



SKÝRSLA PENINGASTEFNUNEFNDAR TIL ALÞINGIS

2015 • 2

Skýrsla peningastefnunefndar til Alþingis

15. janúar 2016

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 í byrjun júlí 2015 hefur nefndin haldið fjóra reglulega fundi, síðast 9. desember sl. Eftirfarandi skýrsla fjallar um störf nefndarinnar frá júlí til desember 2015.

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 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 lögum 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 þjóðarþúskaþinginn sem birtist í riti bankans, *Peningamálum*. Í yfirlýsingum og fundargerðum peningastefnunefndar, sem fylgja þessari skýrslu, er að finna röksemdir fyrir ákvörðunum nefndarinnar á seinni hluta ársins 2015.

Þróunin frá júlí til desember 2015

Vextir Seðlabankans hafa verið hækkaðir um 0,75 prósentur frá því að síðasta skýrsla peningastefnunefndar var send Alþingi. Á ágústfundinum sínum ákvað nefndin að hækka vexti bankans um 0,5 prósentur og í nóvember voru þeir hækkaðir um 0,25 prósentur. Í lok ársins 2015 voru meginvextir bankans, þ.e. vextir á 7 daga bundnum innlánum, 5,75% en þeir voru 5% í lok júní sl.¹

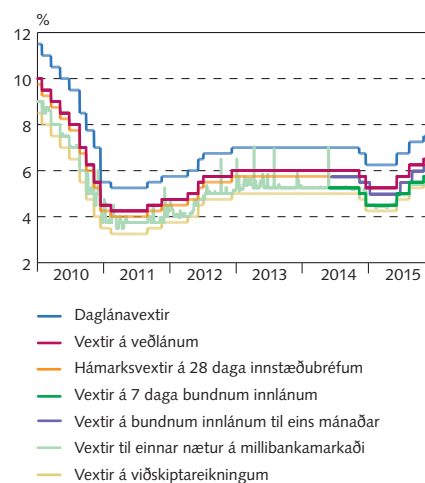
Tafla 1. Vextir Seðlabanka Íslands 2015 (%)

Dags.	Viðskipta- reikningar	Bundin innlán til 7 daga	Veðlán	Daglán
9. des.	5,50	5,75	6,50	7,50
4. nóv.	5,50	5,75	6,50	7,50
30. sept.	5,25	5,50	6,25	7,25
19. ágúst	5,25	5,50	6,25	7,25

Mynd 1

Vextir Seðlabankans og skammtíma-
markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 31. desember 2015



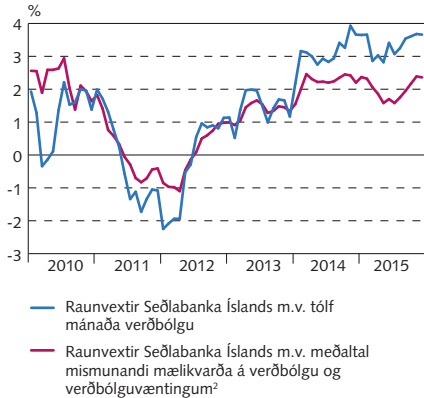
Heimild: Seðlabanki Íslands.

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 innlánum. Aðrir vextir bankans hafa einnig hækkað til samræmis eins og sést í töflu 1.

Mynd 2

Raunvextir Seðlabanka Íslands¹

Janúar 2010 - desember 2015

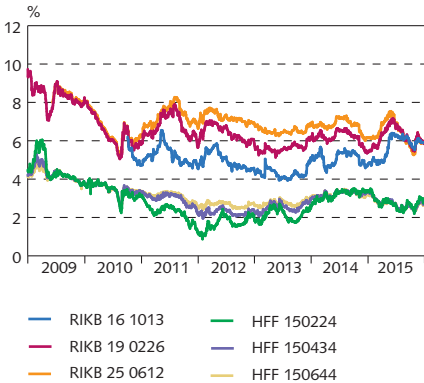


1. Fram til máí 2014 er miðað við meðaltal innlánsvaxta og hámarksvaxta á innstæðubréfum með 28 daga binditíma sem nafnvexti bankans en frá máí 2014 er miðað við vexti 7 daga bundinna innlána. 2. Fram til janúar 2012 er miðað við 12 mánaða verðbólgu, verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs, verðbólguvæntingar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

Mynd 3

Ávöxtunarkrafa skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 31. desember 2015

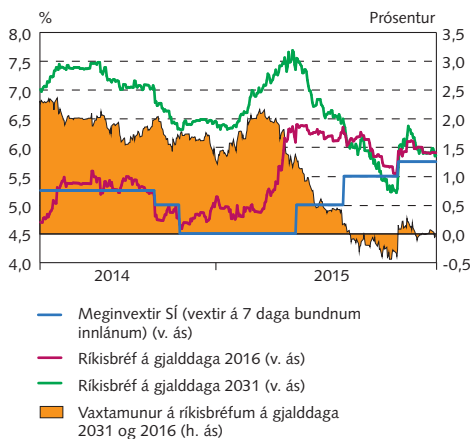


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Meginvextir Seðlabankans og ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa

Daglegar tölur 21. maí 2014 - 31. desember 2015



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Taumhald peningastefnunnar hefur styrkst í kjölfar hækkunar nafnvaxta bankans. Í lok desember 2015 voru raunvextir bankans 2,4% sé miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum og 3,7% sé miðað við ársverðbólgu. Raunvextir í árslok voru því 0,3-0,7 prósentum hærri en í lok júní sl.

