



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, nóvember 2016

Birt: 30. nóvember 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 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 14. og 15. nóvember 2016, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 16. nóvember 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 þjóðarþúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 5. október eins og þær birtust í nýrri spá og óvissumati í *Peningamálum* 2016/4 hinn 16. nóvember.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar hafði hækkað um 4,6% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu frá októberfundi nefndarinnar, um 4,9% gagnvart evru, 4,1% gagnvart bresku pundi og um 1,4% gagnvart Bandaríkjadal. Hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu 475 milljónum evra (59,4 ma.kr.) á milli funda og var hlutdeild hans á markaðnum um 54,4% af veltu. Það sem af er ári hafa hrein gjaldeyriskaup bankans numið 2.618 milljónum evra (353,6 ma.kr.) en frá því í ágúst hefur bankinn keypt minna af innstreymi á gjaldeyrismarkað en hann gerði fyrr á árinu.

Vextir á millibankamarkaði með krónur höfðu þróast í takt við meginvexti bankans á milli funda og velta verið nokkur. Taumhald peningastefnunnar hafði styrkst lítillega miðað við raunvexti Seðlabankans frá því á fundi nefndarinnar í október. Raunvextir bankans miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum höfðu hækkað um 0,2 prósentur milli funda og voru 3,0%.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa og verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði lítið breyst milli funda nefndarinnar.

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

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands hafði lítið breyst á milli funda. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs mældist 0,9% og áhættuálag mælt sem vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs og sambærilegu þýsku bréfi var 1,1 prósentu en sambærilegur vaxtamunur gagnvart Bandaríkjunum hafði hins vegar minnkað um 0,2 prósentu á milli funda og var 0,9 prósentu. Vaxtamunur gagnvart Bandaríkjunum og Þýskalandi hefur ekki verið jafn lítill frá útgáfu bréfa ríkissjóðs árin 2012 og 2014.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu ýmist óbreyttra nafnvaxta eða 0,25 prósentna lækkunar að þessu sinni. Þeir voru hins vegar sammála um að tvísýnt væri um vaxtaákvörðunina þar sem ólíkir þættir toguðust á. Vísuðu þeir annars vegar til þess að töluverð spenna væri í þjóðarþúskapnum sem kallaði á óbreytt taumhald en bentu hins vegar á að verðbólguhorfur hefðu batnað vegna hækkunar gengis krónunnar sem gæti haft í för með sér að slakað yrði á taumhaldinu.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 2,8% milli ára á þriðja ársfjórðungi sé leiðrétt fyrir innlánnum innlánsstofnana í slitameðferð, sem er svipaður vöxtur og á öðrum ársfjórðungi en heldur hægari ársvöxtur en var á fjórum ársfjórðungum þar á undan. Umframlausafé innlánsstofnana í Seðlabankanum, þ.e. innstæður þeirra á viðskiptareikningi í bankanum umfram álagða bindiskyldu, hefur haldist tiltölulega stöðugt en seðlar og mynt í umferð hafa aukist í takt við fjölgun erlendra ferðamanna í landinu.

Leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda jókst heildarstofn útlána lánakerfisins til innlendra aðila um 1,8% að nafnvirði milli ára á þriðja fjórðungi ársins en um tæplega 3% sé tekið tillit til áhrifa gengisbreytinga á stofn lána í erlendum gjaldmiðlum. Sem fyrr skýrist vöxturinn að mestu leyti af auknum útlánnum til atvinnufyrirtækja. Útlán lífeyrissjóða til heimila hafa aukist töluvert undanfarið ár og jókst stofn sjóðfélagalána um fjórðung milli ára á þriðja fjórðungi ársins. Hlutdeild þeirra í heildarútlánaaukningu til heimila er orðin svipuð og hjá innlánsstofnunum. Á móti hefur stofn útlána Íbúðalánasjóðs áfram dregist saman og samanlögð útlánaaukning lánakerfis til heimila er því enn tiltölulega hófleg þrátt fyrir töluverðan vöxt innlendra eftirspurnar.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði lækkað um 2,2% á milli funda og um tæp 10% frá áramótum. Velta á aðalmarkaði var rúmlega 480 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum ársins eða um helmingi meiri en á sama tímabili í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Halli af vöruviðskiptum Íslands nam 82,2 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra var 25,3 ma.kr. halli. Verðmæti útflutnings dróst saman um 4,8% á föstu gengi en verðmæti innflutnings jókst um 7,7%. Minni útflutningur skýrist einkum af 11,5% samdrætti útflutnings iðnaðarvöru. Vöxtur innflutnings stafar einkum af því að innflutningur flutningatækja jókst um 37% frá sama tíma í fyrra, innflutningur „annarrar“ neysluvöru um fimmtung og innflutningur fjárfestingarvöru um 14%.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð hækkaði álverð um 3,4% frá fundi peningastefnunefndar í október og var meðalverð í október 9,2% hærra en fyrir ári. Verð sjávarafurða í erlendum

