðs og gengis. Því væri tilefni til að halda áfram varfærinni lækkun vaxta að því tilskildu að vöxtur útlána færist ekki í aukana.

Einnig var nefnt að framboðshlið þjóðarbúsins væri sveigjanlegri en áður. Aukinn innflutningur vinnuafis, aukin fjárfesting og framleiðnivöxtur hefði aukið framleiðslugetu þess langt umfram langtíma leitnivöxt. Það gæti því vaxið hraðar án þess að launaskrið yrði verulegt eða spenna of mikil. Jafnframt var bent á að verðbólguhorfur næstu missera væru betri en talið hafði verið á síðasta fundi. Því töldu sumir nefndarmenn að ekki væri tekin mikil áhætta varðandi framtíðarverðbólgu með því að taka lítið skref nú og einn nefndarmaður taldi að mögulega væri svigrúmið til lækkunar vaxta vanmetið. Bent var á að aðhaldssöm peningastefna hefði styrkt kjölfestu verðbólguvæntinga í markmiði og því væri óhætt að lækka nafnvexti bankans þrátt fyrir mikinn kraft í þjóðarbúskapnum enda fæli ákvörðunin í sér að raunvextir bankans væru ekki lækkaðir frá því sem þeir voru fyrir fund nefndarinnar í mars.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu lækkaðir um 0,25 prósentur sem myndi hafa í för með sér að meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 4,75%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4,5%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 5,5% og daglánavextir 6,5%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndin var sammála um að traustari kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólguþröngun og hækkun gengis krónunnar hefði gert nefndinni mögulegt að ná lögboðnu markmiði um verðstöðugleika við lægra vaxtastig en ella. Nefndarmenn voru sammála um að aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum myndi ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarinnar.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunnar verður birt 14. júní 2017.



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, júní 2017

Birt: 28. júní 2017

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[opinberlega skuli] birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra“. Í samræmi við lögin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 12. og 13. júní 2017, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 14. júní og kynningu þeirrar ákvörðunar.

### I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 17. maí 2017.

#### Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar hækkaði gengi krónunnar um 1,1% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili hækkaði það um 1,8% gagnvart Bandaríkjadal, 0,4% gagnvart evru og 3,1% gagnvart bresku pundu. Hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu 54 milljónum evra (6,03 ma.kr.) á milli funda eða sem nemur um 22% af veltu á gjaldeyrismarkaði.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans jókst milli funda nefndarinnar. Raunvextir bankans miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum höfðu hækkað um 0,3 prósentur frá því rétt eftir vaxtalækkun bankans í maí og voru 2,7%.

Vextir á millibankamarkaði með krónur höfðu þróast í takt við meginvexti bankans á milli funda. Velta á markaðnum hafði verið talsvert meiri frá áramótum en á sama tíma í fyrra og nam 111,6 ma.kr.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hafði lækkað um allt að 0,4 prósentur í kjölfar lækkunar meginvaxta bankans og birtingar síðustu fundargerðar peningastefnufndar. Krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði lækkað um allt að 0,2 prósentur milli funda.

Óverðtryggðir vextir inn- og útlána viðskiptabanka lækkuðu um 0,1-0,3 prósentur í takt við vaxtalækkun bankans í maí en óverðtryggðir vextir útlána lífeyrissjóða voru óbreyttir á milli funda. Þá lækkuðu verðtryggðir vextir lífeyrissjóða lítilla milli funda, í takt við ávöxtunarkröfu verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa, en vextir verðtryggðra lána viðskiptabanka voru óbreyttir.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hafði lítið breyst á milli funda. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var óbreytt frá maífunði nefndarinnar og mældist 0,8% en vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart skuldabréfi Þýskalands hafði hins vegar hækkað lítillega og var 1 prósentu.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu ýmist óbreyttra vaxta í júní eða að þeir yrðu lækkaðir um 0,25 eða 0,5 prósentur. Sem rök fyrir lækkun vaxta nefndu þær að verðbólguhorfur hefðu batnað vegna hækkunar á gengi krónunnar og að merki væri um að hægja tæki á hækkunum húsnæðisverðs á næstunni auk þess sem raunvextir hefðu hækkað milli funda nefndarinnar. Helstu rök fyrir óbreyttum vöxtum sem voru nefnd vörðuðu spennu á vinnumarkaði, kraftinn í þjóðarþúskapnum og takmarkað aðhald ríkisfjármála.

Vaxtarhraði peningamagns hefur aukist á undanförunum tveimur mánuðum. Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var tæplega 9% í mars og 7½% í apríl, sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja. Líkt og á síðasta ári stafar ársvöxturinn að stærstum hluta af auknum innlánnum heimila. Aukinn vaxtarhraði peningamagns á sl. tveimur mánuðum skýrist einnig af því að innlán atvinnufyrirtækja og fjármálageira jukust meira á milli ára en þau hafa gert á undanförunum mánuðum.

Leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda stækkaði stofn útlána lánakerfisins til innlendra aðila um tæplega 3½% í apríl samanborið við sama mánuð í fyrra en tæplega 4½% sé tekið tillit til áhrifa gengisbreytinga á stofn lána í erlendum gjaldmiðlum. Vöxturinn skýrist af auknum útlánnum til heimila og atvinnufyrirtækja. Ársaukning útlána lánakerfisins til heimila var tæplega 4% í apríl, sé leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda.

Úrvalsúsitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði lækkað um 2,7% á milli funda en hækkað um 7,2% frá áramótum. Velta á aðalmarkaði var tæplega 318 ma.kr. á fyrstu fimm mánuðum ársins eða um 26% meiri en á sama tímabili í fyrra.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Samkvæmt spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD), sem birt var í júní, er gert ráð fyrir að hagvöxtur í ríkjum OECD verði heldur meiri í ár og á næsta ári en stofnunin hafði spáð í nóvember. Talið er að hagvöxtur á heimsvísu aukist úr 3% í fyrra í 3,5% í ár sem er 0,2 prósentum meira en gert var ráð fyrir í nóvember. Spáð er 3,6% hagvexti á heimsvísu á næsta ári. Horfur um vöxt alþjóðaviðskipta á árunum 2017-2018 hafa einnig batnað. Spá OECD um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands er 0,2 prósentum hærri í ár en gert var ráð fyrir í nóvember eða 2%. Talið er að verðbólga í viðskiptalöndum Íslands verði 0,3 prósentum meiri í ár en gert var ráð fyrir í nóvembersspánni vegna hækkunar hrávöruverðs að undanförunni eða 1,9%.

Halli af vöruskiptum Íslands nam 61 ma.kr. á fyrstu fimm mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra var 41 ma.kr. halli. Verðmæti útflutnings jókst um 7% á föstu gengi milli ára en verðmæti

innflutnings jókst um 15%. Útflutningsverðmæti iðnaðarvara jókst um 18% en á móti vó að útflutningsverðmæti sjávarafurða dróst saman um 6%. Vöxt innflutnings má einkum rekja til þess að verðmæti innfluttrar hrá- og rekstrarvöru jókst um tæplega fjórðung og verðmæti innflutts eldsneytis og smurolíu um 40%.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð hélst álverð óbreytt á milli funda peningastefnunefndar en fyrstu vikuna í júní var meðalverð áls tæplega fimmtungi hærra en á sama tíma í fyrra. Verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hækkaði um 2,5% milli mánaða í apríl en um 7,9% milli ára.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hafði hækkað um 5,6% milli mánaða í maí og var 105,2 stig. Fyrstu fimm mánuði ársins var það 18,8% hærra en á sama tímabili í fyrra og má rekja hækkunina til samsvarandi hækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi hefur verið jafn mikil og í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í júní var árshagvöxtur 5% á fyrsta ársfjórðungi 2017 sem er nokkru minni hagvöxtur en á seinni hluta síðasta árs. Má fyrst og fremst rekja það til áhrifa af verkfalli sjómanna á fyrsta ársfjórðungi sem komu fram í samdrætti vöruútflutnings og skýra auk þess að hluta til neikvætt framlag birgðabreytinga. Þá hægði töluvert á vexti fjármunamyndunar sem að hluta skýrist af minni fjárfestingu í skipum og flugvélum. Þjóðarútgjöld jukust um 3,2% milli ára á fjórðungnum. Þar af jukust neysla og fjárfesting alls um 4,7% og endurspeglar munurinn neikvætt framlag birgðabreytinga. Þrátt fyrir áhrif sjómannaverkfallsins á útflutning var nettóframlag utanríkisviðskipta á fjórðungnum jákvætt þar sem útflutningur jókst meira en innflutningur eða um 5,4% samanborið við 3,1%.

Hagvöxtur á fyrsta ársfjórðungi 2017 var lítillega minni en spáð var í *Peningamálum* í maí. Fjárfesting var heldur minni en spáð var og skýrist fráviknið nánast eingöngu af minni íbúðafjárfestingu en kemur fram í tölum Hagstofunnar. Vöxtur einkaneyslu var hins vegar meiri en auk þess hafði verið gert ráð fyrir að hið neikvæða framlag birgðabreytinga yrði meira en tölur Hagstofunnar benda til. Vöxtur þjóðarútgjalda mældist svipaður og spáð hafði verið. Vöxtur þjónustuútflutnings var mikill á fjórðungnum en var þó minni en spáð var. Framlag utanríkisviðskipta var því minna en í spá *Peningamála*.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 11,1 ma.kr. á fyrsta ársfjórðungi eða sem nemur 1,9% af landsframleiðslu. Þetta er töluvert minni afgangur en á fjórðungnum á undan og heldur minni afgangur en á sama tíma í fyrra en þá var hann 2,6% af landsframleiðslu. Afganginn í ár má rekja til 43,1 ma.kr. afgangis af þjónustuviðskiptum og 3,1 ma.kr. afgangis af jöfnuði frumpáttatekna og rekstrarframlögum en á móti vó 35,1 ma.kr. halli af vöruskiptum.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu í upphafi fjórðungsins gefa til kynna að vöxtur eftirspurnar heimila sé enn nokkuð kröftugur, en að e.t.v. hafi hægt á vextinum frá fyrsta ársfjórðungi 2017. Væntingavísitala Gallup mældist 123,6 stig í maí, sem er ríflega 3 stigum lægra en í mánuðinum á undan og um 12 stigum lægra en á sama tíma í fyrra. Þrátt fyrir að vísitalan hafi lækkað gefur hún enn til kynna jákvæð viðhorf heimila.

Samkvæmt niðurstöðum sumarkönnunar Gallup sem framkvæmd var í maí meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, voru viðhorf fyrirtækja um núverandi efnahagsaðstæður mjög góðar en stjórnendur voru lítillega svartsýnni um horfurnar á næstu sex mánuðum en í vorkönnuninni sem framkvæmd var í mars. Hins vegar voru viðhorf þeirra heldur betri en í vetrarkönnuninni. Um 80% töldu núverandi aðstæður góðar og um 14% töldu þær hvorki góðar né slæmar.

Tæplega 19% stjórnenda töldu að aðstæður í efnahagslífinu myndu batna á næstu sex mánuðum og um 65% að aðstæður myndu haldast óbreyttar (þ.e. góðar). Stjórnendur í byggingastarfsemi og sjávarútvegi voru svartsýnni en aðrir um aðstæður eftir sex mánuði en bjartsýni meðal fyrirtækja í verslun minnkaði mest frá því í vorkönnuninni. Stjórnendur í öllum greinum voru svartsýnni en fyrir ári. Um 16% stjórnenda töldu að aðstæður yrðu verri eftir sex mánuði en um 8% á sama tíma í fyrra. Töluverð bjartsýni var um innlenda og erlenda eftirspurn en þó heldur minni en í síðustu könnun.

Samkvæmt könnuninni vildu 22 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum sé leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu. Það er svipað hlutfall og var í vorkönnuninni en lægra en á sama tíma í fyrra. Jákvæðust voru viðhorf stjórnenda í fjármála- og tryggingastarfsemi þar sem um 38 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fjölga starfsfólki en fækka því. Mest breyting varð á viðhorfum í sjávarútvegi þar sem 14 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fjölga en fækka í sumarkönnuninni en í vorkönnuninni var þessu öfugt farið en þá vildu 16 prósentum fleiri fyrirtæki fækka starfsmönnum frekar en fjölga. Hlutfallið var á bilinu 15-35 prósentur í öðrum atvinnugreinum.

