



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, maí 2016

Birt: 25. maí 2016

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 lögina 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 4. og 10. maí 2016, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 11. 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 vaxtaákvörðuninni 16. mars, eins og þær birtust í nýrri spá og óvissumati í *Peningamálum* 2016/2 hinn 11. maí.

### Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar hafði hækkað um 0,9% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu frá marsfundi nefndarinnar, um 3,3% gagnvart Bandaríkjadal, 0,5% gagnvart evru og 1,2% gagnvart bresku pundi. Hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu 330 milljónum evra (46,4 ma.kr.) á milli funda eða sem nemur um 55% af veltu á gjaldeyrismarkaði. Það sem af er ári hafa hrein kaup bankans numið um 889 milljónum evra (125,5 ma.kr.).

Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði með krónur voru sem fyrr í neðri hluta vaxtagangsins nálægt meginvöxtum bankans. Velta á millibankamarkaði nam 10 ma.kr. frá síðasta fundi sem er töluvert minni velta en á sama tíma í fyrra.

Miðað við raunvexti Seðlabankans hafði taumhald peningastefnunnar lítið breyst frá því rétt eftir síðustu vaxtaákvörðun nefndarinnar. Raunvextir bankans voru 2,8% fyrir maifundinn miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum. Vextirnir hækkuðu hins vegar um 0,6 prósentur frá marsfundinum miðað við liðna ársverðbólgu og voru 4,1%.

Nýfjárfesting erlendra aðila á skuldabréfamarkaði jókst það sem af er ári eftir að dregið hafði úr henni undir lok síðasta árs. Sem fyrr var fjárfestingin að mestu leyti bundin við óverðtryggð ríkisbréf. Hún nam um 24,3 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum þessa árs, samanborið við um 54,1 ma.kr. á árinu 2015. Þrátt fyrir aukið innstreymi hefur ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði haldist tiltölulega stöðug ólíkt þróun síðasta árs þegar hún lækkaði töluvert, einkum á löngum óverðtryggðum ríkisbréfum. Krafa óverðtryggðra ríkisbréfa var svipuð á fundi nefndarinnar í maí og hún hafði verið á marsfundinum eða um 5,9-6% líkt og krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa sem mældist 2,8-3%. Þrátt fyrir að peningastefnunefnd hafi lýst því yfir að líklega þurfi að hækka vexti frekar hefur vaxtaferill óverðtryggðra ríkisbréfa verið nánast flatur. Nokkrir hnökrar eru því enn á miðlun peningastefnunnar vegna fjármagnsinnstreymis á skuldabréfamarkað þótt eitthvað virðist hafa dregið úr áhrifum fjármagnsinnstreymisins á innlenda vaxtaþróun.

Vextir óverðtryggðra og verðtryggðra inn- og útlána stóru viðskiptabankanna voru nánast óbreyttir frá marsfundinum líkt og meðaltal húsnæðislánavaxta lífeyrissjóða.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands hafði í meginatriðum haldist svipað á milli funda. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs hafði hækkað lítillega og mældist tæplega 1,1% á maífundinum. Áhættuálag, mælt sem vaxtamunur á evruútgáfu Ríkissjóðs Íslands og sambærilegu bréfi ríkissjóðs Þýskalands, hafði lítið breyst og mældist enn 1½ prósentu en sambærilegur vaxtamunur miðað við Bandaríkin hafði hins vegar aukist um 0,3 prósentu, í 1,9 prósentu.