gjaldmiðlum lækkaði hins vegar um 0,6% milli mánaða í september en hafði hækkað um 6% milli ára.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hefur hækkað í hverjum mánuði frá því í desember 2015 og var 95 stig í október og því tæplega 17% hærra en 25 ára meðaltal þess. Á fyrstu tíu mánuðum ársins nam hækkunin 11,4% frá sama tíma í fyrra. Hana má fyrst og fremst rekja til hækkunar nafngengis krónu um 10,5%, en verðbólga hér á landi var 0,7 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjórþarbúskapur og verðbólga

Á þriðja fjórðungi ársins hækkaði launavísitalan um 1,6% milli fjórðunga og um 11% frá fyrra ári en kaupmáttur launa jókst um 8,5% milli ára.

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar fyrir þriðja ársfjórðung fjölgaði heildarvinnustundum um 3,2% frá fyrra ári, eins og gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Fjölgun heildarvinnustunda má rekja til þess að starfandi fólki fjölgaði um 4,5% en á móti styttist meðalvinnuvikan um 1,2%.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 3,1% á þriðja fjórðungi ársins og minnkaði um eina prósentu milli ára. Atvinnuþátttaka jókst um ríflega 1 prósentu frá sama tíma í fyrra og mælist nú álíka há og hún var mest snemma árs 2007.

Helstu vísbendingar um einkaneyslu benda til að áframhaldandi kröftugur vöxtur hafi verið á þriðja ársfjórðungi. Greiðslukortavelta jókst um rúm 11% milli ára og nýskráðum bifreiðum fjölgaði um rúm 41%. Dagvöruvelta jókst einnig umtalsvert á fjórðungum og aðrar smásöluvísitölur hækkuðu milli ára.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok október, hækkaði um 1,4% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar og um 12,7% milli ára. Í september hækkaði vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, um 0,3% frá fyrri mánuði þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og um 12,2% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 9,1% á fyrstu níu mánuðum ársins miðað við sama tímabil í fyrra.

Væntingavísitala Gallup mældist 144,3 stig í október og hækkaði um 12,4 stig milli mánaða og um 35,4 stig milli ára. Þetta er hæsta gildi vísitölnunnar frá júní 2007. Allar undirvísitölur hækkuðu bæði milli mánaða og á milli ára.

Vísitala neysliverðs var óbreytt milli mánaða í október en ársverðbólgan mældist 1,8%. Vísitala neysliverðs án húsnæðis hafði hins vegar lækkað um 0,5% sl. tólf mánuði. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu bentu flestir til þess að hún hafi verið óbreytt milli mánaða í október og legið á bilinu 2-2,5%.

Helsti áhrifaþáttur í október var hækkun kostnaðar vegna eigin húsnæðis en á móti vó lækkun á matvælavæði, póst- og símaþjónustu. Verð almennrar þjónustu hafði hækkað um 0,9% sl. tólf mánuði í október samanborið við 0,8% í september.