Á undanförunum árum hafa vaxtabreytingar Seðlabankans í meginatriðum miðlast með eðlilegum hætti út í aðra markaðsvexti og í vaxtakjör heimila og fyrirtækja. Nokkrir hnökur virðast þó hafa orðið á miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn að undanförunu því að í lok október sl. höfðu hærri Seðlabankavextir ekki skilað sér út í aðra markaðsvexti í jafn ríkum mæli og vænta mætti við venjulegar aðstæður og í einhverjum tilfellum höfðu þeir lækkað. Þetta á einkum við um ávöxtunarkröfu lengri óverðtryggðra ríkisbréfa sem hafði í lok október lækkað um u.þ.b. 2 prósentur frá miðjum júní sl. Þessi þróun tengist m.a. auknu innflæði fjármagns vegna nýfjárfestingar erlendra aðila í þessum bréfum eftir að áætlun um losun hafta var kynnt í byrjun júní sl. (sjá rammagrein 1 í *Peningamálum* 2015/4). Fjármagnsinnstreymið hefur gert peningastefnunefnd erfiðara fyrir að ná því aðhaldsstigi sem stefnt er að og hefur miðlunin í auknum mæli færst yfir í gengisfarveginn sem erfiðara er að reiða sig á. Af þessum sökum hefur nefndin haft til skoðunar að nýta önnur stjórnþætti til að takmarka innflæði vegna vaxtamunarviðskipta og ræddi þau mál á sameiginlegum fundi með kerfisáhættunefnd 30. nóvember sl. og er unnið að undirbúningi tillagna þar um innan Seðlabankans. Lækkunin á skuldabréfamarkaði gekk að hluta til baka í kjölfar hækkunar meginvaxta Seðlabankans í nóvember, hugsanlega að einhverju leyti vegna yfirlýsinga sem fylgdu kynningu vaxtaákvörðunar varðandi þróun tækja sem megi beita til að draga úr vaxtamunarviðskiptum en einnig gæti átt hlut að máli að vaxtahækkunin virðist hafa komið markaðinum á óvart. Í lok desember var ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa um 0,3-1,2 prósentum lægri en í lok júní en krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa var svipuð.

Gengi krónunnar hefur hækkað nokkuð undanfarna mánuði sem skýrist líklega að miklu leyti af gjaldeyrisinnstreymi vegna ferðapjónustu og bættra viðskiptakjara. Viðskiptavegið gengi krónunnar hefur hækkað um tæplega 6½% frá lokum júnímánaðar sl. Gjaldyrisviðskipti Seðlabankans á undanförunum misserum hafa dregið verulega úr hækkun á gengi krónunnar. Er það í samræmi við yfirlýst markmið bankans um að draga úr gengissveiflum og styrkja gjaldyrisforðann. Á seinni helmingi ársins 2015 keypti bankinn gjaldyryri fyrir 191 ma.kr. (1,3 milljarða evra) af viðskiptavökum á gjaldyrismarkaði sem er umtalsvert meira en kaup bankans á sama tímabili árið 2014.

Verðbólga hefur heldur aukist frá því að síðasta skýrsla peningastefnunefndar var send Alþingi en er enn undir verðbólgu markmiði bankans. Ársverðbólga miðað við vísitölu neysliverðs mældist 2% í desember en var 1,5% í júní sl. og hefur hún verið undir verðbólgu markmiði samfleytt í hátt í tvö ár. Undirliggjandi verðbólga, mæld með kjarnavísitölu 3, sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukendra matvöruhlíða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, var 2,2% í desember og hafði aukist úr

1,5% í júní. Á flesta aðra mælikvarða hafði hún aukist heldur minna. Megindrífkraftur verðbólgu undanfarin misseri hefur verið hækkun húsnæðisverðs en án húsnæðisliðarins mældist 0,4% verðbólga í desember. Innlendir verðbólguþrýstingur hefur aukist í kjölfar kjarasamninga sem gerðir voru um mitt ár 2015 þar sem samið var um verulegar launahækkningar. Hins vegar hefur gengishækkun krónunnar og lækkun alþjóðlegs vöruverðs, einkum olíuverðs, vegið upp á móti auknum innlendum kostnaðarþrýstingi. Verðlækkun innfluttrar vöru, þá einkum á bensíni, hafði mest áhrif á vísitölu neysluverðs á seinni hluta ársins 2015.

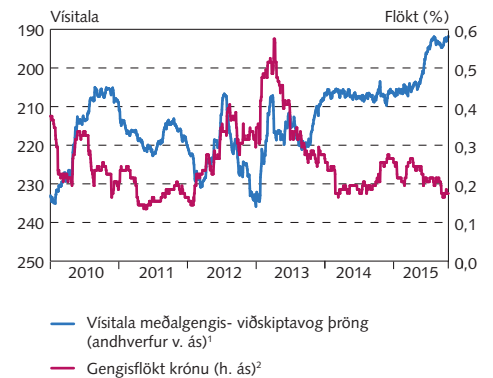
Þróun verðbólguvæntinga frá því að síðasta skýrsla peningastefnunar var send Alþingi hefur verið nokkuð misvísandi. Samkvæmt könnun Gallup á verðbólguvæntingum heimila sem gerð var í nóvember mældust þær 4% til eins árs sem var óbreytt frá sumarkönnuninni. Í sambærilegri könnun meðal stjórnenda fyrirtækja sem gerð var í nóvember bjuggust þeir við að verðbólga yrði 3,6% eftir eitt ár sem var tæplega ½ prósentu minna en síðastliðið sumar. Í könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd í lok október bjuggust þeir við að verðbólga yrði 3,8% að ári liðnu sem var 0,3 prósentum meira en í maikönnuninni.

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði, reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, hefur hins vegar lækkað síðan í júní. Þróunin litast þó að töluverðu leyti af fyrrnefndri þróun á skuldabréfamarkaði vegna innflæðis fjármagns á seinni hluta ársins og skýrir lækkun líftímaálags (e. term premium) á skuldabréfamarkaði lækkun verðbólguálagsins fremur en lækkun verðbólguvæntinga. Verðbólguálagið eftir tvö ár mældist að meðaltali 3,3% í desember eða 1,3 prósentum minna en í júní. Álagið bæði eftir fimm og tíu ár var að meðaltali um 3% í desember og hafði lækkað um u.þ.b. 2 prósentur síðan í júní.