Að teknu tilliti til árstíðar taldi um 41% fyrirtækja vera skort á starfsfólki og hefur hlutfallið lítið breyst í rúmt ár. Hlutfall fyrirtækja sem töldu vera skort var hæst í fjármála- og tryggingastarfsemi þar sem 48% fyrirtækja töldu sig búa við skort á starfsfólki en minnstur var skorturinn í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu þar sem 31% fyrirtækja taldi sig búa við skort á starfsfólki. Í öðrum atvinnugreinum var hlutfallið á bilinu 35-45% fyrirtækja.

Launavísitalan hækkaði um 0,2% milli mánaða í apríl og um 4,9% milli ára. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna hafði aukist um 2,9% milli ára í apríl.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok maí, hækkaði um 2,6% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en um 22,5% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 2,7% milli mánaða í apríl þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og um 22,7% milli ára. Fjöldi þinglýstra samninga á landinu öllu stóð í stað á fyrstu fjórum mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var um 1,4 mánuðir á fyrstu fjórum mánuðum ársins samanborið við 2 mánuði á sama tímabili í fyrra.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,2% milli mánaða í maí. Ársverðbólgan mældist 1,7% í maí og hafði hjaðnað frá marsfundi peningastefnunefndar. Vísitala neysliverðs án húsnæðis hafði hins vegar lækkað um 2,6% frá maí í fyrra. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu bentu flestir til þess að hún hefði hjaðnað enn frekar í maí og legið á bilinu 0,6-1,7%.

Megindrífkraftur hækkunar vísitölu neysliverðs í maí var sem fyrr hækkun húsnæðisverðs. Á móti vó árstíðarbundin lækkun flugfargjalda til útlanda en lækkun á verði hjólbarða hafði einnig talsverð áhrif til lækkunar vísitölnnar. Verð almennrar þjónustu lækkaði um 0,6% frá fyrra ári sem má að mestu leyti rekja til verðlækkana símaþjónustu og flugfargjalda til útlanda, en einnig hefur dregið úr öðrum hækkunum þjónustu.

Samkvæmt sumarkönnun Gallup sem framkvæmd var í maí lækkuðu verðbólguvæntingar heimila milli kannana og mældust 2,5% til eins árs og 3% til tveggja ára. Væntingar stjórnenda fyrirtækja lækkuðu einnig milli kannana. Verðbólguvæntingar þeirra til eins árs mældust 1,8% og hafa aldrei mælst jafn lágar.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá reglubundinni umræðu um stöðu og horfur í íslensku efnahagslífi í framkvæmdastjórn Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í samræmi við fjórðu grein stofnsáttmála sjóðsins. Aðalhogfræðingur skýrði frá umræðu á fundi hjá OECD sem hann hafði tekið þátt í fyrir hönd bankans um sama efni í tengslum við skýrslu stofnunarinnar um Ísland. Á báðum fundunum hafði verið rætt sérstaklega um fjárstreymistækið.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu hækkað milli funda. Rætt var um hvort þetta breytti mati nefndarmanna á því hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa, en á fundinum í maí hafði nefndin verið einhuga um þá ákvörðun að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur þar sem raunvextir bankans höfðu hækkað milli funda auk þess sem hækkun á gengi krónunnar hefði haft í för með sér aukið aðhald að eftirspurn.

Stutt var liðið frá síðasta fundi nefndarinnar og þær upplýsingar sem höfðu birst frá þeim tíma studdu í meginatriðum fyrra mat nefndarinnar á efnahagsframvindunni. Rætt var um nýbirtar niðurstöður þjóðhagsreikninga fyrir fyrsta fjórðung ársins sem sýndu að mati nefndarinnar að útlitið hefði lítið breyst frá síðustu spá Seðlabankans. Hagvöxtur var minni á fjórðungnum en hann hafði verið á seinni hluta síðasta árs en þróunin var í takt við máispá *Peningamála*. Hagvaxtarhorfur fyrir árið í heild hefðu því lítið breyst. Tölur þjóðhagsreikninga sýndu að vöxturinn væri sem fyrr einkum drifinn af örum vexti ferðaþjónustu og einkaneyslu. Nefndin horfði auk þess til þess að útlit væri fyrir töluverða slökun í aðhaldi opinberra fjármála í ár sem kæmi til viðbótar við slökun undanfarin tvö ár.

Nefndarmenn veittu því athygli að verðbólga var áþekk því sem hún hafði verið sl. hálf tveim árum en jafnframt að undirliggjandi verðbólga virtist hafa minnkað undanfarna mánuði. Bilið á milli verðþróunar innlendra þátta, einkum húsnæðiskostnaðar, og erlendra þátta hefði einnig aukist töluvert undanfarna mánuði. Sem fyrr var það mat nefndarinnar að gagnstæðir kraftar hefðu áhrif á verðbólguhorfur, þar sem hækkun gengis krónunnar og lítil alþjóðleg verðbólga vægi á móti verðbólguþrýstingi af innlendum rótum.

Horfði nefndin enn fremur til þess að verðbólguvæntingar til bæði skamms og langs tíma höfðu lækkað áfram frá síðasta fundi peningastefnunnar og raunvextir bankans því hækkað. Verðbólguvæntingar höfðu verið tiltölulega stöðugar þrátt fyrir breytingar á gengi krónunnar og að mati nefndarmanna benti það til að peningastefnan hefði náð að skapa þeim traustari kjölfestu.

Rætt var um hvort halda ætti vöxtum óbreyttum eða lækka þá. Allir nefndarmenn voru sammála um að skýr merki um spennu í þjóðarbúskapnum kölluðu á áframhaldandi peningalegt aðhald svo að tryggja megi verðstöðugleika til meðallangs tíma. Þeir töldu hins vegar að hækkun raunvaxta bankans frá síðasta fundi nefndarinnar fæli í sér nokkru meira aðhald en nefndin hafði stefnt að og talið nægilegt til þess að stuðla að verðstöðugleika. Því væru rök til þess að lækka nafnvexti svo að raunvextir bankans héldust óbreyttir frá fyrri fundi.

Nefndarmenn voru hins vegar ekki sammála um hvort aðrir þættir gæfu tilefni til frekari lækkunar vaxta. Einn nefndarmaður vildi taka stærra skref þar sem raunvextir útlána til aðila sem ekki væru á fasteignamarkaði væru mjög háir vegna verðhjöðunar þegar húsnæðisliðurinn væri tekinn út úr vísitölu neysluverðs. Á þennan mælikvarða mældist verðhjöðnun og hefði hún aukist um 0,8 prósentur frá maífundinum. Sömuleiðis taldi hann að hátt gengi krónunnar hamlaði eftirspurn og minnkaði smám saman eigið fé fyrirtækja í útflutningi, einkum þeirra útflutningsfyrirtækja sem skulduðu í krónum. Því mætti líta á vaxtalækkun sem mótvægisáðgerð við háu og hækkandi gengi krónunnar. Einnig benti hann á

að aukin samkeppni á vörumarkaði gæti leitt til lægri álagningar sem fæli í sér meiri kaupmátt og lækkun á því stigi atvinnuleysis sem samræmist stöðugri verðbólgu.

Fram kom það sjónarmið að þótt gengishækkun krónunnar milli funda væri ekki mikil væri þegar töluvert aðhald fólgið í hækkun gengisins litið lengra aftur og því hversu hátt það væri. Auk þeirra áhrifa sem hún hefði á útflutningsgreinarnar væru áhrifin á vinnumarkað líklega einnig nokkur. Hækkun gengisins hefði í för með sér að það yrði hagkvæmara fyrir fyrirtæki að flytja inn starfsfólk auk þess sem það drægi úr brottflutningi fólks. Þetta hefði þegar skilað sér í minna launaskriði en gera hefði mátt ráð fyrir miðað við hversu mikil spenna væri á vinnumarkaði og gæti auk þess stuðlað að því að launahækkningar í komandi kjarasamningum yrðu í meira samræmi við verðbólguþátt og framleiðnivöxt.

Sumir nefndarmenn töldu að líkurnar á því að hækkun húsnæðisverðs umfram almennt verðlag og laun gengi til baka án þess að gengishækkunin undanfarin misseri gerði það einnig væru ekki minni en líkurnar á óhagstæðara samspili húsnæðisverðs og gengis. Þetta gæfi tilefni til að halda áfram varlegri lækkun nafnvaxta að því tilskildu að vöxtur útlána færist ekki í aukana.

Einn nefndarmaður benti á að erfitt væri að sjá að núverandi staða og nærhorfur kölluðu á peningalega örvun og því aðeins rétt að taka til baka þá raunvaxtahækkun sem orðið hefði milli funda. Töluvert slökun hefði orðið á aðhaldi opinberra fjármála og vandséð væri hvaðan hagstjórnarlegt aðhald ætti að koma ef ekki frá peningastefnunni. Benti hann ennfremur á að markmiðið með peningalegu aðhaldi væri einmitt að hægja á umsvifum í þjóðarbúskapnum sem væri að takast. Þá benti hann á að þegar peningastefnan héldi verðbólgu miðað við vísitölu neysluverðs lítilli og stöðugri væri það óhjákvæmilegt að verðbólga án húsnæðis væri mjög lítil eða jafnvel neikvæð þegar húsnæðisverð hækkar mikið.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu lækkaðir um 0,25 prósentur sem myndi hafa í för með sér að meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 4,5%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4,25%, vextir af lánnum gegn veði til sjö daga 5,25% og daglánavextir 6,25%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra. Tveir þeirra hefðu þó heldur kosið að lækka vexti um 0,5 prósentur en töldu sig engu að síður geta fallist á tillögu seðlabankastjóra.

Nefndin var sammála um að traustari kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólguþáttmiðið og hækkun gengis krónunnar hefðu gert peningastefnunefnd mögulegt að ná lögboðnu markmiði um verðstöðugleika með lægri vöxtum en ella. Nefndarmenn voru sammála um að aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum myndi ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur



Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt 23. ágúst 2017.

## Staða efnahagsmála og peningastefnan



Fyrirlestur hjá Rótarýklúbbi Kópavogs  
21. febrúar 2017

Þórarinn G. Pétursson  
Aðalhafgræðingur Seðlabanka Íslands

Þær skoðanir sem hér koma fram þurfa ekki að endurspeglar skoðanir annarra nefndarmanna Peningastefnufundar

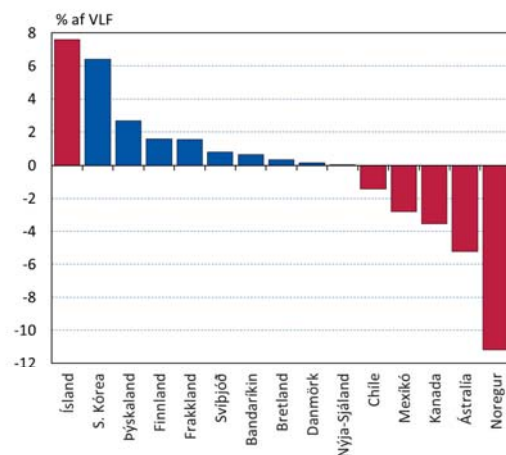
## Tveir stórir búhnykkir: viðskiptakjarabati

- Útflutningsverð Íslands hækkaði um 17% 2014-16 í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda sem er óvenjulegt í ljósi hægs hagvaxtar í viðskiptalöndum
- Viðskiptakjör hafa því batnað um 13½% – mun meiri bati en meðal annarra OECD-ríkja, sérstaklega meðal hrávöruútflytjenda

Útflutningsverð 1990-2016<sup>1</sup>



Viðskiptakjaraáhrif í 15 OECD-ríkjum 2014-2016<sup>2</sup>



1. Útflutningsverð Íslands í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda (fært í sama gjaldmiðli með vísitölu meðalgengis). Skyggða svæðið sýnir ár þar sem heimshagvöxtur er undir 25 ára meðaltali (1992-2016). Spáin fyrir heimshagvöxt 2016 er spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (*World Economic Outlook*, október 2016). 2. Mismunur kaupmáttar útflutnings og útflutningsmagns í hlutfalli af VLF fyrra árs. Samtals áhrif fyrir árin 2014-2016. Þau lönd sem eru flokkuð sem hrávöruútflytjendur miðað við vægi hrávöru í hreinum útflutningi eru táknuð með rauðlitum súlum.