Greiningardeildir fjármálafrýrtækja væntu allar óbreyttra nafnvaxta í maí og vísuðu m.a. til þess að lítið hefði gerst frá síðasta fundi nefndarinnar sem ætti að kalla á breytingu vaxta.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 6,1% milli ára á fyrsta fjórðungi þessa árs sé leiðrétt fyrir innlánnum innlánsstofnana í slitameðferð sem er svipaður ársvöxtur og var meginhluta síðasta árs. Heildarstofn útlána innlánsstofnana, Íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða til innlendra aðila dróst hins vegar saman um ½% yfir sama tímabil en jókst um tæplega 1% sé leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda. Vöxturinn skýrist að mestu leyti af auknum útlánnum fyrirtækja en útlán til heimila jukust þó einnig lítillega á milli ára sé leiðrétt fyrir fyrrgreindum aðgerðum stjórnvalda. Umsvif lífeyrissjóða á húsnæðislánamarkaðnum hafa aukist að undanfögnu samhliða rýmkun lántökuskilyrða, hagstæðari vaxtakjörum og fjölbreyttari lánaformum. Umsvif þeirra eru hins vegar enn sem komið er tiltölulega lítil og hlutdeild sjóðfélagalána í hreinni eign sjóðanna er enn sögulega lág.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði á fundi nefndarinnar í maí lækkað um 1,3% á milli funda en hækkað um 0,4% frá áramótum. Velta á aðalmarkaði var rúmlega 190 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins eða um 85% meiri en á sama tímabili í fyrra.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáði í apríl að heimshagvöxtur yrði svipaður í ár og í fyrra eða 3,2% en sjóðurinn endurskoðaði spána frá því í janúar niður um 0,2 prósentu. Sjóðurinn endurskoðaði spá sína um vöxt alþjóðaviðskipta fyrir þetta og næsta ár einnig niður á við. Á sama hátt eru horfur um hagvöxt í iðn- og nýmarkaðsríkjunum í ár og á næsta ári verri en spáð var í janúar. Horfur um hagvöxt í Bandaríkjunum, Bretlandi og á evrusvæðinu eru heldur verri fyrir þetta og næsta ár en gert var ráð fyrir í janúar. Spá sjóðsins um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands er 0,2 prósentu lægri í ár eða 1,7%. Sjóðurinn gerir jafnframt ráð fyrir minni verðbólgu í iðnríkjunum en meiri í nýmarkaðsríkjum á spátímanum en í janúar. Talið

er að verðbólga í helstu viðskiptalöndum verði 1% í ár sem er 0,4 prósentum minni verðbólga en gert var ráð fyrir í októberspá sjóðsins.

Halli af vöruskiptum Íslands nam 31,7 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra var vöruskiptajöfnuður jákvæður um 7,4 ma.kr. Verðmæti útflutnings dróst saman um 13% frá sama tímabili í fyrra mælt á föstu gengi en verðmæti innflutnings jókst um 6,2%. Útflutningsverðmæti iðnaðarvara dróst saman um 21% og útflutningsverðmæti sjávarafurða um tæplega 7% frá sama tíma í fyrra. Aukið verðmæti innflutnings skýrist að mestu leyti af um 28% aukningu í verðmæti bæði flutningatækja og fjárfestingarvara. Einnig jókst verðmæti „annarrar“ neysluvöru um rúmlega fimmtung frá fyrra ári.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 0,8% milli mánaða í apríl en um 10,1% milli ára. Árshækkunina má að mestu leyti rekja til 9% hækkunar nafngengis krónunnar en verðbólga hér á landi var 0,9 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð hækkaði álverð um rúmlega 2% frá fundi peningastefnunefndar í mars en meðalverð í apríl var tæplega 14% lægra en fyrir ári. Verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum lækkaði um 0,5% í mars frá fyrri mánuði en hefur hækkað um 1,4% milli ára.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Launavísitalan hækkaði um 4% milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins og nam hækkun hennar frá sama fjórðungi síðasta árs 11,8% en hafa verður í huga að tvær umsamdar launahækkunir á almennum vinnumarkaði eru inni í árshækkun vísitölunnar. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna var 9,8% meiri á fjórðungnum en á sama tíma árið 2015.

Vinnuafseftirspurn jókst svipað milli ára á fyrsta ársfjórðungi og spáð var í febrúar. Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands fjölgaði heildarvinnustundum um 2,3% en gert hafði verið ráð fyrir 2,1% fjölgun. Fjölgun heildarvinnustunda stafar af 2,8% fjölgun starfandi fólks en meðalvinnutími styttest um 0,5% þar sem vinnutími yngsta aldurshópsins styttest um tæplega 4%. Atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi jókst einnig á milli ára og fólki utan vinnumarkaðar hélt áfram að fækka. Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi mældist 3,1% á fyrsta fjórðungi ársins og minnkaði um 0,4 prósentur milli fjórðunga. Tölur um atvinnuleysi sýna að langtímatvinnuleysi er nánast horfið.