Peningastefnunefndin ákvað á fundi sínum í september að auka bindiskyldu úr 2% í 4% frá og með bindiskyldutímabilinu sem hófst 21. október. Var það gert til þess að auðvelda Seðlabankanum stýringu á lausu fé bankakerfisins í tengslum við gjaldeyriskaup bankans, uppgjör slitabúa og væntanlegt gjaldeyrisútboð. Á desemberfundi sínum ákvað nefndin að lækka bindiskyldu úr 4% í 2,5% til þess að milda lausafjáráhrif afhendingar slitabúa gömlu bankanna á stöðugleikaframlögum. Nefndin var sammála um að hækkun hlutfallsins hefði haft tilætluð áhrif og stuðlað að undirbúningi fjármálastofnananna fyrir þessi uppgjör. Áformað er að bindiskylda lækki að öðru óbreyttu á ný í 2% í tengslum við fyrirhugað útboð vegna svokallaðra af-landskróna.

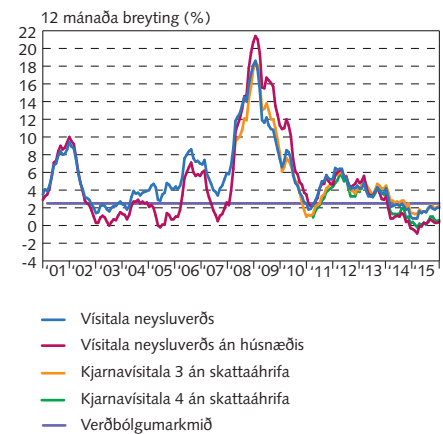
Á nóvemberfundi sínum taldi nefndin eðlilegt að halda áfram að herða taumhald peningastefnunnar og voru vextir hækkaðir um 0,25 prósentur. Nefndarmenn voru sammála um að mikill kraftur væri í þjóðarbúskapnum, slaki horfinn og framleiðsluspenna tekin að myndast, sem myndi leiða til aukinnar verðbólgu þegar áhrif gengishækkunar krónunnar og lækkunar hráefna- og eldsneytisverðs tækju að fjara út. Því væri líklega þegar farið að reyna á þanþol þjóðarbúsins. Verðbólga hefur þó aukist minna undanfarið en spáð var, einkum vegna þess að lækkun alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs og hækkun á

Mynd 5
Gengi krónu og gengisflókt
Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 31. desember 2015



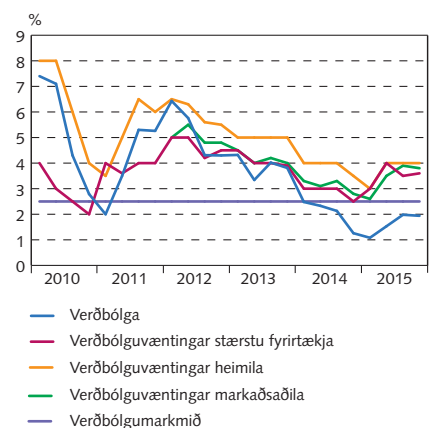
1. Verð erlendra gjaldmiðla í krónum. Vinstri ás er andhverfur þannig að styrking krónunnar kemur fram sem hækkun ferilsins. 2. Flókt krónu er 3 mánaða staðalfrávik daglegra breytinga.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6
Verðbólga á ýmsa mælikvarða¹
Janúar 2001 - desember 2015



1. Kjarnavísitala 3 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta, bensíns, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána. Í kjarnavísitölu 4 er að auki markaðsverð húsnæðis undanskilið.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 7
Verðbólga og verðbólguvæntingar til eins árs
1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2015

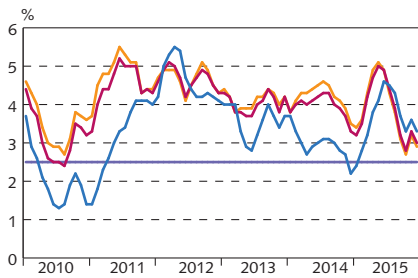


Heimildir: Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði¹

Janúar 2010 - desember 2015



— Verðbólguálag eftir 2 ár
— Verðbólguálag eftir 5 ár
— Verðbólguálag eftir 10 ár
— Verðbólguálag markmið

1. Framvirkt verðbólguálag út frá vaxtarófi verðtrygðra og óverðtrygðra skuldabréfa (mánaðarleg meðaltöl). Álagið er vísibending um væntingar um ársverðbólgu eftir tvö, fimm og tíu ár.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

gengi krónunnar hafa vegið á móti innlendum verðhækkunum í ríkari mæli en gert hafði verið ráð fyrir í spám Seðlabankans. Á desemberfundi peningastefnunar töldu nefndarmenn líklegt að þessi þróun myndi vara um nokkurt skeið og að óvissa um samspil þessara þátta á næstunni hefði aukist frá síðasta fundi. Nefndin var hins vegar sammála um að þrátt fyrir að sterkari króna og hagstæðari alþjóðleg verðlagsþróun hefðu veitt svigrúm til að hækka vexti hægar en áður var talið nauðsynlegt, breytti það ekki því að miðað við spá Seðlabankans frá því í nóvember um vaxandi innlendan verðbólguþrýsting væri líklegt að auka þyrfti aðhald peningastefnunar frekar á næstu misserum. Hve mikið og hve hratt það gerðist réðist af framvindunni.

Ítarefni

Með þessari skýrslu fylgir eftirfarandi ítarefni:

1. Yfirlýsingar peningastefnunar frá ágúst til desember 2015.
2. Fundargerðir peningastefnunar frá ágúst til desember 2015.
3. Yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabanka um verðbólguálag markmið, mars 2001.

Fyrir hönd peningastefnunar Seðlabanka Íslands,

Már Guðmundsson

seðlabankastjóri og formaður peningastefnunar

Yfirlit yfir fylgiskjöl

	Bls.
Yfirlýsing peningastefnunefndar 19. ágúst 2015	8
Yfirlýsing peningastefnunefndar 30. september 2015	9
Yfirlýsing peningastefnunefndar 4. nóvember 2015	10
Yfirlýsing peningastefnunefndar 9. desember 2015	11
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, ágúst 2015	12
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, september 2015	19
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, nóvember 2015	26
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2015	35
Yfirlýsing um verðbólguþröng og breytta gengisstefnu	41

Yfirlýsing peningastefnunefndar 19. ágúst 2015

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

Samkvæmt nýbirttri spá Seðlabankans verður árlegur hagvöxtur rúmlega 4% í ár og u.þ.b. 3% næstu tvö árin. Á spátímabilinu er vöxturinn um ½ prósentu minni á ári en bankinn spáði í maí sl. Þetta er þó öflugur vöxtur enda fer framleiðsluspenna vaxandi á næstu misserum og hagvöxtur verður í ríkari mæli en á undanförunum árum drifinn af innlendri eftirspurn, ekki síst einkaneyslu. Fjárfesting verður hins vegar veikari en áður var spáð og vinnuafleiftirspurn vex hægar.