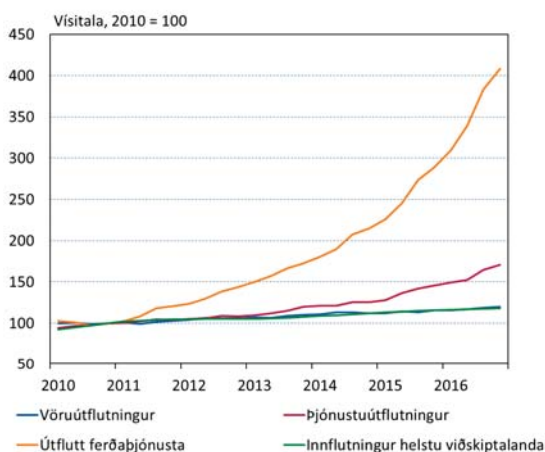
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Macrobond, OECD, Sameinuðu þjóðirnar (UNCTAD), Seðlabanki Íslands.

## Tveir stórir búhnykkir: vöxtur ferðapjónustu

- Útflutningsvöxtur hefur verið mikill undanfarið þrátt fyrir veikburða vöxt alþjóðaumsvifa: drifin áfram af gríðarlegum vexti ferðapjónustu sem óx um 37% í fyrra og hefur fjórfaldast síðan 2010 ...
- ... var, ásamt viðskiptakjarabata, meginástæða mikillar hækkunar gengis krónunnar í fyrra

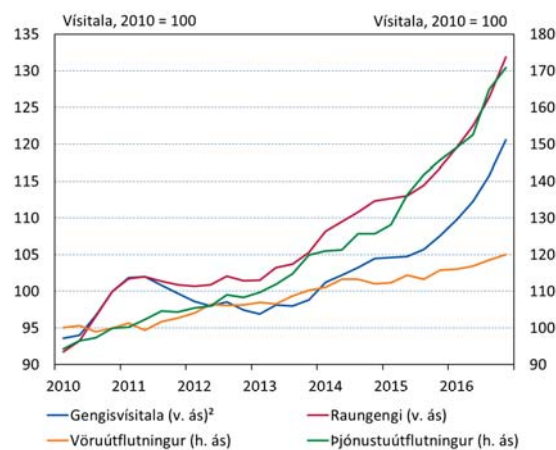
### Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn<sup>1</sup>

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2016



### Gengi krónunnar og útflutningur<sup>1</sup>

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2016

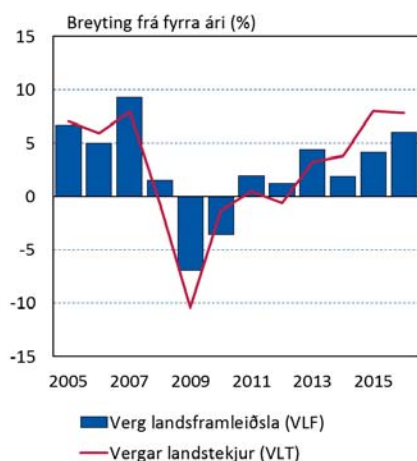


1. Fjögurra ársfjórðunga hreyfanlegt meðaltal. Útflutningstölur fyrir 4. ársfjórðung 2016 byggjast á grunnspá *Peningamála* 2017/1. 2. Gengisvísitala sýnd þannig að hækkun vísitölu endurspeglar hækkun gengis krónunnar gagnvart erlendum gjaldmiðlum.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

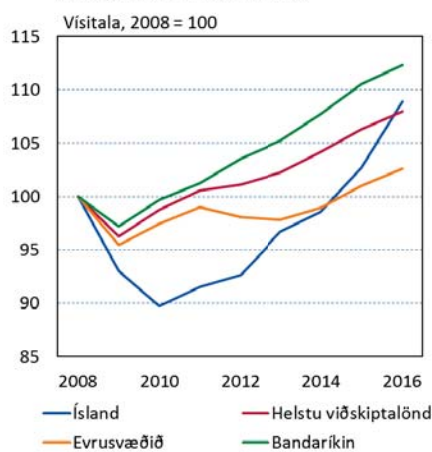
## Efnahagsumsvif vaxa hratt en ytra jafnvægi betra ...

- Hagvöxtur áætlaður 6% í fyrra og kemur í kjölfar 4% hagvaxtar 2015 – tekjur hafa vaxið enn meira (8% hvort ár) ... mun meiri hagvöxtur en í öðrum þróuðum hagkerfum og samdráttur í kjölfar kreppu að fullu endurheimtur
- Ólíkt fyrri uppsveiflu er töluverður afgangur á viðskiptum við útlönd, vaxandi sparnaður og hrein skuldastaða orðin jákvæð

### Hagvöxtur og tekjur 2005-2016<sup>1,3</sup>



### VLF á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum 2008-2016<sup>3</sup>



### Viðskiptajöfnuður og hrein erlend staða 2005-2016<sup>2,3</sup>

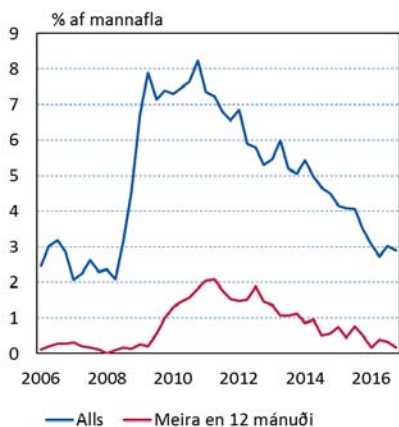


1. Vergar landstekjur (VLT) er verg landsframleiðsla (VLF) að viðbættum viðskiptakjaraáhrifum. 2. Undirliggjandi viðskiptajöfnuður og erlend staða (p.e. þar sem leiðrétt er fyrir áhrifum uppgjörs slitabúa fallinna fjármálfyrirtækja) fyrir árin 2008-2015. 3. Tölur fyrir 2016 byggjast á grunnspá *Peningamála* 2017/1 nema að erlend staða er staðan á þriðja ársfjórðungi 2016.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

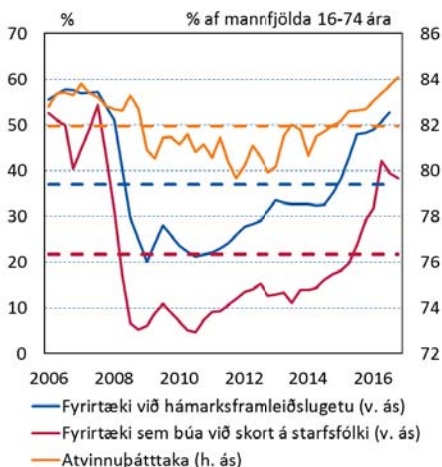
## ... en farið að reyna á þanþol þjóðarbúskaparins

- Vaxandi spenna í þjóðarbúinu: atvinnuleysi minnkað mikið og langtímaatvinnuleysi horfið ... vaxandi skortur á starfsfólki og æ fleiri fyrirtæki starfa við fulla framleiðslugetu ... atvinnuþátttaka eykst hratt og er orðin meiri en hún var mest fyrir kreppu
- Mikilli eftirspurn eftir vinnuafli mætt með innflutningi vinnuafis sem léttir að hluta á spennunni í þjóðarbúinu

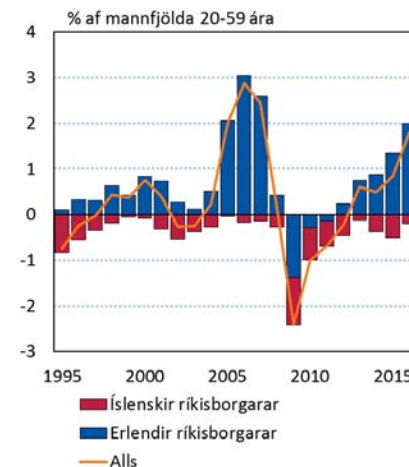
Atvinnuleysi 2006-2016<sup>1</sup>



Nýting framleiðsluþátta og atvinnuþátttaka 2006-2016<sup>2</sup>



Aðfluttur umfram brottflutta 1995-2016<sup>3</sup>



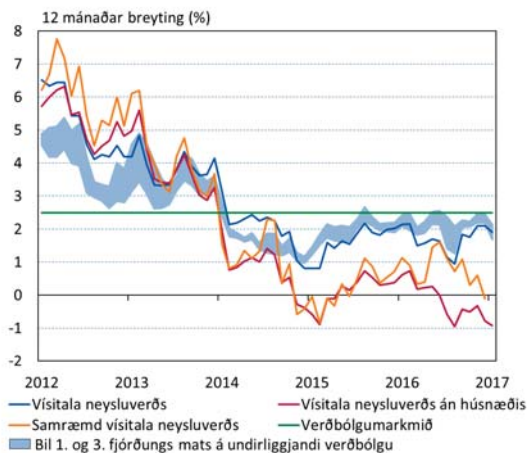
1. Árstíðarleiddar tölur fyrir 1. ársfj. 2006 - 4. ársfj. 2016. 2. Mælikvarðar á nýtingu framleiðsluþátta eru úr viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins en atvinnuþátttaka samkvæmt vinnuafskönnun Hagstofunnar. Árstíðarleiddar tölur fyrir 1. ársfj. 2006 - 4. ársfj. 2016. Brotalínur sýna meðalhluftóll tímabilsins. 3. Búferlaflutningar fólks á aldrinum 20-59 ára. Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mæld og undirliggjandi verðbólga nálægt markmiði

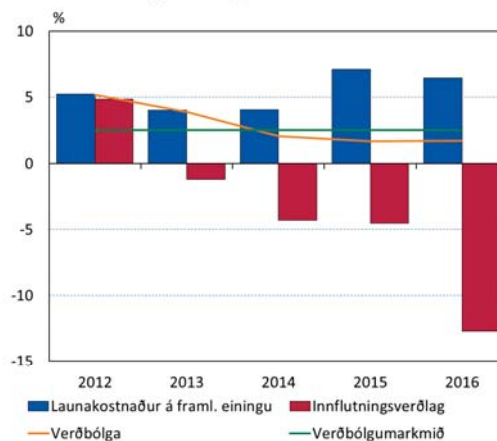
- Verðbólga var 1,9% í janúar – áþekkt því sem hún var í lok 2016 og á sama tíma í fyrra ... undirliggjandi verðbólga svipuð en verðbólga án húsnæðis mun minni: VNV án húsnæðis var -0,9% í janúar og HICP -0,1% í desember
- Vegast á áhrif 20% lækkunar innflutningsverðs 2014-16 og 19% hækkunar launakostnaðar á framleidda einingu yfir sama tíma

Mæld og undirliggjandi verðbólga<sup>1</sup>

Janúar 2012 - janúar 2017



Verðbólga, launakostnaður og innflutningsverðlag 2012-2016<sup>2</sup>



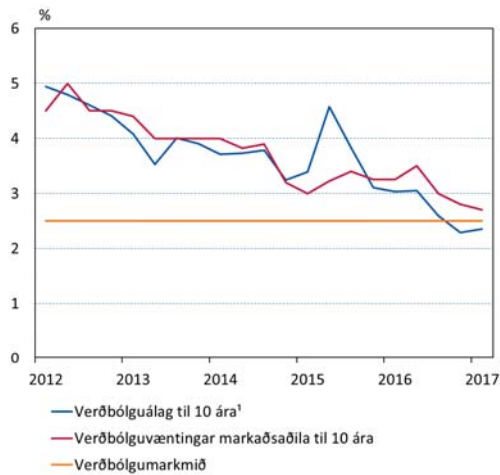
1. Skýggða svæðið inniheldur bil 1. og 3. fjórðungs mats á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölum sem horfa fram hjá áhrifum skattabreytinga, sveiflukenndra matvöruleiða, bensins, opinberrar þjónustu og reiknaðar húsaleigu og með tölfraðilegum mælikvörðum eins og vegnu miðgildi, klipptum meðaltölum og kviku þáttalkani. 2. Launakostnaður á framleidda einingu er hlutfall launakostnaðar og framleiðni vinnuafis. Innflutningsverðlag er verðvísitala innflutnings vöru og þjónustu. Tölur fyrir 2016 byggjast á grunnspá *Peningamála* 2017/1. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Peningastefnan hefur náð árangri ...