Helstu vísbendingar um einkaneyslu á fyrsta ársfjórðungi benda til áframhaldandi vaxtar og að jafnvel hafi bætt í vöxtinn frá því sem var undir lok síðasta árs. Greiðslukortavelta á fjórðungnum jókst um hátt í 12% milli ára. Nýskráningum bifreiða fjölgaði um rúm 59% á fjórðungnum. Dagvöruvelta jókst einnig umtalsvert meira en á undanförunum ársfjórðungum og flestar aðrar smásöluvísitölur hækkuðu milli ára.

Væntingavísitala Gallup mældist 131,1 stig í apríl og hækkaði um 7,1 stig milli mánaða og um tæp 47 stig milli ára. Þetta er hæsta gildi vísitölunnar frá október 2007. Mat neytenda á núverandi ástandi hefur í síðustu tveimur mælingum mælst hærra en væntingar til næstu sex mánaða en svo hefur ekki verið frá því snemma árs 2008.

Stefnumörkun ríkisstjórnarinnar fyrir árin 2017-2021 var lögð fyrir Alþingi í lok apríl með tillögum til þingsályktana um annars vegar fjármálastefnu og hins vegar fjármálaáætlun. Samkvæmt þingsályktun um fjármálastefnu minnkar afgangur á frumjöfnuði ríkissjóðs á tímabilinu 2017-2021 á sama tíma og gert er ráð fyrir minnkandi framleiðsluspennu. Gangi það eftir yrði aðhaldsstigið í námunda við það að vera hlutlaust. Samkvæmt fjármálaáætluninni er hins vegar lítillega aukið aðhald árið 2018 þegar gert er ráð fyrir að afgangur á frumjöfnuði

ríkissjóðs vaxi. Eftir það minnkar afgangurinn um tæpa 1 prósentu fram til ársins 2021 en miðað við þessar forsendur fer nærri að aðhaldsstigið sé hlutlaust vegna minnkandi framleiðsluspennu á tímabilinu.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok apríl, lækkaði um 0,4% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en hækkaði um 6,5% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,3% milli mánaða í mars þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og um 7,4% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 1,7% milli ára í mars. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var 1,6 mánuðir í mars samanborið við 2,5 mánuði í mars 2015.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,2% milli mánaða í apríl eftir að hafa hækkað um 0,4% í mars. Nokkur grunnáhrif voru fyrir hendi í mars þar sem vísitala neysluverðs hækkaði töluvert milli mánaða í mars 2015 eða um 1%. Ársverðbólga hafði því hjaðnað nokkuð frá síðasta fundi peningastefnunefndar eða um 0,6 prósentur og mældist 1,6% í apríl. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hækkaði um 0,1% milli mánaða í apríl og var verðbólga á þann mælikvarða 0,2%. Undirliggjandi verðbólga miðað við kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa hafði einnig hjaðnað frá marsfundi nefndarinnar og var 1,9%. Tölfræðilegir mælikvarðar benda til þess að undirliggjandi verðbólga sé á bilinu 1½-3½%.

Helsti áhrifapáttur í apríl var hækkun húsnæðisliðarins ásamt hækkun bensínverðs. Einnig hafði hækkun matvöruverðs nokkur áhrif. Verð á símaþjónustu lækkaði í apríl sem og flestir tólmstunda- og afþreyingarliðir. Verð almennrar þjónustu var á heildina litið óbreytt milli mánaða og hefur hækkað um 1,8% sl. tólf mánuði. Áhrif af afnámi tolla á fatnaði og skóm í ársbyrjun hafa verið minni en vænta mátti en verð á þessum undirlið hefur einungis lækkað um 3% sl. tólf mánuði þrátt fyrir afnám tolla og gengishækkun krónunnar. Ljóst er að ástæðu þess má að nokkru leyti rekja til hækkunar á innlendum kostnaðarpáttum undanfarið ár.