Verðbólga hefur aukist undanfarið en er enn undir markmiði Seðlabankans, sérstaklega ef horft er framhjá húsnæðislið verðvísitölunnar. Verðbólguhorfur hafa hins vegar versnað verulega miðað við síðustu spá bankans vegna niðurstöðu nýgerðra kjarasamninga og verðbólguvæntingar hafa hækkað. Spáð er að verðbólga verði komin í 4% snemma á næsta ári og verði á bilinu 4-4½% næstu tvö árin en hjaðni síðan í átt að verðbólgu markmiðinu, enda felst í spánni að aðhaldsstig peningastefnunnar aukist á næstunni.

Breytingar á efnahagshorfum frá því í maí má fyrst og fremst rekja til áhrifa mikilla launahækkana í kjölfar kjarasamninganna og aukins peningalegs aðhalds sem óhjákvæmilega fylgir þeim. Þær stafa þó einnig af alþjóðlegri þróun sem hefur stuðlað að meiri lækkun innflutningsverðs en áður var gert ráð fyrir og bættum viðskiptakjörum sem vinna á móti verðbólguáhrifum launahækkana. Gengi krónunnar hefur einnig hækkað lítillega þrátt fyrir mikil gjaldeyriskaup Seðlabankans.

Aukist verðbólga í framhaldi af kjarasamningum eins og spáð er mun peningastefnunefnd þurfa að hækka vexti enn frekar eigi verðbólgu markmiðið að nást til lengri tíma litið. Hve mikið og hve hratt ræðst af framvindunni og því hvernig greiðist úr þeirri óvissu sem nú er til staðar. Þar má nefna í hve ríkum mæli miklar launahækkningar koma fram í hækkun verðlags annars vegar og aukinni hagræðingu og framleiðniaukningu hins vegar. Þróun viðskiptakjara, útlána og fasteignaverðs skiptir þar einnig máli. Vaxtaferillinn mun einnig ráðast af því hvort öðrum stjórnþækjum verður beitt til þess að halda aftur af eftirspurnarþrýstingi á komandi misserum.

Yfirlýsing peningastefnunefndar 30. september 2015

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

Á fyrri hluta ársins var vöxtur innlendrar eftirspurnar áþekkur því sem gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans, en hagvöxtur mælist töluvert meiri. Þótt spáskekkjan stafi líklega af tímabundnum þáttum er áfram útlit fyrir öflugan hagvöxt og vaxandi framleiðsluspennu á næstu misserum.

Verðbólga er enn undir markmiði Seðlabankans, sérstaklega ef horft er framhjá húsnæðislið vísitölu neysluverðs, og hefur aukist hægar en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Stafar það að nokkru leyti af herra gengi krónu en sveiflukennir liðir eiga þar einnig hlut að máli. Verðbólguhorfur til lengri tíma litið hafa því ekki breyst umtalsvert þótt nærhorfur séu betri. Niðurstaða kjarasamninga og tiltölulega háar verðbólguvæntingar benda eftir sem áður til þess að verðbólga muni aukast á næstu misserum. Á móti kemur lækkun alþjóðlegs vöruverðs og tæplega 4% hækkun á gengi krónunnar frá síðustu vaxtaákvörðun þrátt fyrir mikil gjaldeyriskaup Seðlabankans.

Aukist verðbólga í framhaldi af kjarasamningum svipað og spár benda til mun peningastefnunefndin þurfa að hækka vexti frekar eigi verðbólgu markmiðið að nást til lengri tíma litið. Hve mikið og hve hratt ræðst af framvindunni og því hvernig greiðist úr þeirri óvissu sem nú er til staðar. Sterkari króna og alþjóðleg verðlagsþróun hefur gefið svigrúm til að hækka vexti aðeins hægar en áður var talið nauðsynlegt en breytir ekki þörf fyrir aukið aðhald á næstu misserum. Vaxtaferillinn mun einnig ráðast af því hvort öðrum stjórnstækjum verður beitt til þess að halda aftur af eftirspurnarþrýstingi á komandi misserum. Að teknu tilliti til hagsveiflu felur vænt afkoma ríkissjóðs í ár og frumvarp til fjárlaga 2016 hins vegar í sér slökun á aðhaldi í ríkisfjármálum sem að óbreyttu kallar á meira peningalegt aðhald en ella.

Peningastefnunefnd hefur ákveðið að auka bindiskyldu úr 2% í 4% frá og með næsta bindiskyldutímabili sem hefst 21. október nk. Er það gert til þess að auðvelda Seðlabankanum stýringu á lausu fé í umferð í framhaldi af miklum gjaldeyriskaupum bankans að undanfögnu og í tengslum við uppgjör slitabúa gömlu bankanna og útboð sem áformað er í því skyni að leysa út eða binda svokallaðar aflandskrónur. Nýjar reglur um bindiskyldu verða sendar í dag til birtingar í *Stjórnartíðindum*.

Yfirlýsing peningastefnunefndar

4. nóvember 2015

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því 5,75%.

Spáð er 4,6% hagvexti á þessu ári sem er um ½ prósentu meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans og hafa hagvaxtarhorfur til næstu ára einnig batnað. Hagvöxturinn er einkum borinn uppi af innlendri eftirspurn sem talin er aukast um ríflega 7% í ár.

Verðbólga hefur reynst nokkru minni að undanförmu en spáð var í ágúst og er enn undir markmiði, sérstaklega ef horft er framhjá húsnæðislið vísitölu neysluverðs. Stafar það einkum af meiri lækkun alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs og hækkun á gengi krónunnar sem hefur vegið á móti auknum verðbólguþrýstingi af innlendum toga.