- Verðbólguvæntingar hafa smám saman lækkað í átt að markmiði eftir að hafa verið vel fyrir ofan það um langa hríð ...
- ... hættu virtist þó á að nýfengin kjölfesta þeirra brysti í kjölfar kjarasamninga vorið 2015
- Peningastefnunefnd brást við með hækkun vaxta og skilaboðum um frekari hækkanir ef með þurfti ... það dugði til að koma þeim smám saman aftur í markmið sem gerði nefndinni kleift að lækka vexti á ný

Langtímaverðbólguvæntingar

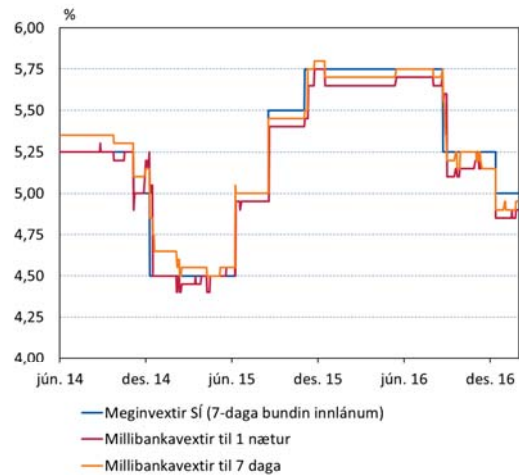
1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2017



1. Tala fyrir 1. ársfjórðung 2017 er meðaltal það sem af er fjórðungnum.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Meginvextir Seðlabanka Íslands

1. júní 2014 - 31. janúar 2017

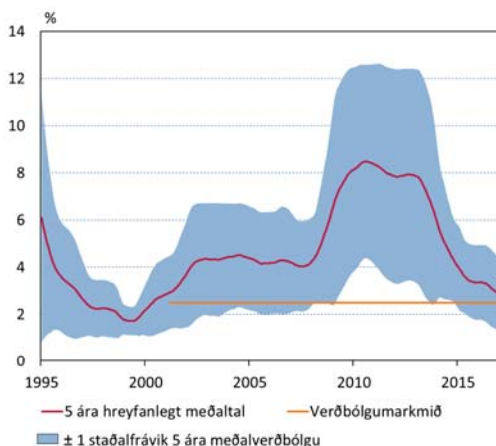


## ... en fullnaðarsigur ekki í höfn

- Þrátt fyrir að peningastefnan hafi náð nokkrum árangri við að auka efnahagslegan stöðugleika undanfarið er enn nokkuð í land við að tryggja varanleika þessa árangurs ... því þarf að fara varlega og vera viðbúin bakslagi
- Samanburður við Noreg sýnir þetta ágætlega: Norska seðlabankanum hefur tekist að halda verðlagi stöðugu yfir mun lengri tíma sem eykur trúverðuleika bankans og eykur sveigjanleika hans við mótun peningastefnunnar

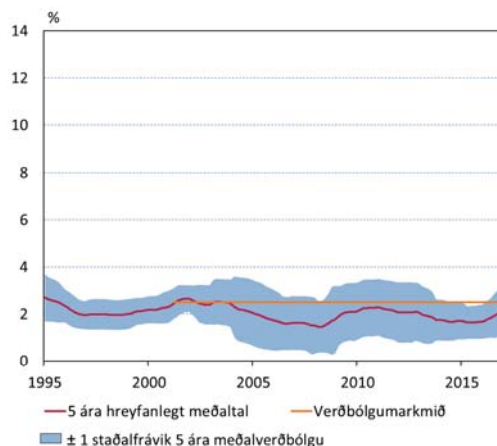
5 ára meðalverðbólga á Íslandi

Janúar 1995 - desember 2016



5 ára meðalverðbólga í Noregi

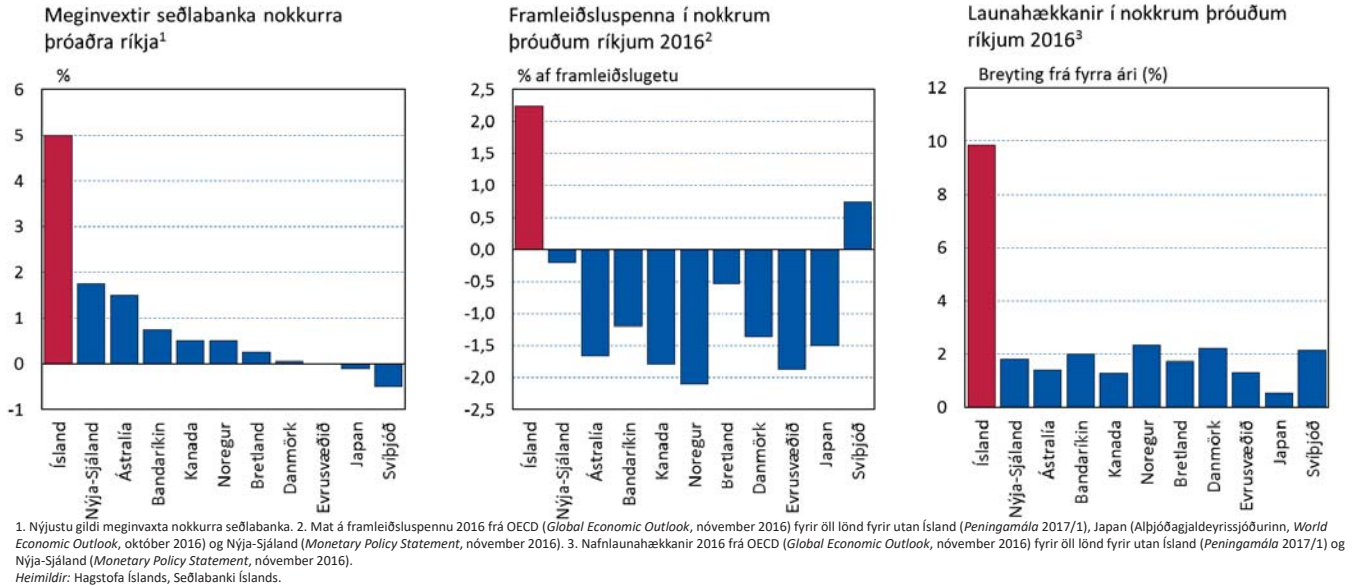
Janúar 1995 - desember 2016



Heimildir: Hagstofa Íslands, Noregsbanki, OECD, Seðlabanki Íslands.

## Efnahagsaðstæður einnig ólíkar hér á landi

- Við samanburð á vöxtum hér á landi og í nágrennaríkjunum þarf ekki einungis að hafa í huga hvað saga verðstöðugleika er í raun stutt hér á landi ...
- ... einnig að hér er mikill hagvöxtur og vaxandi spenna en þrálátur slaki og hæggangur í hinum ríkjunum



## Breytingar á ramma peningastefnunnar?

### Hávær umræða um að breyta þurfi ramma peningastefnunnar

- Eðlilegt að fara reglulega yfir reynsluna og skoða mögulegar umbætur ...
- ... en ekki er ljóst hvað það er sem kallar á róttækar breytingar á rammanum – sérstaklega í ljósi árangurs undanfarið

### Þegar verið gerðar miklar breytingar

- Fjölskipuð peningastefnunefnd og stórukið gagnsæi
- Viðbótarstjórntæki: inngrip á gjaldeyrismarkaði, þjóðhagsvarúð og fjárstreymistæki

### Öllum útfærslum peningastefnu fylgja kostir og gallar

- Mismunandi fyrirkomulagi fastgengis fylgja einnig gallar ...
- ... og gæti verið feigðarflan ef framkvæmd stefnunnar í ríkisfjármálum er ekki bætt og ekki eru gerðar veigamiklar breytingar á skipulagi vinnumarkaðar

## Ástand og horfur í efnahagsmálum



Þingflokkur Vinstri Grænna

27. mars 2017

Þórarinn G. Pétursson

Aðalhogfræðingur Seðlabanka Íslands

Þær skoðanir sem hér koma fram þurfa ekki að endurspeglja skoðanir annarra nefndarmanna peningastefnunefndar

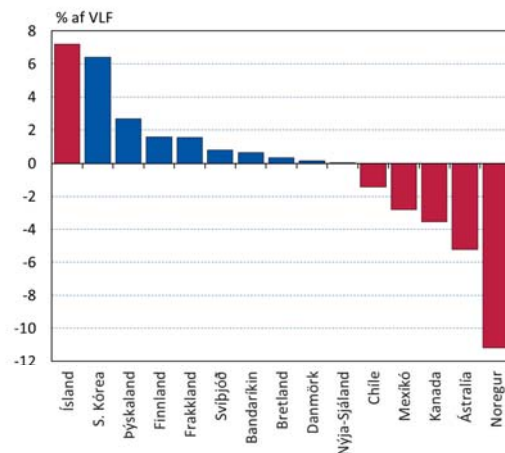
## Tveir stórir búhnykkir: viðskiptakjarabati

- Útflutningsverð Íslands hækkaði um 17% 2014-16 í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda sem er óvenjulegt í ljósi hægs hagvaxtar í viðskiptalöndum
- Viðskiptakjör hafa því batnað um 13% – mun meiri bati en meðal annarra OECD-ríkja, sérstaklega meðal hrávöruútflytjenda

Útflutningsverð 1990-2016<sup>1</sup>



Viðskiptakjaraáhrif í 15 OECD-ríkjum 2014-2016<sup>2</sup>



1. Útflutningsverð Íslands í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda (fært í sama gjaldmiðli með vísitölu meðalgengis). Skyggða svæðið sýnir ár þar sem heimshagvöxtur er undir 25 ára meðaltali (1992-2016). Spáin fyrir heimshagvöxt 2016 er spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (*World Economic Outlook*, október 2016). 2. Mismunur kaupmáttar útflutnings og útflutningsmagns í hlutfalli af VLF fyrra árs. Samtals áhrif fyrir árin 2014-2016. Þau lönd sem eru flokkuð sem hrávöruútflytjendur miðað við vægi hrávöru í hreinum útflutningi eru táknuð með rauðlitum súlum.

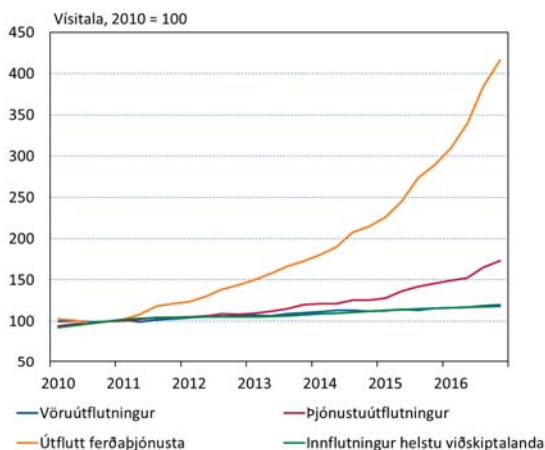
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Macrobond, OECD, Sameinuðu þjóðirnar (UNCTAD), Seðlabanki Íslands.