Samkvæmt könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í byrjun maí væntu þeir að verðbólga yrði 3,2% eftir eitt ár, sem er 0,2 prósentum meira en í síðustu könnun í febrúar sl. Væntingar þeirra um ársverðbólgu eftir tvö ár námu 3,4% eða svipað og í febrúar. Verðbólguvæntingar þeirra til langs tíma hafa hækkað lítillega frá síðustu könnun en verið svipaðar undanfarið ár. Þeir búast við að verðbólga verði að meðaltali 3,5% á næstu tíu árum sem er 0,2 prósentum hærra en þeir væntu í febrúar. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára mælist heldur lægra en væntingar markaðsaðila og var að meðaltali um 3% í apríl eða svipað og verið hefur undanfarna mánuði.

Samkvæmt spánni sem birt var í *Peningamállum* 11. maí 2016 er talið að verðbólga muni aukast þegar áhrif hærra gengis og innfluttra þátta taka að fjara út. Hversu hratt það verður ræðst af tímasetningu og umfangi viðsnúnings í innfluttri verðbólgu. Verðbólga var í takt við febrúarspána á fyrsta fjórðungi ársins og var 1,9% að meðaltali. Verðhjöldun innfluttrar vöru og þjónustu hefur vegið á móti innlendum verðbólguþrýstingi, sem birtist m.a. í aukinni framleiðsluspennu og miklum launahækkunum. Gert er ráð fyrir að verðbólga verði komin í 3% á síðasta fjórðungi ársins, en verði orðin u.þ.b. 4½% á seinni hluta næsta árs en taki síðan að þokast að markmiði á ný fyrir tilstilli aðhaldssamrar peningastefnu. Horfur eru svipaðar í ár og spáð var í febrúar en búist er við að verðbólga verði meiri á seinni hluta næsta árs og framan af árinu 2018. Skýrist munurinn af því að nú eru horfur á meiri vexti efnahagssumsvifa en þá var gert ráð fyrir. Mikill viðskiptakjarabati undanfarin ár er hins vegar talinn hafa aukið svigrúm fyrirtækja til að mæta kostnaðarhækkunum vegna launahækkana. Að sama skapi virðist peningastefnan skapa verðbólguvæntingum traustari kjölfestu en áður sem kemur fram í því að verðbólga eykst ekki eins mikið í kjölfar launahækkana eins og ætla mátti út frá sögulegri reynslu.

Í helstu viðskiptalöndum Íslands mældist 1,8% hagvöxtur í fyrra en talið er að heldur hægi á hagvexti í ár og að hann verði 1,6% í stað 1,9% í febrúarspá bankans. Spáð er að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði um 2% á næstu tveimur árum. Hagvaxtarhorfur fyrir allt spátímabilið hafa því versnað frá því í febrúar og óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum aukist á ný.

Viðskiptakjör bötnuðu um tæplega 7% í fyrra og hafa batnað um ríflega 10% á undanförunum tveimur árum, sem er meiri viðskiptakjarabati en orðið hefur meðal annarra þróaðra ríkja. Gert er ráð fyrir að viðskiptakjör batni enn frekar í ár en rýrni lítillaga á næstu tveimur árum þegar alþjóðlegt olíuverð tekur að hækka á ný og sjávarafurðaverð að lækka lítillaga eftir verulega hækkun undanfarin ár.