Verðbólguhorfur til skamms tíma eru af ofangreindum ástæðum töluvert betri en Seðlabankinn spáði í ágúst en til lengri tíma litið hafa þær lítið breyst. Því er áfram spáð að miklar launahækkanir muni leiða til þess að verðbólga fari yfir markmið er líður á næsta ár þegar dregur úr áhrifum lítillar alþjóðlegrar verðbólgu. Verðbólga mun ekki nálgast markmiðið á ný fyrr en á árinu 2018. Spáin byggist á þeirri forsendu að aðhald peningastefnunnar sé hert samhliða því að framleiðsluspenna og verðbólga aukast. Þá er einnig tekið mið af því að frumvarp til fjárlaga felur í sér nokkra slökun á aðhaldi í ríkisfjármálum að teknu tilliti til hagsveiflu.

Sterkari króna og hagstæðari alþjóðleg verðlagsþróun hefur gefið svigrúm til að hækka vexti hægar en áður var talið nauðsynlegt. Það breytir hins vegar ekki því að þörf er á auknu aðhaldi peningastefnunnar á næstu misserum í ljósi vaxandi innlands verðbólguþrýstings. Hve mikið og hve hratt það gerist ræðst af framvindunni og því hvernig greiðist úr þeirri óvissu sem nú er til staðar í efnahagsmálum. Töluverð óvissa er m.a. um miðlun peningastefnunnar um þessar mundir þar sem áhrifa óvenju lágra alþjóðlegra vaxta hefur í vaxandi mæli gætt hér á landi. Mótun peningastefnunnar mun einnig ráðast af þróun lausafjárstöðu í tengslum við losun fjármagnshafna og af því hvort öðrum stjórnþækjum hagstjórnar verður beitt til þess að halda aftur af eftirspurnarþrýstingi á komandi misserum.

Yfirlýsing peningastefnunefndar

9. desember 2015

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því áfram 5,75%. Jafnframt ákvað nefndin að lækka bindiskyldu um 1,5 prósentur.

Samkvæmt nýbirtum bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands var hagvöxtur 4,5% á fyrstu þremur fjórðungum ársins sem er í meginatriðum í samræmi við nóvemberspá Seðlabankans. Kröftugur bati heldur einnig áfram á vinnumarkaði.

Verðbólguhorfur til skamms tíma hafa batnað frá nóvemberspá bankans. Verðbólga mældist 2% í nóvember. Hún hefur aukist minna undanfarið en spáð var vegna þess að lækkun alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs og hækkun á gengi krónunnar hafa vegið á móti innlendum verðhækkunum.

Sterkari króna og hagstæðari alþjóðleg verðlagsþróun hafa veitt svigrúm til að hækka vexti hægar en áður var talið nauðsynlegt. Það breytir hins vegar ekki því að miðað við spá Seðlabankans frá því í nóvember er líklegt að auka þurfi aðhald peningastefnunnar frekar á næstu misserum í ljósi vaxandi innlands verðbólguþrýstings. Hve mikið og hve hratt það gerist ræðst af framvindunni.

Á fundi sínum í september ákvað peningastefnunefndin að hækka bindiskyldu tímabundið úr 2% í 4% í því skyni að auðvelda Seðlabankanum stýringu á lausu fé bankakerfisins í tengslum við gjaldeyriskaup Seðlabankans og losun fjármagnshafta. Peningastefnunefnd hefur nú ákveðið að lækka bindiskyldu á ný úr 4% í 2,5% frá og með næsta bindiskyldutímabili sem hefst 21. desember nk. til þess að milda lausafjárhreif afhendingar slitabúa gömlu bankanna á stöðugleikaframlögum. Áformað er að bindiskylda lækki að öðru óbreyttu á ný í 2% í tengslum við fyrirhugað útboð vegna svokallaðra afgangskróna.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, ágúst 2015

Birt: 2. september 2015

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 17. og 18. ágúst 2015, en á honum ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 19. ágúst 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 vaxtaákvörðuninni 10. júní, eins og þær birtust í uppfærðri spá í *Peningamálum* 2015/3 hinn 19. ágúst.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar hafði hækkað um 1,9% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu og 1,6% gagnvart evru en lækkað um 0,2% gagnvart Bandaríkjadal og 2,8% gagnvart bresku pundi frá júnífundum nefndarinnar.

Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu 562 milljónum evra (82,9 ma.kr.) á milli funda eða sem nemur 60% af veltu á gjaldeyrismarkaði. Kaupin hafa numið um 957 milljónum evra (141,6 ma.kr.) það sem af er þessu ári sem er umtalsvert meira en á sama tímabili árið 2014.

Vextir á millibankamarkaði með krónur hækkuðu í takt við hækkun vaxta Seðlabankans í júní og eru vextir til einnar nætur á markaðnum sem fyrr í neðri hluta vaxtagangsins nálægt meginvöxtum bankans. Velta á millibankamarkaði nam 235,5 ma.kr. það sem af er ári sem er mun meira en á sama tímabili í fyrra en nokkuð undir veltu sama tímabils sl. þriggja ára þar á undan.

Ávöxtunarkrafa styttri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um 0,2-0,3 prósentur á milli funda í takt við vaxtahækkun Seðlabankans en krafa þeirra lengri hafði hins vegar lækkað um 0,3-0,9 prósentur. Þá hafði ávöxtunarkrafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa lækkað um 0,3 prósentur frá júnifundinum. Kann lækkin að einhverju leyti að skýrast af aukinni nýfjárfestingu erlendra fjárfesta í lengri ríkisbréfum í kjölfar þess að áætlun um mikilvæg skref um losun hafta var kynnt í byrjun júní. Lækkin kann einnig að endurspegla væntingar um bætta stöðu ríkissjóðs í kjölfar losunar fjármagnshafta sem má einnig sjá í bættu lánshæfi hjá öllum þremur alþjóðlegu matsfyrirtækjunum.

Meðaltal lægstu skráðra nafnvaxta óverðtryggðra íbúðalána stóru viðskiptabankanna þriggja hafði hækkað frá fundi nefndarinnar í júní í takt við hækkun vaxta Seðlabankans. Raunvextir þeirra voru hins vegar svipaðir líkt og sambærilegir vextir verðtryggðra lána.

