



*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 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 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 þjófbarbúskap 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.

Raungengi 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 virðisaukaskattsþrepinu 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%.

Árstíðarleiðrétt 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 *Peningamálum*. 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 spátímam 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 spátímann. 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 vinnuafls, 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 fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunnar verður birt 14. júní 2017.