Samkvæmt spánni eru horfur á meiri vexti útflutnings í ár en spáð var í febrúar þrátt fyrir hækkun raungengis og spár um hægari alþjóðlegan hagvöxt. Skýrast betri horfur helst af enn kröftugri vexti þjónustuútflutnings en einnig benda upplýsingar frá útflytjendum til þess að útflutningur ýmissar iðnaðarvöru muni vaxa meira í ár en horfur voru á í febrúar. Líkt og í febrúar er talið að heldur hægi á útflutningsvextinum á næstu tveimur árum.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var hagvöxtur 4% í fyrra en í febrúarhefti *Peningamála* var gert ráð fyrir 4,1% vexti. Horfur eru á að hagvöxtur sæki enn frekar í sig veðrið og verði 4,5% í ár. Leggst þar á eitt ör vöxtur innlendar eftirspurnar og kröftugur útflutningsvöxtur þótt framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar sé neikvætt þriðja árið í röð enda vísbendingar um mikinn vöxt innflutnings, m.a. vegna töluverðs innflutnings skipa og flugvéla í ár. Hagvaxtarhorfur fyrir næsta ár hafa einnig breyst nokkuð. Nú er talið að hagvöxtur verði 4% en gert hafði verið ráð fyrir 3,4% hagvexti í febrúarspánni. Hagvöxtur verður líkt og áður drifinn áfram af vexti innlendar eftirspurnar, sérstaklega einkaneyslu. Gangi spáin eftir yrði næsta ár þriðja árið í röð þar sem hagvöxtur mælist 4% eða meiri. Svo mikill hagvöxtur er langt umfram langtímahagvaxtargetu þjóðarbúsins og óhjákvæmilegt að nokkuð hægi á hagvexti á næstu árum að öðru óbreyttu. Samkvæmt spánni hægir því á hagvexti árið 2018.

Mikill kraftur er einnig á innlendum vinnumarkaði. Heildarvinnustundum fjölgaði um 2,3% milli ára á fyrsta fjórðungi þessa árs. Atvinnuþátttaka mælist nú næstum 83% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og er orðin svipuð og hún var mest í byrjun árs 2007. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 3,1% á fjórðungnum. Atvinnuleysi er því líklega orðið minna en ætla má að samræmist verðstöðugleika en búist er við að það verði 3,3% á árinu í heild. Aðrar vísbendingar af vinnumarkaði hníga í sömu átt. Gert er ráð fyrir að heildarvinnustundum fjölgi um 3% í ár og eru horfur á meiri fjölgun á næsta ári í takt við bættar hagvaxtarhorfur. Hlutfall starfandi heldur áfram að hækka og nær hámarki í tæplega 81% á næsta ári en það fór hæst í 81,5% árið 2007. Áfram er gert ráð fyrir því að framleiðnivöxtur verði um 1% á ári að meðaltali á spátímanum. Er það nokkuð undir sögulegu meðaltali en í takt við meðalframleiðnivöxt sl. tíu ára.

Launahækkunarir eru eftir sem áður helsta ástæða vaxandi verðbólguþrýstings, bæði beint í gegnum kostnaðarhækkunarir fyrirtækja og óbeint í gegnum aukna eftirspurn og vaxandi framleiðsluspennu. Talið er að launakostnaður á framleidda einingu hafi hækkað heldur minna í fyrra en áður var talið en að hækkunin í ár verði tæplega 10% og að meðaltali um 6½% á spátímanum sem er langt umfram það sem getur samrýmst verðbólguþrýstingsi til lengri tíma litið.

Samhliða því að búist er við meiri hagvexti í ár og á næsta ári en spáð var í febrúar er talið að framleiðsluspennan verði heldur meiri í ár. Búist er við að hún nái hámarki í ár í 2½% af

framleiðslugetu sem er um ½ prósentu meiri spenna en gert var ráð fyrir í febrúar. Samkvæmt spánni tekur hún að minnka á ný á næsta ári.