Taumhald peningastefnunnar hafði slaknað frá júnifundi nefndarinnar vegna meiri verðbólgu og hærri verðbólguvæntinga. Raunvextir bankans voru 1,3% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar á ágústfundinum og 3,1% miðað við liðna ársverðbólgu. Það er um 0,2-0,4 prósentum lægra en rétt eftir vaxtatilkynninguna í júní.

Aukin bjartsýni um stöðu Ríkissjóðs Íslands endurspeglast einnig í lækkin áhættuálags. Skuldtryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs hefur lækkað um 0,3 prósentur frá fundinum í júní og mælist um 1,4%. Þá hefur áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands, miðað við vaxtamun á lengri skuldabréfum ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðlum og sambærilegum bréfum ríkissjóða Bandaríkjanna og Þýskalands, einnig lækkað eftir tímabundna hækkun í júní í tengslum við óvissu um greiðslufall Grikklands og var um 1½ prósentu sem er svipað og á fundinum í júní.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar 0,5 prósentna hækkunar nafnvaxta Seðlabankans í ágúst og vísuðu þær allar m.a. til skýrrar framsýnnar leiðsagnar nefndarinnar í síðustu yfirlýsingu og fundargerð.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um rúmlega 12,8% á öðrum fjórðungi ársins frá sama fjórðungi í fyrra en sé leiðrétt fyrir innlánnum slitastjórna innlánsstofnana í slitameðferð var aukningin 6,8%.

Hrein ný útlán innlánsstofnana (þ.e. ný útlán að frádregnum uppgreiðslum eldri lána) til atvinnufyrirtækja voru tæplega tvöfalt meiri á fyrri hluta ársins en á sama tíma árið 2014. Stærstur hluti þessarar aukningar er vegna útlána til þjónustu- og verslunarfyrirtækja. Líklegt er að ný útlán til heimila hafi einnig aukist en vandamál tengd meðferð á gögnum vegna skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda torveldu matið á stöðunni.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði hækkað um 6,5% milli funda. Velta á aðalmarkaði var um 188 ma.kr. á fyrstu sjö mánuðum ársins eða um 23% meiri en á sama tíma í fyrra.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Hagvaxtarhorfur á heimsvísu hafa versnað í ár samkvæmt nýrri spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá því í júlí en eru óbreyttar fyrir árið 2016. Gert er ráð fyrir 3,3% hagvexti í heiminum á þessu ári sem er 0,2 prósentum minni hagvöxtur en talið var í síðustu spá sjóðsins frá því í apríl þar sem nú er búist við minni hagvexti í Bandaríkjunum og nýmarkaðsríkjum. Spáð er 3,8% hagvexti árið 2016. Gangi spáin um hagvöxt í heiminum eftir fyrir þetta ár hefur hann ekki verið minni síðan árið 2009. Spá um vöxt alþjóðaviðskipta í ár hefur verið hækkuð um 0,4 prósentur í 4,1% en lækkuð fyrir 2016 en þá er gert ráð fyrir 4,4% vexti. Spáð er 0% verðbólgu í þróuðum ríkjum á þessu ári sem er 0,4 prósentum minni verðbólga en í fyrri spá og að hún aukist í 1,2% á næsta

ári. Spá um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár var endurskoðuð niður á við og er spáð 1,8% hagvexti. Áfram eru taldar meiri líkur á að hagvöxtur verði minni en áætlanir gera ráð fyrir.

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 4,5 ma.kr. í júlí og 9 ma.kr. á fyrstu sjö mánuðum ársins samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands. Útflutningur jókst um 18% á föstu gengi á fyrstu sjö mánuðum ársins frá sama tímabili fyrir ári en innflutningur um 19%. Meiri útflutningur skýrist einkum af fjórðungs aukningu í útflutningi iðnaðarvara og fimmtungs aukningu í útflutningi sjávarafurða. Vöxtur innflutnings stafar einkum af 80% aukningu í innflutningi flutningatækja og 27% aukningu í innflutningi mat- og drykkjarvara frá sama tíma fyrra árs.

Álverð hefur lækkað um 11% frá fundi peningastefnunefndar í júní og var að meðaltali 22,7% lægra á fyrri hluta ágústmánaðar en á sama tíma í fyrra. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hækkaði um 1% milli mánaða í júní og hafði hækkað um 9,5% á síðustu tólf mánuðum.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 0,8% milli mánaða í júlí og var 86,2 stig. Á fyrstu sjö mánuðum ársins hefur það hækkað um 1,7% frá sama tíma í fyrra en hækkunina má til jafns rekja til hækkunar nafngengis krónunnar og meiri verðbólgu hér á landi en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjórðarbúskapur og verðbólga

Niðurstöður Vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar (VMK) sýna að vinnuafleiftirspurn var svipuð á öðrum fjórðungi ársins og gert var ráð fyrir í spánni sem birt var í *Peningamálum* í maí. Þar var gert ráð fyrir 4,3% fjölgun heildarvinnustunda milli ára en þeim fjölgaði í raun um 3,9%. Fjölgun heildarvinnustunda á fjórðungnum má rekja til 4,3% fjölgunar starfandi fólks en meðalvinnutími þeirra var 0,4% styttri en á sama tíma fyrir ári. Þetta er mjög svipuð þróun og var á fjórðungnum á undan. Stytting vinnutímans skýrist eingöngu af styttri vinnutíma yngsta aldurshópsins.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi samkvæmt VMK stóð nánast í stað milli fjórðunga en minnkaði um 0,8 prósentur milli ára. Mældist það 3,9% sem er heldur meira en gert var ráð fyrir í maíspá bankans.

Á öðrum fjórðungi ársins 2015 fluttu fleiri til landsins en frá því og eins og undanfarin tvö ár stafar fjölgunin af fjölgun erlendra ríkisborgara.

Launavísitalan hækkaði um 1,7% milli fjórðunga á öðrum ársfjórðungi 2015 og um 7,1% milli ára. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna var 4,3% meiri en á öðrum fjórðungi 2014.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á öðrum ársfjórðungi 2015 gefa til kynna að hún hafi haldið áfram að aukast með áþekkingu hraða og á síðustu ársfjórðungum. Greiðslukortavelta jókst um rúmlega 4½% milli ára á fjórðungnum og hafði í júlí aukist um rúmlega 9%. Á fjórðungnum var einnig um þriðjungs aukning í nýskráningum bifreiða en á móti hefur heldur hægt á dagvöruveltu.