Samkvæmt könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í byrjun nóvember væntu þeir að verðbólga yrði 2,2% eftir eitt ár, sem er 0,1 prósentu minna en í síðustu könnun í ágúst sl. Væntingar þeirra um ársverðbólgu eftir tvö ár voru óbreyttar og námu 3%. Markaðsaðilar gerðu jafnframt ráð fyrir að verðbólga yrði 2,8% að meðaltali á næstu tíu árum sem er 0,2 prósentum minna en þeir væntu í ágúst. Vísbendingar um lækkun langtímaverðbólguvæntinga mátti einnig lesa úr verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði en tíu ára

álagið mældist á bilinu 2,2-2,3% það sem af var fjórða ársfjórðungi en mældist ríflega 2,5% á þriðja ársfjórðungi.

Samkvæmt spánni sem birt var í *Peningamálum* 16. nóvember 2016 mun verðbólga aukast á næstu misserum en hægar en áður var spáð. Verðbólga var 1,3% að meðaltali á þriðja fjórðungi ársins sem var svipað og gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Líkt og í ágúst er spáð aukinni verðbólgu á fjórða ársfjórðungi eða 2,1%, sem má að nokkru leyti rekja til óhagstæðra grunnáhrifa. Þegar kemur fram á næsta ár víkur nýja grunnspáin hins vegar umtalsvert frá fyrri spá bankans. Í stað þess að ná hámarki í tæplega 3¼% á fyrri hluta árs 2018 eins og spáð var í ágúst helst verðbólga á bilinu 2,5-3% út spátímann. Meginástæða minni verðbólgu er að nýja spáin byggist ekki á þeirri tæknilegu forsendu að gengi krónunnar haldist óbreytt á spátímanum heldur er gengisþróunin hluti af því sem spáð er. Að þessu sinni er spáð áframhaldandi hækkun yfir meginhluta spátímans. Að auki er spáð minni framleiðsluspennu og minni hækkun launakostnaðar á framleidda einingu.

Hagvöxtur meðal helstu viðskiptalanda hefur verið hægur um nokkurt skeið. Hann var að meðaltali um 1,6% á fyrri hluta þessa árs og samkvæmt grunnspánni verður vöxturinn svipaður á árinu í heild. Hagvaxtarhorfurnar fyrir árið í ár hafa lítið breyst frá ágústspá *Peningamála*, því að horfur á lakari hagvexti í Bandaríkjunum vega á móti heldur meiri vexti í nokkrum öðrum iðnríkjum. Horfur eru á svipuðum hagvexti á næstu tveimur árum en spáð er að hann verði kominn í 1,9% árið 2019.

Verð á útflutningsafurðum Íslendinga hefur hækkað töluvert undanfarin tvö ár í hlutfalli við útflutningsverð helstu viðskiptalanda. Viðskiptakjör hafa batnað um tæplega 10% á því tímabili og horfur eru á að þau batni um tæplega 3% til viðbótar í ár. Þrátt fyrir meiri hækkun alþjóðlegs olíuverðs og óhagstæðari verðþróun sjávar- og álafurða en vænst var í ágúst er þetta meiri bati viðskiptakjara en þá var spáð, sem má að mestu leyti rekja til hagstæðari þróunar verðlags annars inn- og útflutnings. Talið er að viðskiptakjör batni áfram lítillega á næsta ári en líkt og í ágúst er því spáð að þau rýrni lítillega á seinni hluta spátímans.

Útflutningshorfur fyrir yfirstandandi ár hafa lítið breyst frá ágústspá bankans. Grunnáhrif sem rekja má til endurskoðunar þjóðhagsreikninga í september valda því að spáð er að útflutningur vaxi tæplega 1 prósentu hægar að raunvirði en spáð var í ágúst. Minni aflaheimildir í loðnu gera það að verkum að útflutningur sjávarafurða er nú talinn munu dragast saman um 2% á næsta ári í stað þess að aukast um 3½%. Á móti vegur hins vegar að horfur eru á meiri vexti útfluttrar þjónustu og ýmissar iðnaðarvöru. Talið er að nokkuð dragi úr vexti útflutnings árin 2018-2019 í takt við hækkandi raungengi og hægan vöxt alþjóðlegra efnahagssumsvifa.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var hagvöxtur 4,1% á fyrri hluta þessa árs. Er það svipaður vöxtur og á öllu árinu í fyrra og meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans, en þá var spáð 3,6% hagvexti á fyrri hluta ársins. Talið er að hagvöxtur hafi sótt enn frekar í sig veðrið á þriðja ársfjórðungi og verið um 6¼%. Samkvæmt spánni verður vöxturinn 5% á árinu í heild, sem er áþekkur vöxtur og spáð var í ágúst. Sem fyrr leggst á eitt mikill vöxtur einkaneyslu og fjárfestingar en á móti vegur neikvætt framlag utanríkisviðskipta þrátt fyrir tæplega 8% vöxt útflutnings. Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir að hagvöxtur leiti smám saman að langtímaleitni og verði um 3% árið 2018 og 2¼% árið 2019.