## Tveir stórir búhnykkir: vöxtur ferðapjónustu

- Útflutningsvöxtur hefur verið mikill undanfarið þrátt fyrir veikburða vöxt alþjóðaumsvifa: drifin áfram af gríðarlegum vexti ferðapjónustu sem óx um 44% í fyrra og hefur ríflega fjórfaldast síðan 2010 ...
- ... skýrir um ⅓ af 10% meðalvexti útflutnings undanfarinna 2 ára

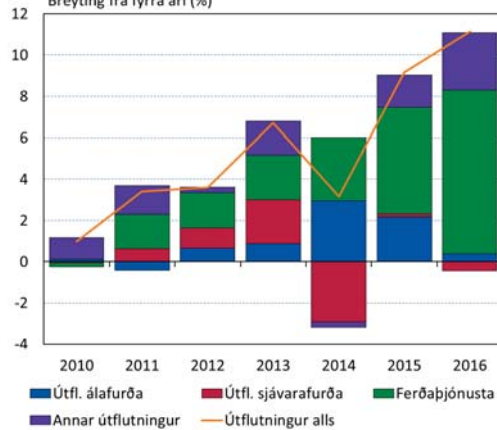
### Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn<sup>1</sup>

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2016



### Útflutningur og framlag undirliða 2010-2016<sup>2</sup>

Breyting frá fyrra ári (%)

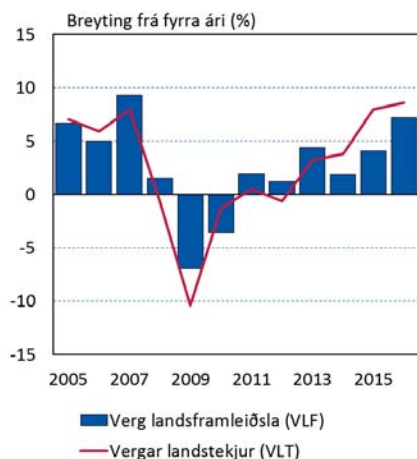


1. Fjögurra ársfjórðunga hreyfanlegt meðaltal. 2. Útflutningur álafurða samkvæmt þjóðhagsreikningum. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

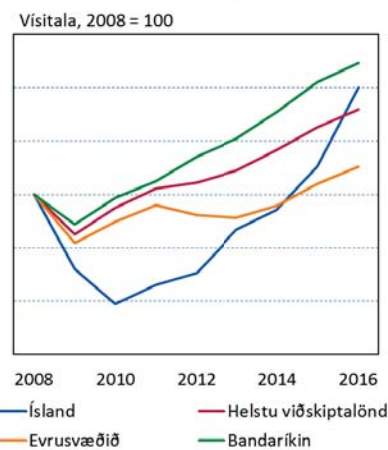
## Efnahagsumsvif vaxa hratt en ytra jafnvægi betra ...

- Hagvöxtur mældist 7,2% í fyrra og kemur í kjölfar 4,1% hagvaxtar 2015 – tekjur hafa vaxið enn meira (yfir 8% hvort ár) ... mun meiri hagvöxtur en í öðrum þróuðum hagkerfum og samdráttur í kjölfar kreppu að fullu endurheimtur
- Ólíkt fyrri uppsveiflu er töluverður afgangur á viðskiptum við útlönd, vaxandi sparnaður og hrein skuldastaða orðin jákvæð

### Hagvöxtur og tekjur 2005-2016<sup>1</sup>



### VLF á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum 2008-2016



### Viðskiptajöfnuður og hrein erlend staða 2005-2016<sup>2</sup>



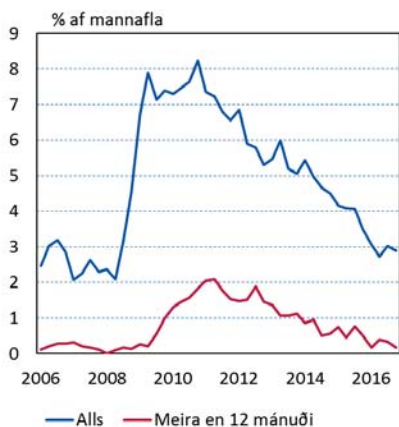
1. Vergar landstekjur (VLT) eru verg landsframleiðsla (VLF) að viðbættum viðskiptakjaraáhrifum. 2. Undirliggjandi viðskiptajöfnuður og erlend staða (þ.e. þar sem leiðrétt er fyrir áhrifum uppgjörs slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja) fyrir árin 2008-2015. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.



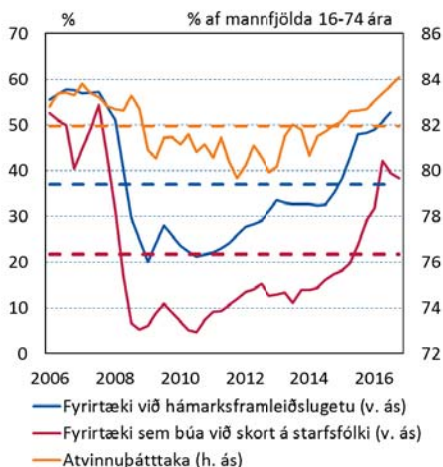
## ... en farið að reyna á þanþol þjóðarbúskaparins ...

- Vaxandi spenna í þjóðarbúinu: atvinnuleysi minnkað mikið og langtímaatvinnuleysi horfið ... vaxandi skortur á starfsfólki og æ fleiri fyrirtæki starfa við fulla framleiðslugetu ... atvinnuþátttaka eykst hratt og er orðin meiri en hún var mest fyrir kreppu
- Mikilli eftirspurn eftir vinnuafli mætt með innflutningi vinnuafis sem léttir að hluta á spennunni í þjóðarbúinu

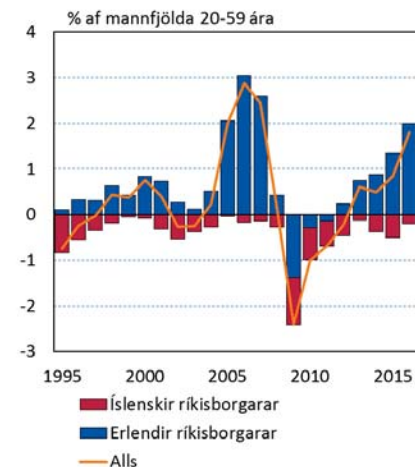
Atvinnuleysi 2006-2016<sup>1</sup>



Nýting framleiðsluþátta og atvinnuþátttaka 2006-2016<sup>2</sup>



Aðfluttur umfram brottflutta 1995-2016<sup>3</sup>

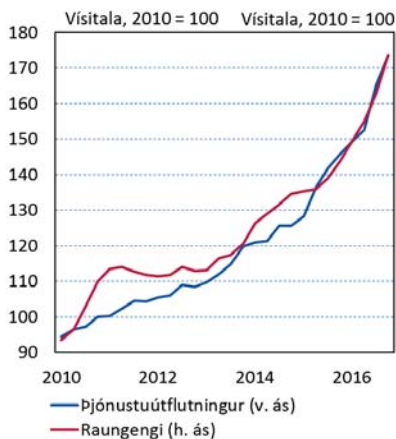


1. Árstoðarleiddar tölur fyrir 1. ársfj. 2006 - 4. ársfj. 2016. 2. Mælikvarðar á nýtingu framleiðsluþátta eru úr viðhorfskönnun Gallup meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins en atvinnuþátttaka samkvæmt vinnuþátttöku Hagstofunnar. Árstoðarleiddar tölur fyrir 1. ársfj. 2006 - 4. ársfj. 2016. Brotalínur sýna meðalhúlföll tímabilsins. 3. Búferlaflutningar fólks á aldrinum 20-59 ára. Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

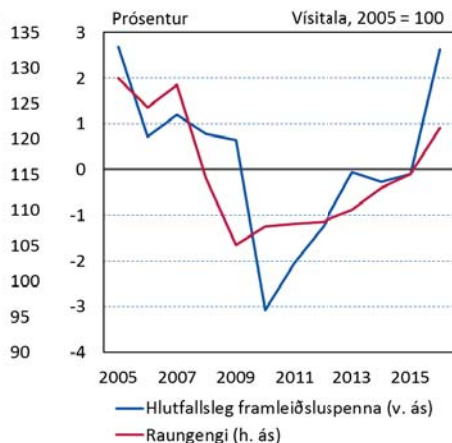
## ... og hefur leitt til mikillar gengishækkunar ...

- Þessi mikli vöxtur ferðapjónustu hefur reynt á innlenda framleiðsluþætti og kallað á verulega aðlögun í þjóðarbúskapnum ... sem birtist m.a. í því að hinn nýi útflutningsgeiri ryður í burt annarri útflutningsstarfsemi með því að þrýsta upp genginu
- Gengispróunin í ágætu samræmi við það sem vænta má í ljósi þróunar efnahagsumsvifa hér á landi og erlendis

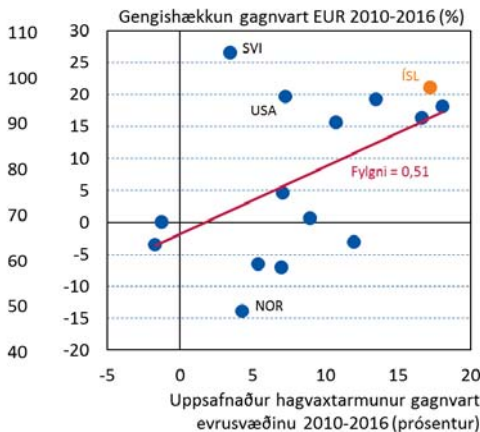
Gengi krónunnar og útflutningur<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2016



Hagsveiflan og raungengið 2005-2016<sup>2</sup>



Hagvöxtur og gengi í 15 iðnríkjum 2010-2016<sup>3</sup>

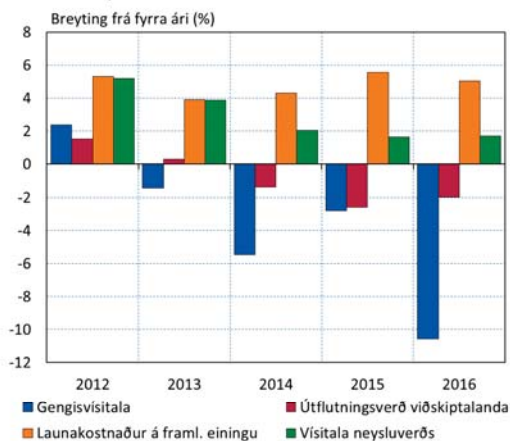


1. Fjögurra ársfjórðunga hreyfanlegt meðaltal. 2. Mismunur framleiðsluspennu á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum. Matíð á framleiðsluspennu á Íslandi byggir á frávikum VLF frá framleiðslugetu út frá framleiðslufalli þjóðhagshlans Seðlabankans. Framleiðsluspenna í helstu viðskiptalöndum er metin út frá frávikum VLF í helstu viðskiptalöndum frá Hodrick-Prescott-leitniferli (með  $\lambda = 1.600$ ). Raungengi er miðað við hlutfallslegt neysluverðlag. 3. Uppsafnaður hagvaxtarmunur er mismunur breytingar VLF frá 2010 til 2016 fyrir hvert land og fyrir evrusvæðið. Breyting á gengi gjaldmiðla gagnvart EUR er breyting milli ársmeðaltala 2010 og 2016. Hækkun táknar hækkun gjaldmiðils gagnvart EUR. Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

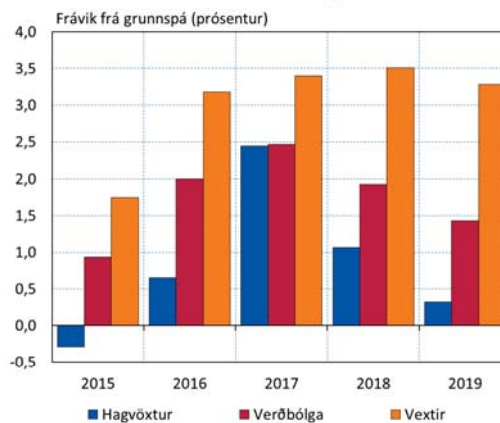
## ... sem er mikilvægur hluti efnahagsaðlögunarinnar

- Gengishækkunin hefur, ásamt lítilli alþjóðlegri verðbólgu, vegið á móti miklum innlendum verðbólguþrýstingi: 2014-16 lækkaði innflutningsverð um 20% en launakostnaður á framleidda einingu lækkaði um 16%
- Án gengisaðlögunarinnar væri ójafnvægið meira og verðbólguþrýstingur meiri og vextir þyrftu að öðru óbreyttu að vera hærri