Væntingavísitala Gallup mældist rúmlega 99 stig í júlí og lækkaði frá fyrri mánuði en hafði hækkað um rúm 14 stig milli ára. Á öðrum ársfjórðungi mældist vísitalan litlu hærra að meðaltali en á sama tíma í fyrra. Vísitala fyrirhugaðra stórkaupa heimila mældist 66,8 stig í júní og hefur hún hækkað jafnt og þétt undanfarin misseri og ekki mælst hærra frá mars 2008.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok júlí, hækkaði um 0,4% frá fyrri mánuði að teknu tilliti til árstíðar og hefur hækkað um 8,7% frá fyrra ári. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu sem reiknuð er af Þjóðskrá Íslands lækkaði um 0,4% milli mánaða í júní þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Milli ára hækkaði vísitalan um 10%. Velta kaupsamninga á landinu öllu jókst um 14,7% og veltan á höfuðborgarsvæðinu um 9,6% á fyrstu sjö mánuðum ársins frá sama tímabili árið 2014. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var 4 mánuðir á fyrstu sex mánuðum ársins eða tæpum hálfum mánuði skemmri en á sama tíma í fyrra.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,16% milli mánaða í júlí sl. eftir að hafa hækkað um tæplega 0,3% í júní. Þetta er fyrsta hækkun vísitölu neysluverðs í júlímánuði frá því árið 2011. Ársverðbólga mældist 1,9% í júlí og hafði aukist lítillega frá júnífundum nefndarinnar. Verðbólga skýrist enn að mestu leyti af hækkun húsnæðisverðs enda var hún einungis 0,4% ef horft er framhjá húsnæðisliðnum. Undirliggjandi verðbólga hefur einnig aukist undanfarna mánuði. Ársverðbólga, miðað við kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa, var 2% í júlí og hafði aukist um tæplega ½ prósentu frá síðasta fundi. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu benda til þess að hún sé á bilinu 1,9-3,8%. Sumarútsölur á fatnaði og skóm höfðu mest áhrif á vísitölu neysluverðs í júlí og leiddu til 0,5 prósentna lækkunar hennar. Mikil hækkun á flugfargjöldum til útlanda, eða 33% milli mánaða, ásamt hækkun á reiknaðri húsaleigu vógu hins vegar þyngra en lækkunaráhrif vegna sumarútsölu.

Samkvæmt könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var um miðjan ágúst þjuggust þeir við að verðbólga yrði tæplega 4% eftir eitt ár sem er um ½ prósentu meira en í síðustu könnun í maí. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára jukust einnig um ½ prósentu og námu 3,5%. Sömu sögu er að segja um þróun langtímavæntingavæntinga markaðsaðila en þeir þjuggust við að verðbólga yrði að meðaltali 3,5% á næstu fimm árum. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til langs tíma hefur hins vegar lækkað frá síðasta fundi nefndarinnar og var álagið eftir fimm og tíu ár tæplega 4% um miðjan ágúst eða um 1 prósentu lægra en á júnífundinum. Eins og rakið er í *Peningamálum* er líklegt að þessi lækkun endurspegli að einhverju leyti ásókn erlendra aðila í óverðtryggt ríkisskuldabréf fremur en lækkun verðbólguvæntinga innlendra aðila.

Samkvæmt þeirri spá sem birt var í *Peningamálum* 19. ágúst 2015 hafa verðbólguhorfur versnað verulega frá því sem gert var ráð fyrir í maí. Horfur eru á að verðbólga verði komin í ríflega 4% snemma á næsta ári og verði á bilinu 4-4½% á næstu tveimur árum áður en hún tekur að hjaðna á ný í átt að verðbólgu markmiðinu er líða tekur á spátímann. Meginskýring breyttra horfa liggur í nýgerðum kjarasamningum sem fela í sér töluvert meiri launahækkunir í ár og á næstu tveimur árum en áður var gert ráð fyrir. Útlit er fyrir að launakostnaður á framleidda einingu hækki um liðlega 9% í ár og rúmlega 7% á ári að meðaltali á spátímanum sem eru töluvert meiri hækkunir en gert var ráð fyrir í maíspánni. Á móti vegur að gert er ráð fyrir nokkru minni hækkun innflutningsverðlags á spátímanum en spáð var í maí.

Nokkur óvissa er varðandi hugsanleg frávik verðbólgu frá ofangreindri spá. Það stafar aðallega annars vegar af óvissu um í hve ríkum mæli launahækkunum verður velt út í verðlag eða þeim mætt með aukinni hagræðingu og því veikara atvinnustigi og hins vegar af óvissu um alþjóðlega verðþróun og áframhald viðskiptakjarabata.

Hægfara alþjóðlegum efnahagsbata vindur fram þótt enn sé nokkur óvissa til staðar, m.a. vegna nýlegs umrós á kínverskum fjármálamarkaði og væntanlegra vaxtahækkana bandaríska seðlabankans. Ólíuverð hefur lækkað enn frekar á alþjóðamörkuðum og viðskiptakjör þjóðarbúsins því haldið áfram að batna.

Bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands benda til þess að hagvöxtur hafi verið 2,9% á fyrsta fjórðungi þessa árs. Horfur eru á að hagvöxtur sæki enn frekar í sig veðrið er líður á árið og verði 4,2% á árinu í heild. Það er þó um ½ prósentu minni hagvöxtur en í maíspá *Peningamála* enda reyndist hagvöxtur á fyrsta fjórðungi minni en þá hafði verið spáð. Hagvaxtarhorfur fyrir næstu tvö ár hafa einnig verið færðar niður og er nú gert ráð fyrir um 3% vexti hvort ár í stað 3½% í maí. Samsetning hagvaxtarins breytist einnig og er vöxturinn nú í enn meira mæli drifinn áfram af innlendri eftirspurn, einkum einkaneyslu.