Að undanskildum stöðugleikaframlögum er áætlað að hagsveifluleiðréttur frumjöfnuður versni um 1,2% af landsframleiðslu í ár. Tilslökunin bætist við slökun aðhalds í fyrra um 1,3% af landsframleiðslu. Samtals nemur slökunin því 2,5% af landsframleiðslu á árunum 2015-2016. Gert er ráð fyrir enn frekari slökun á næsta ári eða sem nemur tæplega 1% af landsframleiðslu en að ríkisfjármálin verði í meginatriðum hlutlaus árin 2018-2019.

Mikill kraftur er einnig á innlendum vinnumarkaði. Það sem af er ári hefur heildarvinnustundum fjölgað um 2,7% frá sama tíma í fyrra og gert er ráð fyrir að fjölgunin á árinu í heild verði 3% sem er lítillega meira en spáð var í ágúst. Gert er ráð fyrir 3½% fjölgun á næsta ári en að nokkuð hægi á henni frá árinu 2018 þegar hagvöxtur leitar í langtíma leitnivöxt. Samkvæmt spánni verður atvinnuleysi að meðaltali 3,1% í ár sem er lítillega minna en spáð var í ágúst. Horfur eru á svipuðu atvinnuleysi á næsta ári en að það þokist síðan upp í það stig sem talið er samræmast lítilli og stöðugri verðbólgu.

Sem fyrr er meginuppsprettu innlends verðbólguþrýstings að finna á vinnumarkaði en miklar launahækkningar í síðustu kjarasamningum auka tekjur heimila og eftirspurn þeirra og geta knúið fyrirtæki til að velta hluta kostnaðaraukans út í verðlag.

Talið er að launakostnaður fyrirtækja hækki um 9½% á árinu í heild sem er nokkru minni hækkun en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Líkt og í ágúst er búist við að heldur dragi úr launahækkunum á næstu árum. Þótt spá um hraðari framleiðnivöxt á næstu tveimur árum valdi því að launakostnaður á framleidda einingu aukist hægar en spáð var í ágúst, eru áfram horfur á að hann aukist töluvert meira en samrýmist verðstöðugleika til lengri tíma litið.

Eftir því sem atvinnuleysi hefur minnkað hefur orðið erfiðara fyrir fyrirtæki að ráða starfsfólk og gætir vaxandi skorts á vinnuafli í nánast öllum atvinnugreinum. Vísbendingar eru því um vaxandi spennu í þjóðarbúinu. Eins og í fyrri spám bankans er talið að framleiðslulaki hafi horfið í fyrra og að framleiðsluspenna verði líðlega 2% af framleiðslugetu í ár. Skorti á vinnuafli hefur hins vegar að nokkru leyti verið mætt með innflutningi vinnuafls sem eykur framleiðslugetu þjóðarbúsins og léttir á þrýstingi á innlenda framleiðsluþætti. Gert er ráð fyrir meiri innflutningi vinnuafls á spátímanum en í ágústspánni. Framleiðsluspennan verður því minni frá næsta ári en þá var spáð.