Verðbólga og innlendir og alþjóðlegir áhrifaþættir 2012-2016<sup>1</sup>



Hagvöxtur, verðbólga og vextir ef gengi krónunnar hefði verið óbreytt frá 2014<sup>1</sup>

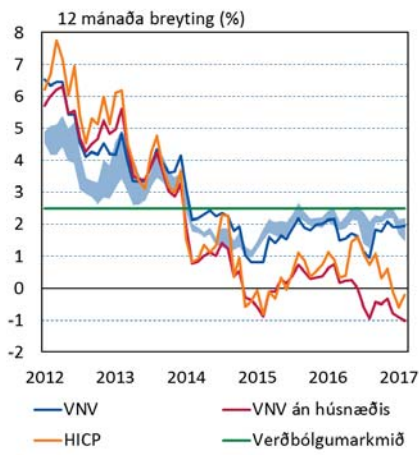


1. Hækkun gengisvísitölu endurspeglar lækkaði gengi krónunnar gagnvart meðaltali annarra gjaldmiðla. Launakostnaður á framleidda einingu er hlutfall launakostnaður og framleiðni vinnuafis. 2. Samanburður á grunnspá PM 2017/1 og hermun með þjóðhagslíkani Seðlabankans þar sem gengisvísitalan helst óbreytt í um 207 stigum frá 2014 og út spátímann. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

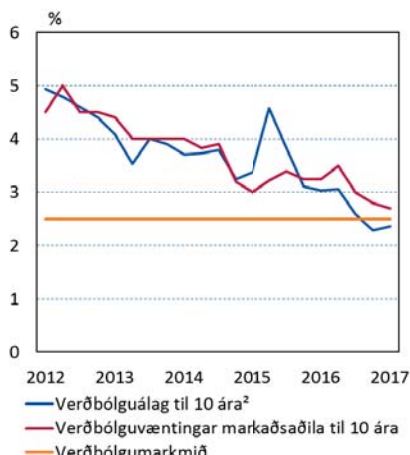
## Verðstöðugleiki og traustari kjölfesta væntinga ...

- Verðbólga var 1,9% í febrúar – áþekk því sem hún hefur verið undanfarið hálf tölur ... undirliggjandi verðbólga svipuð en verðbólga án húsnæðis mun minni: VNV án húsnæðis -1% og HICP -0,2%
- Verðbólguvæntingar hafa smám saman lækkað í átt að markmiði eftir að hafa verið vel fyrir ofan það um langa hríð

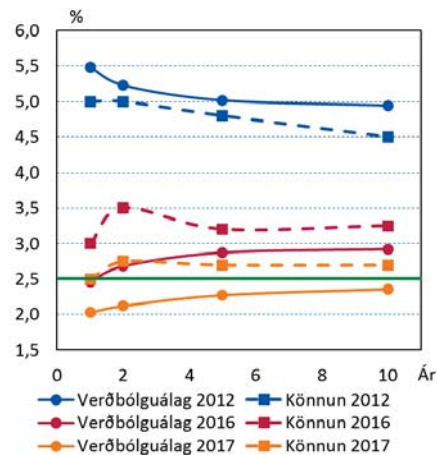
Mæld og undirliggjandi verðbólga<sup>1</sup>  
Janúar 2012 - febrúar 2017



Langtíma-verðbólguvæntingar  
1. ársfj. 2012 - 1. ársfj. 2017



Verðbólguvæntingar til 1-10 ára<sup>3</sup>  
Mælingar á 1. ársfj. 2012, 2016 og 2017

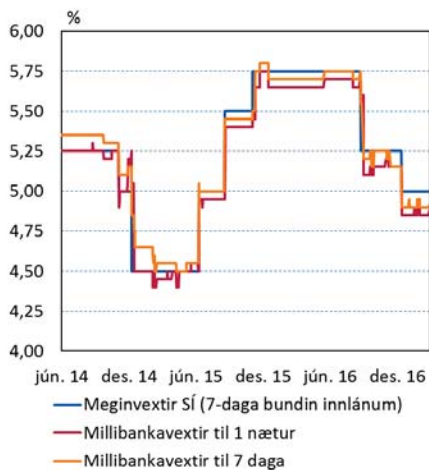


1. Skýggða svæðið inniheldur bil 1. og 3. fjórðungs mats á undirliggjandi verðbólgu þar sem hún er mæld með kjarnavísitölum sem horfa fram hjá áhrifum skattabreytinga, sveiflukenndra matvörulíða, bensins, opinberrar þjónustu og reiknaðar húsaleigu og með tölræðilegum mælikvörðum eins og vagnu miðgildi, klipptum meðaltölum og kviku þáttalkani. 2. Talan fyrir 1. ársfjórðung 2017 er meðaltal það sem af er fjórðungnum. 3. Verðbólguvæntingar til 1, 2, 5 og 10 ára út frá verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði (ársfjórðungsleg meðaltöl) og könnun meðal markaðsaðila. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## ... fyrir tilstuðlan aðhaldssamrar peningastefnu ...

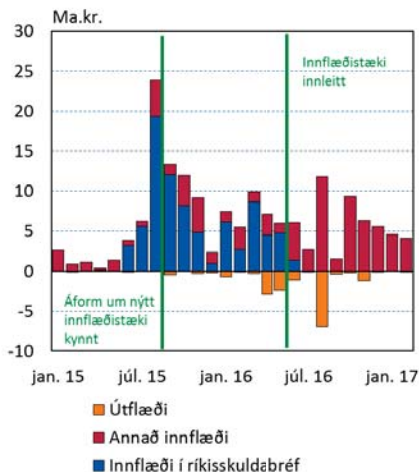
- Vextir bankans voru teknir að lækka en voru hækkaðir skarpt í kjölfar kjarasamninga 2015 til að ná aftur tókum á verðbólguvæntingum ... þegar það tókst tóku þeir að lækka á ný – þannig stuðlar peningastefnan að langtíma verðstöðugleika
- Önnur stjórnþæki: fjárstreymistæki og inngrip á gjaldeyrismarkaði – notuð til að ná öðrum markmiðum

Fjármagnsflæði vegna nýfjárfestinga  
1. júní 2014 - 28. febrúar 2017

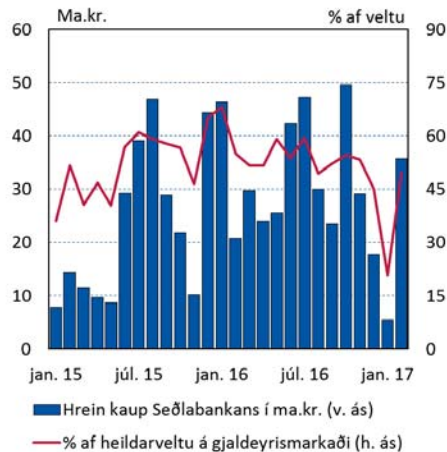


1. Fjármagnsflæði vegna skráðra nýfjárfestinga.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Fjármagnsflæði vegna nýfjárfestinga<sup>1</sup>  
Janúar 2015 - febrúar 2017



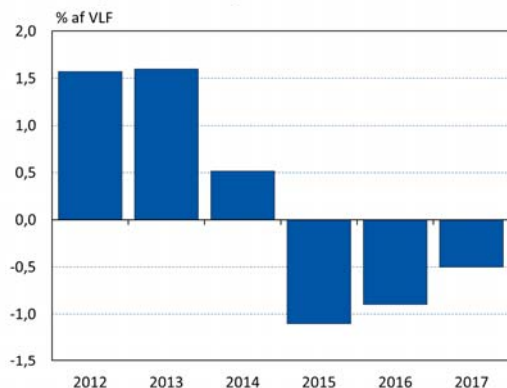
Gjaldeyriskaup Seðlabankans  
Janúar 2015 - febrúar 2017



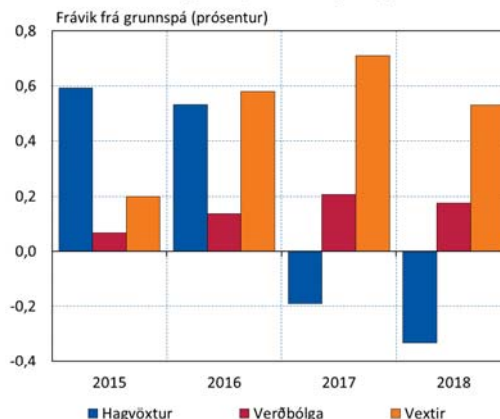
## ... en á sama tíma slaknar á aðhaldi ríkisfjármála

- Vaxandi spenna í þjóðarþúinu hefur kallað á aðhaldssama peningastefnu – en á sama tíma hefur slaknað á aðhaldi opinberra fjármála: slökunin um 2% af VLF 2015-2016 – og nýleg fjárlög benda til tæplega ½% viðbótarslökunar í ár
- Slökunin hefur aukið á eftirspurn og þenslu, þrýst enn frekar á gengi krónunnar og kallað á hærri vexti en ella

Breyting á hagsveifluleiðréttum  
frumjöfnuði ríkissjóðs 2012-2017<sup>1</sup>



Áhrif slökunar á aðhaldsstigi ríkisfjármála  
2015-16 á hagvöxt, verðbólgu og vexti<sup>1</sup>

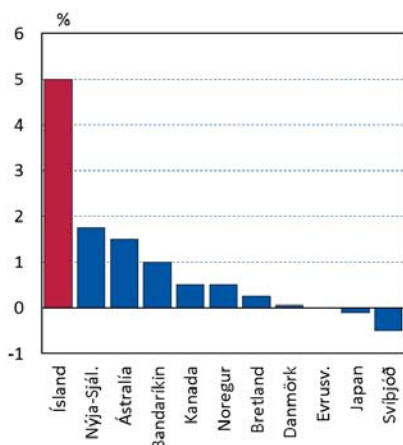


1. Frumjöfnuður er leiðréttur fyrir einkisþekjum og gjöldum (t.d. stöðugleikaframlögum og flýtingu niðurgreiðslu verðtryggðra húsnæðislána). Um er að ræða uppfært mat á breytingunni á hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði ríkissjóðs frá PM 2016/4. Tekið hefur verið tillit til nýs mats á framleiðsluspennunni á tímabilinu í samræmi við PM 2017/1 auk þess sem sá hluti samgönguáætlunar sem er umfram fjárlög ársins 2017 og fjármálaáætlun hefur verið felld út. 2. Mat á áhrifum slökunar á aðhaldsstigi ríkisfjármála 2015-2016 um 2% af VLF út frá hermun með þjóðhagslíkani Seðlabankans (sjá nánar umfjöllun í PM 2016/2).  
Heimildir: Fjármála- og efnahagsráðuneytið, Seðlabanki Íslands.

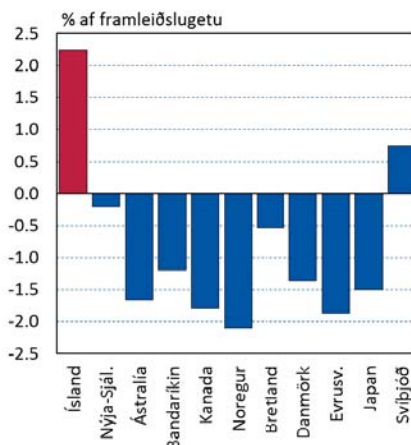
# Af hverju eru vextir hærri hér en í öðrum iðnríkjum?