Grunnspáin felur í sér mat á líklegustu framvindu efnahagsmála næstu þrjú árin. Hún byggist á spám og forsendum um þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarbúskapar og mati á virkni markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Óvissuþættirnir sem fjallað er um í máíhefti *Peningamála* undirstrika að verðbólguhorfur til næstu þriggja ára gætu hæglega breyst frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Verðbólguþrýstingur gæti verið vanmetinn sem að öðru óbreyttu myndi kalla á hærra vaxtastig en felst í grunnspánni til að halda verðbólgu í markmiði. Meðal orsakapátta slíks frávíks gæti t.d. verið að eftirspurnaráhrif nýgerðra kjarasamninga og örvunaraðgerða stjórnvalda séu vanmetin eða ef fyrirtæki eiga erfiðara með að taka á sig miklar kostnaðarhækkningar í kjölfar kjarasamninganna en grunnspáin felur í sér. Þá gæti verðbólga verið vanmetin ef húsnæðisverð hækkar enn meira en gert er ráð fyrir eða ef gengi krónunnar lækkar. Verðbólga gæti einnig reynst þrálátari en spáð er ef kjölfesta verðbólguvæntinga reynist veikari en gert er ráð fyrir. Þá gæti slaknað enn meira á taumhaldi ríkisfjármála sérstaklega í ljósi þess að alþingiskosningar eru framundan. Þótt miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn hafi heldur lagast undanfarið er þessi farvegur stefnunnar enn ekki að fullu virkur og því gæti orðið erfiðara fyrir peningastefnuna að halda aftur af innlendri eftirspurn en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Verðbólga gæti einnig verið ofmetin í spánni. Verðbólga gæti t.d. orðið minni en spáð er ef alþjóðlegar efnahagshorfur versna enn frekar eða ef alþjóðlegt hrá- og olíuverð verður lægra en spáin gerir ráð fyrir. Gengi krónunnar gæti einnig hækkað enn frekar og svigrúm fyrirtækja til að taka á sig aukinn kostnað gæti verið vanmetið. Þá gæti framleiðnivöxtur, sem er lítill í sögulegu samhengi, einnig verið vanmetinn en það myndi draga úr verðbólguáhrifum nýlegra launahækkana.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri skýrði peningastefnunefndinni frá stöðu vinnu vegna sérstakra stýritækja til að hafa áhrif á fjármagnsflæði tengt mögulegum vaxtamunarviðskiptum. Hann upplýsti nefndina einnig um gang mála í tengslum við áætlun stjórnvalda og Seðlabanka Íslands um losun fjármagnshafta m.a. fyrirhugað útboð vegna svokallaðra aflandskróna.

Nefndarmenn töldu ekki tímabært að hreyfa bindiskylduna þar sem útboð vegna aflandskróna myndi fara fram eftir næsta fund nefndarinnar og uppgjör enn síðar. Nefndin hafði ákveðið á fundi sínum í desember sl. að hún skyldi að öðru óbreyttu lækkuð á ný í 2% í tengslum við útboðið.

Nefndin fjallaði um nýlega skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika*, stöðu fjármálastofnana, áhættu fjármálakerfisins í tengslum við losun fjármagnshafta og framvinduna við endurskipulagningu skulda einkageirans.

Nefndin fjallaði einnig um meginatriði stefnumörkunar ríkisstjórnarinnar í ríkisfjármálum fyrir árin 2017-2021 eins og hún kemur fram í tillögum til þingsályktana um annars vegar fjármálastefnu og hins vegar fjármálaáætlun sem lagðar voru fyrir Alþingi í lok apríl.

Nefndarmenn ræddu um það hvort þróunin frá síðasta fundi hefði breytt mati hennar á því hvort taumhald peningastefnunnar væri hæfilegt og hvort horfurnar hefðu breyst, en á fundinum hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum í ljósi betri nærhorfa þótt hún teldi líklegt að auka þyrfti aðhald peningastefnunnar á næstu misserum.

Nefndin tók í því sambandi mið af nýrri spá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 11. maí. Voru nefndarmenn sammála því mati sem felst í spánni að krafturinn í þjóðarbúskapnum væri heldur meiri en áður var talið, en samkvæmt spánni eru horfur á að hagvöxtur verði meiri á spátímanum en spáð var í febrúar.

Nefndarmenn voru einnig sammála um að slaki á vinnumarkaði væri líklega horfinn en þar birtist vöxturinn í örri fjölgun starfa, vaxandi atvinnuþátttöku og minnkandi atvinnuleysi. Auk þess væri langtímaatvinnuleysi nánast horfið og erfiðara fyrir fyrirtæki að ráða í laus störf en verið hefur um langt skeið.

Að mati nefndarinnar bentu flestar vísbendingar til þess að vöxturinn í þjóðarbúskapnum væri nokkuð umfram hagvaxtargetu þjóðarbúsins. Töldu þeir líklegt að á einhverjum tímapunkti myndi hægja á vextinum en samkvæmt spánni er gert ráð fyrir að það verði ekki fyrir en 2018.