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. Óvissuþættirnir sem fjallað er um í nóvemberhefti *Peningamála* undirstrika að verðbólguhorfur til næstu þriggja ára gætu auðveldlega breyst frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Verðbólga gæti t.d. reynst meiri ef heimilin auka einkaneyslu meira en grunnspáin gerir ráð fyrir. Þá gæti endurskoðun kjarasamninga í byrjun næsta árs haft í för með sér meiri launahækkningar en gert er ráð fyrir og mikil spennu á vinnumarkaði leitt til meira launaskriðs en spáð er. Svigrúm og vilji fyrirtækja til að taka á sig kostnaðarhækkningar í kjölfar kjarasamninga gætu einnig verið ofmetin. Lítið framboð húsnæðis, vaxandi útleiga íbúða til ferðamanna og mikill innflutningur vinnuafls gætu einnig leitt til hraðari hækkunar húsnæðisverðs en gert er ráð fyrir en það myndi auka mælda verðbólgu beint í gegnum húsnæðislið vísitölu neysluverðs og óbeint í gegnum kröftugri eftirspurn vegna aukins auðs húsnæðiseigenda. Eftirspurnarþrýstingur gæti einnig reynst vanmetinn ef það slaknar enn meira á aðhaldi ríkisfjármála í kjölfar nýafstaðinna kosninga. Þá er óvíst hversu traust nýfengin kjölfesta verðbólguvæntinga er og þar með hvernig þær myndu þróast ef gengi krónunnar lækkaði í framtíðinni.

Verðbólga gæti einnig verið ofmetin í spánni. Alþjóðlegar efnahagshorfur gætu t.d. reynst of bjartsýnar og því gætu efnahagssumsvif hér á landi verið ofmetin og innflutt verðhjöðnun reynst þrálátari en gert er ráð fyrir, a.m.k. á meðan gengi krónunnar gefur ekki verulega eftir. Þá gæti gengi krónunnar hækkað enn meira og framleiðnivöxtur gæti leitað hraðar upp í leitnivöxt en grunnspáin felur í sér. Tilhneiging fyrirtækja til að taka á sig kostnaðarhækkningar vegna kjarasamninga með hagræðingu gæti einnig verið vanmetin í grunnspánni, t.d. ef samkeppni reynist meiri en gert er ráð fyrir í spánni.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti nefndina um gang mála í tengslum við losun fjármagnshafta. Nefndin ræddi einnig gjaldeyrisinngripastefnu bankans, m.a. í ljósi þess að breyting á lögum um gjaldeyrisráð hafði nýlega verið samþykkt og losun fjármagnshafta á einstaklinga og fyrirtæki því hafin. Fjármagnsútlæði hafði enn sem komið var ekki verið mikið. Innstreymi á gjaldeyrismarkað hafði hins vegar verið töluvert frá síðasta fundi nefndarinnar og virtist að mestu leyti tilkomið annars vegar vegna afgangis á viðskiptum við útlönd, sem rekja mætti til bættra viðskiptakjara og aukins útflutnings, sérstaklega vegna aukinna umsvifa í ferðaþjónustu, og hins vegar vegna fjármagnsinnstreymis sem tengdist öðrum þáttum en innstreymi á skuldabréfamarkað vegna vaxtamunar. Voru nefndarmenn sammála um að hækkun gengis krónunnar að undanfögnu ætti a.m.k. að hluta rætur að rekja til aðlögunar að herra jafnvægisraungengi. Seðlabankinn hafði keypt töluvert af gjaldeyri í aðdraganda losunar fjármagnshafta til að byggja upp gjaldeyrisforða, en að mati nefndarinnar var forðinn orðinn nægilega stór miðað við þau viðmið sem bankinn hafði sett sér. Frá því í ágúst hafði Seðlabankinn keypt hlutfallslega minna af gjaldeyrisinnstreyminu en hann hafði gert fyrr á árinu. Nefndin var sammála um að rétt væri að halda áfram á þeirri braut að öðru óbreyttu en endurmeta stöðuna á næsta fundi nefndarinnar.

Nefndarmenn ræddu um það hvort þróunin frá síðasta fundi hefði breytt mati þeirra á því hvort taumhald peningastefnunnar væri hæfilegt og hvort horfurnar hefðu breyst, en á fundinum í október hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum þar sem vaxandi spenna í þjóðarbúskapnum og óvissa í tengslum við losun fjármagnshafta kölluðu á varfærni við ákvörðun vaxta.