- Afar takmarkað hvað peningastefnan getur gert við kerfisbreytingu á samsetningu útflutnings og hækkun jafnvægisgengis – hennar verkefni er að tryggja verðstöðugleika sem hefur tekist undanfarin ár ... þrátt fyrir mikla spennu í þjóðarbúskapnum
- Allt aðrar aðstæður en í nágrennaríkjunum þar sem enn er mikill slaki og verðbólguvæntingar hafa leitað undir markmið

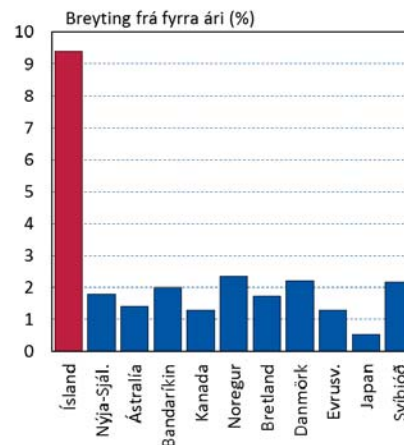
Meginvextir seðlabanka nokkurra þróaðra ríkja<sup>1</sup>



Framleiðsluspenna í nokkrum þróuðum ríkjum 2016<sup>2</sup>



Launahækkunir í nokkrum þróuðum ríkjum 2016<sup>3</sup>



1. Nýjustu gildi meginvaxta nokkurra seðlabanka. 2. Mat á framleiðsluspennu 2016 frá OECD (*Global Economic Outlook*, nóvember 2016) fyrir öll lönd fyrir utan Ísland (*Peningamála* 2017/1), Japan (*Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, World Economic Outlook*, október 2016) og Nýja-Sjáláland (*Monetary Policy Statement*, nóvember 2016). 3. Nafnlaunahækkunir 2016 frá OECD (*Global Economic Outlook*, nóvember 2016) fyrir öll lönd fyrir utan Ísland og Nýja-Sjáláland (*Monetary Policy Statement*, nóvember 2016).  
 Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Nýja-Sjálálands, Seðlabanki Íslands.

## Allt sem þú vildir vita um gengi krónunnar (en þorðir ekki að spyrja)



Ferðapjónustudagur  
16. mars 2017

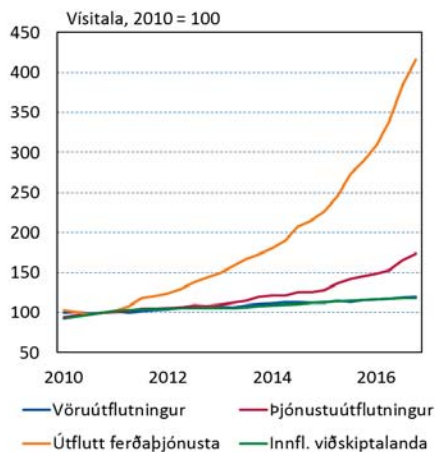
Þórarinn G. Pétursson  
Aðalhogfræðingur Seðlabanka Íslands

Þær skoðanir sem hér koma fram þurfa ekki að endurspeglar skoðanir annarra nefndarmanna peningastefnufundar

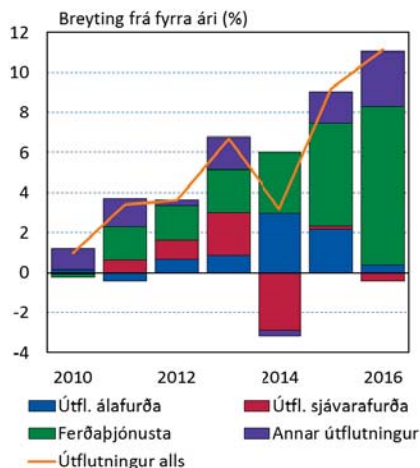
## Hraður vöxtur útflutnings og efnahagsumsvifa ...

- Útflutningsvöxtur hefur verið mikill undanfarið þrátt fyrir hægan vöxt alþjóðaviðskipta: drifin áfram af gríðarlegum vexti ferðapjónustu sem óx um 44% í fyrra og hefur fjórfaldast síðan 2010: skýrir um ¾ af 10% meðalvexti útflutnings sl. 2 ára
- Hagvöxtur hefur verið mikill og tekjur vaxið enn meira – hagvöxtur langt umfram hagvaxtargetu og hagvöxt viðskiptalanda

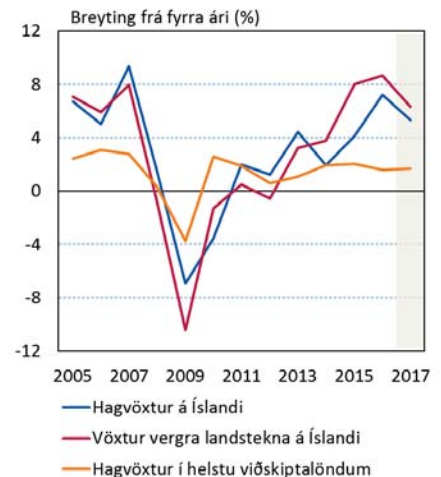
Útflutningur og alþjóðleg eftirspurn<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2016



Útflutningur og framlag undirliða  
2010-2016<sup>2</sup>



Hag- og tekjuvöxtur 2005-2017<sup>3</sup>

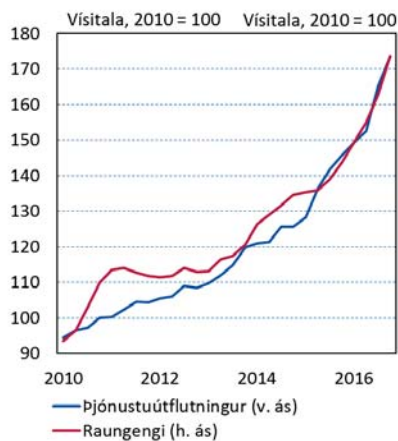


1. Fjögurra ársfjórðunga hreyfanlegt meðaltal. 2. Útflutningur álafurða skv. þjóðhagsreikningum. 3. Vergar landstekjur eru verg landsframleiðsla leiðrétt fyrir viðskiptakjaraáhrifum. Skyggt svæði sýnir grunnspá PM 2017/1 fyrir 2017.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

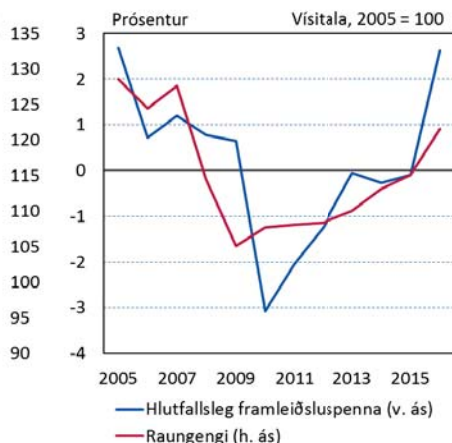
## ... hefur leitt til mikillar gengishækkunar ...

- Þessi mikli vöxtur ferðapjónustu hefur reynt á innlenda framleiðsluþætti og kallað á verulega aðlögun í þjóðarbúskapnum ... sem birtist m.a. í því að hinn nýi útflutningsgeiri ryður í burt annarri útflutningsstarfsemi með því að þrýsta upp genginu
- Gengisþróunin í ágætu samræmi við það sem vænta má í ljósi þróunar efnahagssumsvifa hér á landi og erlendis

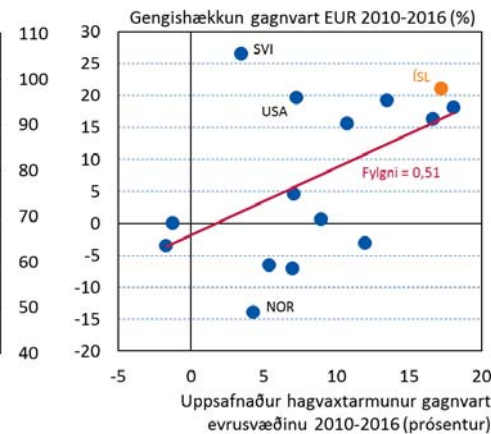
Gengi krónunnar og útflutningur<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2016



Hagsveiflan og raungengið 2005-2016<sup>2</sup>



Hagvöxtur og gengi í 15 iðnríkjum 2010-2016<sup>3</sup>

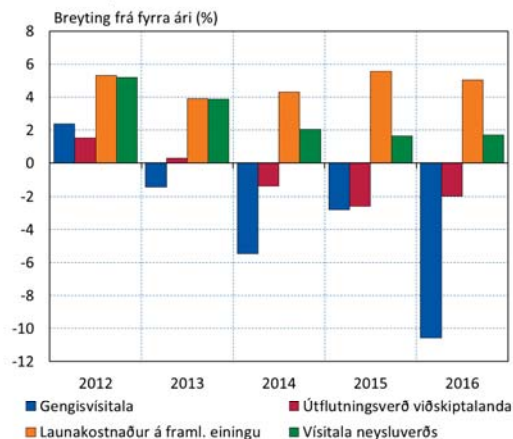


1. Fjögurra ársfjórðunga hreyfanlegt meðaltal. 2. Mismunur framleiðsluspenna á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum. Matíð á framleiðsluspenna á Íslandi byggir á frávikum VLF frá framleiðslugetu út frá framleiðslufalli þjóðhagslíkans Seðlabankans. Framleiðsluspenna í helstu viðskiptalöndum er metin út frá frávikum VLF í helstu viðskiptalöndum frá Hodrick-Prescott-leitniferli (með  $\lambda = 1.600$ ). Raungengi er miðað við hlutfallslegt neysluverðlag. 3. Uppsafnaður hagvaxtarmunur er mismunur breytingar VLF frá 2010 til 2016 fyrir hvert land og fyrir evrusvæðið. Breyting á gengi gjaldmiðla gagnvart EUR er breyting milli ársmeðaltala 2010 og 2016. Hækkun táknar hækkun gjaldmiðils gagnvart EUR.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Macrobond, Seðlabanki Íslands.

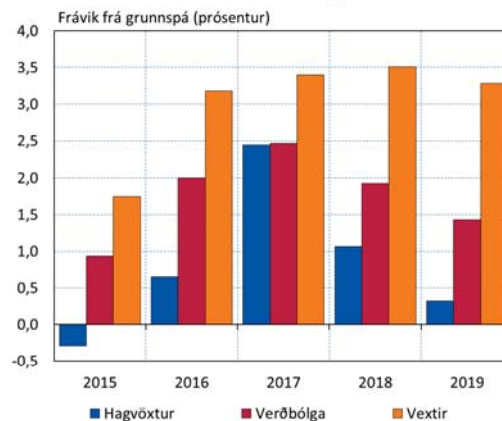
## ... sem er mikilvægur hluti efnahagsaðlögunarinnar

- Gengishækkunin hefur, ásamt lítilli alþjóðlegri verðbólgu, vegið á móti miklum innlendum verðbólguþrýstingi: 2014-16 lækkaði innflutningsverð um 20% en launakostnaður á framleidda einingu hækkaði um 16%
- Án gengisaðlögunarinnar væri ójafnvægið meira og verðbólguþrýstingur meiri og vextir þyrftu að öðru óbreyttu að vera hærri

Verðbólga og innlendir og alþjóðlegir áhrifaþættir 2012-2016<sup>1</sup>



Hagvöxtur, verðbólga og vextir ef gengi krónunnar hefði verið óbreytt frá 2014<sup>1</sup>

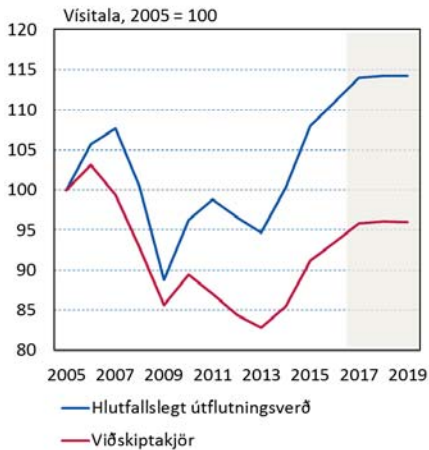


1. Hækkun gengisvísitölu endurspeglar lækkanði gengi krónunnar gagnvart meðaltali annarra gjaldmiðla. Launakostnaður á framleidda einingu er hlutfall launakostnaður og framleiðni vinnuafls. 2. Samanburður á grunnspá PM 2017/1 og hermun með þjóðhagslíkani Seðlabankans þar sem gengisvísitalan helst óbreytt í um 207 stigum frá 2014 og út spáttímann.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

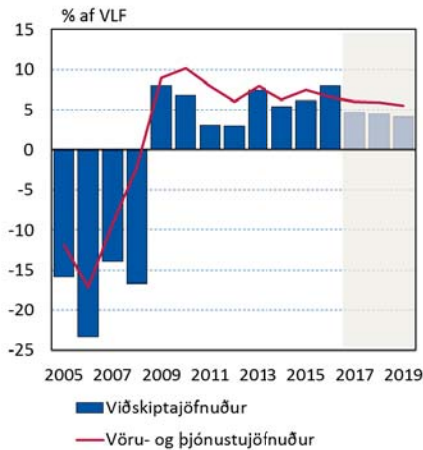
# Hefur gengi krónunnar ofrисиð?