Verðbólga mældist 1,6% í apríl, svipuð og hún var fyrir ári. Að mati nefndarmanna er ástæða þess að verðbólga er enn vel undir verðbólgu markmiði þrátt fyrir vaxandi spennu í þjóðarbúskapnum og miklar launahækkningar sýna að gengishækkun krónunnar, lækkingu olíu- og annars hrávöruverðs, mjög lítil verðbólga í helstu viðskiptalöndum og viðskiptakjarabati hefur hingað til nægt til að vega á móti. Nefndarmenn voru sammála um að útlit væri fyrir, að öðru óbreyttu, að verðbólga yrði undir markmiði fram eftir ári en töldu líklegt að hún myndi aukast þegar innflutningsverðlag hætti að lækka. Nefndarmenn veittu því athygli að samkvæmt spá Seðlabankans verður verðbólga heldur meiri en bankinn spáði í febrúar þar sem nú eru horfur á meiri vexti efnahagssumsvifa en þá var gert ráð fyrir.

Eins og á undanförunum fundum ræddi nefndin ástæður þess að áhrif mikilla launahækkana á innlenda verðbólgu hefðu ekki orðið meiri en raun ber vitni. Sem fyrr voru nefndarmenn sammála um að verulegur viðskiptakjarabati að undanförunu gerði fyrirtækjum líklega kleift að taka á sig kostnaðarhækkningar í stað þess að velta þeim út í verðlag. Einnig töldu þeir líklegt að sveigjanleiki á vinnumarkaði hefði aukist þar sem vinnuafli væri nú í auknum mæli flutt til landsins þegar skortur væri á starfsfólki í stað þess að atvinnurekendur kepptu um starfsfólk með yfirboðum í launum. Jafnframt voru nefndarmenn sammála um að það að verðbólga hefði aukist minna en vænta mátti í kjölfar mikilla launahækkana benti til þess að trúverðugleiki peningastefnunnar hafi aukist.

Nefndin ræddi einnig niðurstöður nýlegs mats á jafnvægisraungenginu sem bendir til þess að hækkun raungengis undanfarið megi að töluverðu leyti rekja til aðlögunar þess að hærra jafnvægisraungengi. Í því sambandi var bent á að til lengri tíma litið þyrfti Seðlabankinn að varast að reyna að hindra eðlilega aðlögun raungengisins að hærra jafnvægisgildi. Bent var á að markmiðið með gjaldeyriskaupum Seðlabankans væri við venjulegar aðstæður að vinna gegn óhóflegum sveiflum í gengi krónunnar og við vissar aðstæður að vinna gegn fráviki gengis frá jafnvægisgengi. Nú væri markmiðið einnig að byggja upp gjaldeyrisforða í aðdraganda losunar fjármagnshafta. Við fyrirhugað útboð vegna svokallaðra aflandskróna yrðu ákveðin kaflaskil hvað það snerti og staðan yrði endurmetin í aðdraganda losunar fjármagnshafta á innlenda aðila.

Enginn nefndarmaður taldi ástæðu til að breyta vöxtum að þessu sinni. Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 5,75%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 5,5%, vextir af lánnum gegn veði til sjö daga 6,5% og daglánavextir 7,5%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndin var sammála um að alþjóðleg verðlagsþróun og sterkari króna hefðu veitt svigrúm til að hækka vexti hæggar en áður var talið nauðsynlegt. Að sama skapi taldi nefndin vísbendingar

vera um að peningastefnan hafi skapað verðbólguvæntingum traustari kjölfestu en áður og stuðlað að því að verðbólga hefur aukist minna en vænta mátti í kjölfar mikilla launahækkana. Það breytti því hins vegar ekki að mati nefndarmanna að miðað við maíspá Seðlabankans væri líklegt að auka þurfi aðhald peningastefnunnar frekar á næstu misserum í ljósi vaxandi innlends verðbólguþrýstings. Hve mikið og hve hratt það gerist réðist af framvindunni.

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 miðvikudaginn 1. júní 2016.