Nefndin tók í því sambandi mið af nýrri grunnsþá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 16. nóvember en samkvæmt henni stefnir í mikinn hagvöxt á þessu og næsta ári og eru horfur á kröftugri vexti umsvifa en bankinn gerði ráð fyrir í síðustu spá sinni í ágúst sl. Einnig horfði nefndin til þess að hagvöxturinn væri í ríkari mæli en áður borinn uppi af innlendri eftirspurn, störfum hefði haldið áfram að fjölga hratt, atvinnuleysi hefði minnkað hratt og skýrari merki en áður væru um að hraður vöxtur eftirspurnar sé farinn að reyna á þanþol innlendra framleiðsluþátta. Nefndarmenn voru hins vegar sammála um að meiri aðflutningur erlends vinnuafns virtist ná að vega nokkuð á móti.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina og tók mið af því að verðbólga mældist 1,8% í október og hefði haldist undir markmiði um tæplega þriggja ára skeið þrátt fyrir miklar launahækkanir og öran vöxt eftirspurnar. Undirliggjandi verðbólga hafði einnig verið undir markmiði en frávikíð frá markmiði var minna en í tilviki verðbólgu mældrar með vísitölu neysluverðs. Eins og á fyrri fundum nefndarinnar ræddi hún ástæður lítillar verðbólgu þrátt fyrir aukna spennu í þjóðarbúskapnum. Voru nefndarmenn sem fyrr sammála um að viðskiptakjarabati, lítil alþjóðleg verðbólga og hækkun gengis krónunnar hefðu vegið á móti áhrifum launahækkana á verðbólgu.

Nefndarmenn voru einnig sammála um að aðhaldssöm peningastefna hefði leikið mikilvægt hlutverk við að halda aftur af verðbólgu og tryggja verðbólguvæntingum traustari kjölfestu. Þetta hefði hún gert með því að hægja á vexti eftirspurnar, beina hluta mikillar hækkunar tekna og auðs í sparnað og halda aftur af útlánvexti. Taldi nefndin að með þessu móti hefði peningastefnan stutt við gengi krónunnar sem hefði lækkað innflutningsverð enn frekar og þannig beint hluta kröftugrar eftirspurnar út úr þjóðarbúskapnum.

Nefndin veitti því athygli að samkvæmt nýrri verðbólguþá bankans væri útlit fyrir að verðbólga verði undir markmiði fram á mitt næsta ár en á bilinu 2½-3% eftir það til loka spátímans. Rætt

var um að horfur væru á töluvert minni verðbólgu en í fyrri birtum spám bankans sem sýndu aukna verðbólgu fram eftir spátímanum. Voru nefndarmenn sammála um að hagstæðari verbólguþróun skýrðist að verulegu leyti af því að gengi krónunnar væri nú spáð í grunnspánni í stað þess að byggja á tæknilegri forsendu um óbreytt gengi allt spátímabilið. Miðlun taumhalds peningastefnunnar í gegnum gengisfarveginn yrði því virkari og verðbólga héldist lengur í skefjum. Nefndin ræddi að við ákvarðanir sínar að undanförunu hefðu flestir nefndarmenn vænst töluverðrar gengishækkunar krónunnar. Breytt verðbólguþá gæfi því ekki jafnmikið tilefni til viðbragða peningastefnunnar og ætla mætti út frá breytingu á birtum spám bankans. Að mati nefndarinnar höfðu verðbólguhorfur þó einnig batnað að teknu tilliti til þessa, einkum til skemmri tíma litið.

Nefndin ræddi taumhald peningastefnunnar sem hafði aukist lítillega frá októberfundinum bæði miðað við raunvexti bankans og hækkun gengis krónunnar. Að mati nefndarmanna voru bæði rök fyrir því að halda vöxtum óbreyttum að þessu sinni og að lækka þá um 0,25 prósentur.