- Gengið hefur vissulega hækkað mikið og sett útflutningsáttugreinar í vanda – en er hækkunin óeðlilega mikil?
- Ekki augljóst að svo sé: virðist ljóst að jafnvægisgengi krónunnar hafi hækkað mikið: viðskiptakjör hafa batnað verulega, búin að vera töluverður viðskiptaafgangur í 8 ár samfelt og gríðarleg breyting hefur orðið á hreinni skuldastöðu þjóðarbúsins

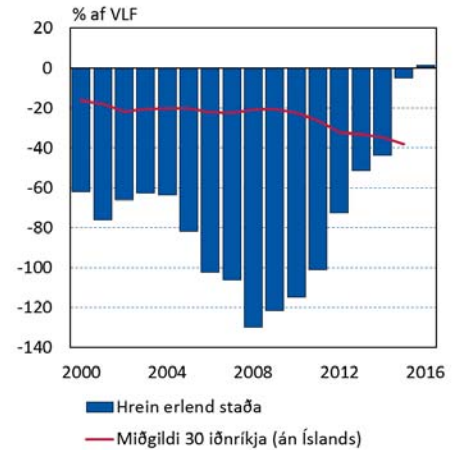
Útflutningsverð og viðskiptakjör 2005-2019<sup>1</sup>



Viðskiptajöfnuður 2005-2019<sup>2</sup>



Hrein erlend staða 2000-2016<sup>3</sup>

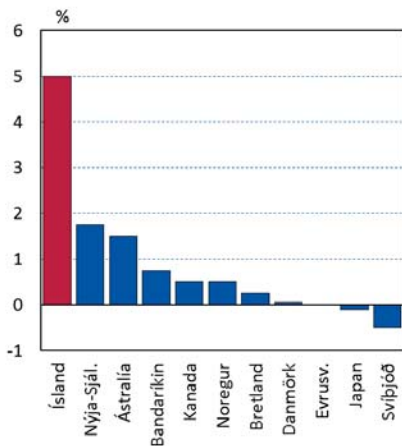


1. Hlutfallslegt útflutningsverð er útflutningsverð Íslands í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda (fært í sama gjaldmiðli með vísitölu meðalgengis). 2. Undirliggjandi viðskiptajöfnuður fyrir árin 2008-2015. 3. Undirliggjandi erlend staða fyrir Ísland 2008-2014. Alþjóðleg gögn um erlenda stöðu úr gagnagrunni Lane og Milesi-Ferretti fyrir tímabilið 2000-2011 en gögn þeirra eru framleidd til ársins 2015 miðað við þróun skv. IFS-gagnagrunni Alþjóðgjaldeyrissjóðsins (sjá rammagrein 4 í PM 2016/2). Skyggt svæði sýnir grunnspá PM 2017/1 fyrir 2017-2019. Heimildir: Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Lane og Milesi-Ferretti (2007), Macrobond, Seðlabanki Íslands.

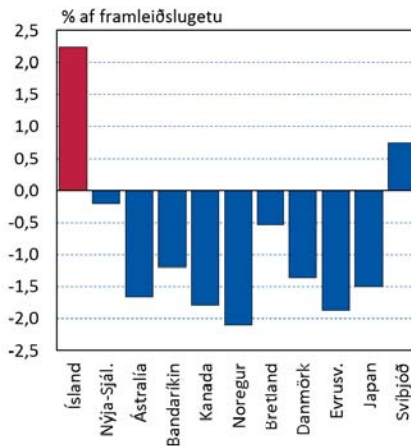
# Hvað með peningastefnuna?

- Afar takmarkað hvað peningastefnan getur gert við kerfisbreytingu á samsetningu útflutnings og hækkun jafnvægisgengis – hennar verkefni er að tryggja verðstöðugleika sem hefur tekist undanfarin ár ... þrátt fyrir mikla spennu í þjóðarbúskapnum
- Allt aðrar aðstæður en í nágrannaríkjunum þar sem enn er mikill slaki og verðbólguvæntingar hafa leitað undir markmið

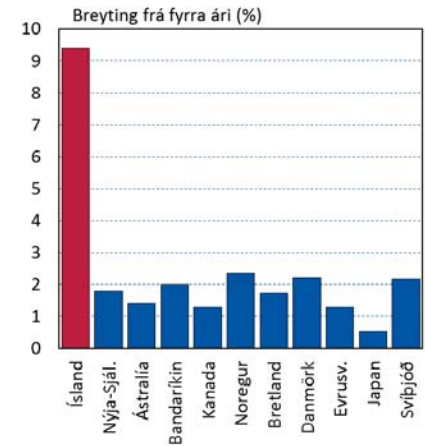
Meginvextir seðlabanka nokkurra þróaðra ríkja<sup>1</sup>



Framleiðsluspenna í nokkrum þróuðum ríkjum 2016<sup>2</sup>



Launahækkunir í nokkrum þróuðum ríkjum 2016<sup>3</sup>

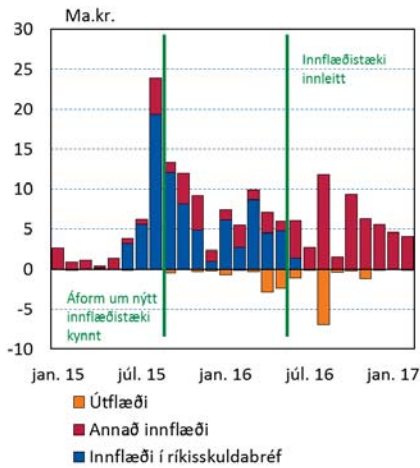


1. Nýjustu gildi meginvaxta nokkurra seðlabanka. 2. Mat á framleiðsluspennu 2016 frá OECD (*Global Economic Outlook*, nóvember 2016) fyrir öll lönd fyrir utan Ísland (*Peningamála* 2017/1), Japan (Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn, *World Economic Outlook*, október 2016) og Nýja-Sjáland (*Monetary Policy Statement*, nóvember 2016). 3. Nafnlaunahækkunir 2016 frá OECD (*Global Economic Outlook*, nóvember 2016) fyrir öll lönd fyrir utan Ísland og Nýja-Sjáland (*Monetary Policy Statement*, nóvember 2016). Heimildir: Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, OECD, Seðlabanki Nýja-Sjálands, Seðlabanki Íslands.

# Hvað með peningastefnuna? (frh.)

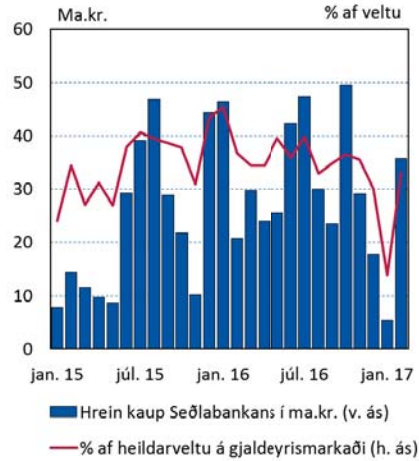
- Ekki merki um að óstöðugt fjármagnsinnflæði í formi vaxtamunaviðskipta hafi þrýst upp gengi krónunnar
- Seðlabankinn hefur þar að auki lagt gegn gengishækkun með verulegum gjaldeyriskaupum
- Og bara að lokum: raungengi getur líka hækkað mikið án þess að það tengist innlendri peningastefnu – sbr. reynsla frá 2001-07

Fjármagnsflæði vegna nýfjárfestinga<sup>1</sup>  
Janúar 2015 - febrúar 2017

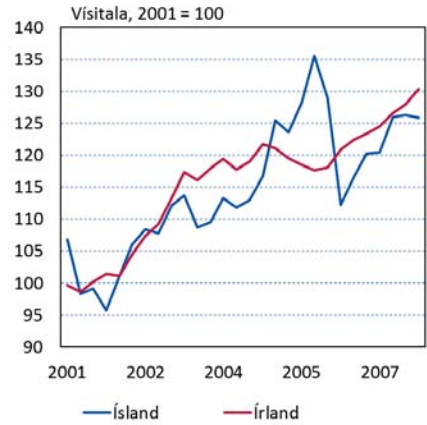


1. Fjármagnsflæði vegna skráðra nýfjárfestinga.  
Heimildir: Alþjóðagreiðslubankinn í Basel, Seðlabanki Íslands.

Gjaldeyriskaup Seðlabankans  
Janúar 2015 - febrúar 2017



Raungengisþróun á Íslandi og Írlandi  
1. ársfj. 2001 - 4. ársfj. 2007







27. mars 2001

## Yfirlýsing um verðbólguþol og breytta gengisstefnu

Í dag undirrituðu forsætisráðherra og bankastjórn Seðlabanka Íslands yfirlýsingu um breytingar á fyrirkomulagi stjórnar peningamála á Íslandi og er hún svohljóðandi:

Ríkisstjórn Íslands og Seðlabanki Íslands hafa ákveðið eftirfarandi breytingar á fyrirkomulagi stjórnar peningamála á Íslandi sem taka gildi 28. mars 2001:

- (1) Meginmarkmið stjórnar peningamála verður stöðugleiki í verðlagsmálum, eins og hann er skilgreindur hér að neðan. Seðlabankanum ber þó einnig að stuðla að fjármálalegum stöðugleika og framgangi meginmarkmiða efnahagsstefnu ríkisstjórnarinnar að svo miklu leyti sem hann telur það ekki ganga gegn meginmarkmiði hans um verðstöðugleika.
- (2) Í stað þess að miða peningastefnuna við að halda gengi krónunnar innan vikmarka mun Seðlabankinn hér eftir miða hana við að halda verðbólgu innan ákveðinna marka sem nánar eru tilgreind hér að neðan.
- (3) Með ofangreindri breytingu eru núverandi vikmörk gengis íslensku krónunnar afnumin. Gengið mun þó áfram verða mikilvæg viðmiðun peningastefnunnar.
- (4) Ríkisstjórnin veitir Seðlabankanum fullt svigrúm til að beita stjórnartækjum sínum í því skyni að ná verðbólguþoli sínu.
- (5) Síðar í þessari viku mun ríkisstjórnin leggja fram frumvarp til laga um Seðlabanka Íslands sem felur í sér að lögfestar verða ofangreindar ákvarðanir um stöðugleika í verðlagsmálum sem meginmarkmið peningastefnunnar og um sjálfstæði Seðlabankans til að beita stjórnartækjum sínum.
- (6) Verðbólguþol Seðlabankans mun miðast við 12 mánaða breytingu vísitölu neysluverðs eins og hún er nú reiknuð af Hagstofu Íslands. Þá verður þess farið á leit við Hagstofuna að hún reikni eina eða fleiri vísitölur sem nota má til að meta undirliggjandi verðlagsþróun, eins og nánar verður samið um á milli Hagstofunnar og Seðlabanka Íslands. Seðlabankinn mun hafa hliðsjón af slíkum vísitölum við mat á stöðu verðlagsmála og framkvæmd peningastefnunnar.
- (7) Seðlabankinn mun stefna að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á 12 mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%.
- (8) Víki verðbólga meira en ±1½% frá settu marki ber bankanum að ná verðbólgu svo fljótt sem auðið er inn fyrir þau mörk að nýju. Jafnframt ber bankanum að senda greinargerð til ríkisstjórnar þar sem fram kemur hver ástæða frávikanna er, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hve langan tíma hann telur það taka að ná verðbólguþolinu að nýju. Greinargerð bankans verður birt opinberlega.

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

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

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

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

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