Helstu rök sem fram komu á fundinum fyrir að halda vöxtum óbreyttum voru þau að þótt aðstæður til lækkunar vaxta kynnu að vera að skapast væri ekki tímabært að taka slíka ákvörðun í ljósi þess að óvissa um mikilvæga þætti hefði aukist, a.m.k. tímabundið. Þar skipti miklu óvissa um stefnuna í ríkisfjármálum í framhaldi af nýafstöðnum kosningum og að ekki lægi fyrir hver efnahagsstefna næstu ríkisstjórnar yrði að öðru leyti. Nefndin var einnig sammála um að órói á vinnumarkaði hefði aukist, ekki síst í kjölfar nýlegs úrskurðar um hækkun launa þjórðkjörinna fulltrúa. Ef kæmi til endurskoðunar kjarasamninga á næsta ári gæti það haft í för með sér meiri launahækkunir en gert er ráð fyrir í forsendum spárinnar. Að auki var nefnt að óvissu um áhrif losunar fjármagnshafta gætti enn þótt nefndarmenn væru sammála um að vel hefði gengið fram til þessa. Við hina innlendu óvissuþætti bættist síðan að óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur hafði aukist milli funda. Þeir nefndarmenn sem hölluðust helst að því að halda vöxtum óbreyttum töldu jafnframt að þótt það gætu verið rök fyrir því að auka hvata til fjárfestingar erlendis dygði 0,25 prósentna lækkun vaxta líklega lítið heldur þyrfti að lækka þá verulega og gefa skýr skilaboð um að þeim yrði haldið lágum um einhvern tíma. Það myndi hins vegar stangast á við það vaxtastig sem kann að reynast nauðsynlegt til að halda aftur af innlendum pensluöflum.

Helstu rök sem fram komu á fundinum fyrir því að lækka vexti voru þau að aðhald peningastefnunnar hefði aukist meira en áður var búist við vegna gengishækkunar krónunnar. Horfur væru á að krónan héldi áfram að styrkjast fram á næsta ár. Hið þetta taumhald væri ekki fyllilega tímabært í ljósi verðbólguþróunarinnar og því væri tilefni til að slaka tímabundið eitthvað á taumhaldinu sem skapaðist vegna gengishækkunarinnar. Minni vaxtamunur við útlönd gæti aukið hvata innlendra aðila til að fjárfesta erlendis og dregið úr gengishækkuninni, sem væri orðin fullmikil á skömmum tíma. Nefndarmenn sem töldu tilefni til lækkunar vaxta töldu eigi að síður ástæðu til varfærni og ekki væri öruggt að áframhald gæti orðið á lækkun vaxta, heldur yrði að endurmeta þörfina í ljósi þróunar annarra þátta sem hafa áhrif á taumhald peningastefnunnar. Þessir nefndarmenn töldu ólíklegt að miklar breytingar yrðu á aðhaldsstigi ríkisfjármála frá því sem gert væri ráð fyrir í grunnspánni fyrr en með fjárlögum fyrir árið 2018. Því væri ástæðulaust að bíða með að lækka vexti uns stefnan í ríkisfjármálum skýrðist. Þá lögðu þeir áherslu á að verulega hefði dregið úr hættu á snarpri gengislækkun í kjölfar losunar fjármagnshafta, enda væri slíkur þrýstingur þá væntanlega þegar kominn fram.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum, yrðu 5,25%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 5%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 6% og daglánvextir 7%. Þrír

nefndarmenn greiddu atkvæði með tillögu seðlabankastjóra. Tveir nefndarmenn greiddu atkvæði gegn tillögu bankastjóra og vildu lækka vexti um 0,25 prósentur.

Nefndarmenn voru sammála um að þótt kjölfesta verðbólguvæntinga við verðból gumarkmiðið virtist halda áfram að styrkjast og aðhald peningastefnunnar hafi að einhverju leyti aukist í gegnum hækkun gengis krónunnar, kölluðu kröftugur vöxtur eftirspurnar og ofangreindir óvissuþættir á varkárni við ákvörðun vaxta. Að mati nefndarmanna mun aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum 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 peningastefnuneftirfarinnar verður birt miðvikudaginn 14. desember 2016.