Miklar launahækkningar í kjölfar kjarasamninga munu óhjákvæmilega hafa í för með sér aukið aðhald peningastefnunnar sem draga mun úr vexti fjárfestingar og vinnuafseftirspurnar. Því er gert ráð fyrir hægari fjölgun heildarvinnustunda og meira atvinnuleysi á spátímanum en spáð var í maí. Talið er að slakinn sem myndaðist í þjóðarþúinu í kjölfar fjármálakreppunnar sé horfinn og að framleiðsluspenna sé byrjuð að myndast. Því er spáð að hún muni ná hámarki snemma á næsta ári í ríflega 1% af framleiðslugetu. Líkt og í maí er gert ráð fyrir að spennan verði horfin á ný í lok spátímans og að atvinnuleysi verði nálægt jafnvægisgildi sínu.

Gert er ráð fyrir 4½% undirliggjandi viðskiptaafgangi í ár sem er um tvöfalt meiri afgangur en í maíspánni. Um leið og slitabú föllnu bankanna verða gerð upp í byrjun árs 2016 og áhrif þeirra koma fram í undirliggjandi viðskiptajöfnuði er hins vegar áætlað að undirliggjandi afgangur minnki frá fyrra ári. Búist er við að undirliggjandi viðskiptaafgangur verði hátt í 1½% af landsframleiðslu árið 2017 sem er um ½ prósentu minni afgangur en spáð var í maí.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti peningastefnunefndina um gang mála frá síðasta fundi nefndarinnar, m.a. vinnu innan Seðlabankans í tengslum við áætlun stjórnvalda og Seðlabanka Íslands um losun fjármagnshafta. Skýrði hann nefndinni einnig frá því að stóru alþjóðlegu lánshæfismatsfyrirtækin þrjú hefðu öll hækkað lánshæfismat fyrir Ríkissjóð Íslands eftir að áætlun um afnám haft var kynnt í júní. Þá upplýsti hann nefndina um kaup ríkissjóðs á eigin bréfum útgefnum í Bandaríkjadöllum sem eru á gjalddaga í júní 2016 og greindi frá upplýsingum um kaup erlendra aðila á innlendum ríkisskuldabréfum.

Nefndin ræddi um það hvort þróunin frá síðasta fundi hefði breytt mati hennar á nauðsynlegu taumhaldi peningastefnunnar. Á síðasta fundi hafði nefndin hækkað vexti um 0,5 prósentur og verið sammála um að til að bregðast við áhrifum mikilla launahækkana í nýgerðum kjarasamningum virtist einsýnt að hækka þyrfti vexti umtalsvert í ágúst og frekar á komandi misserum ef takast ætti að tryggja að verðbólga héldist við markmið til lengri tíma litið.

Nefndarmenn voru sammála um að töluverður kraftur væri í þjóðarþúinu. Fyrir fundinum lá ný spá Seðlabankans sem tók mið af niðurstöðum kjarasamninga. Samkvæmt spánni verður árlegur hagvöxtur rúmlega 4% í ár og u.þ.b. 3% næstu tvö árin. Taldi nefndin að þrátt fyrir að þetta væri heldur minni vöxtur en bankinn spáði í maí sl. væri þetta þó öflugur vöxtur. Slakinn væri horfinn, bæði í hagkerfinu og á vinnumarkaði, og framleiðsluspenna færi vaxandi á næstu misserum. Samkvæmt spánni yrði hagvöxtur í ríkari mæli en á undanförunum árum drifinn af innlendri eftirspurn, ekki síst einkaneyslu, en fjárfesting yrði líklega minni en áður var spáð. Einnig væri gert ráð fyrir hægari vexti vinnuafseftirspurnar en í maí vegna hagræðingar fyrirtækja í kjölfar mikilla launahækkana í kjarasamningum og vegna viðbragða peningastefnunnar. Nefndin veitti því einnig athygli að svo virtist sem kraftur gæti verið að færast í útlán og vöxt peningamagns.

Nefndin ræddi verðbólguþróun frá síðasta fundi. Í takt við mat nefndarinnar á síðasta fundi sýndi ágústspáin að verðbólguhorfur hefðu versnað verulega miðað við maíspá bankans. Gerir spáin ráð fyrir að verðbólga verði komin í 4% snemma á næsta ári og að hún verði á bilinu 4-4½% næstu tvö árin, en hjaðni síðan í átt að verðbólguþróun, enda felst í spánni meira taumhald peningastefnunnar miðað við maíspána. Nefndarmenn höfðu af því áhyggjur að verðbólguvæntingar höfðu hækkað á milli funda.

Nefndarmenn voru sammála um að breytingar á efnahagshorfum frá því í maí megi fyrst og fremst rekja til áhrifa mikilla launahækkana í kjölfar kjarasamninga og aukins peningalegs aðhalds sem óhjákvæmilega fylgir þeim. Á móti verðbólguáhrifum launahækkana hefðu hins vegar vegið áhrif alþjóðlegrar þróunar sem hafa stuðlað að meiri lækkun innflutningsverðs en áður var gert ráð fyrir og bættum viðskiptakjörum.

Nokkur umræða var um mikil kaup Seðlabankans á gjaldeyri milli funda en gengi krónunnar hafi hækkað lítillega þrátt fyrir þau. Voru nefndarmenn sammála um að markmið gjaldeyriskaupa bankans væri ekki að koma í veg fyrir styrkingu krónunnar sem byggðist á þróun grunnþátta þjóðarbúsins heldur að byggja upp gjaldeyrisforða í aðdraganda losunar hafta sem ekki væri fjármagnaður af erlendum lánnum og koma í veg fyrir að sveiflur í genginu yrðu of miklar, t.d. vegna tímabundins inn- eða útstreymis.

Nefndin ræddi ýmsa óvissuþætti og áhrif þeirra á hagvöxt, eftirspurn og verðbólgu. Taldi nefndin sérstaklega mikla óvissu um það í hve ríkum mæli launahækkunum yrði velt út í verðlag eða mætt með innri hagræðingu hjá fyrirtækjum. Áhrif launahækkana á verðlag gætu því orðið minni en gert væri ráð fyrir í spánni, þótt áhættumat spárinnar benti til að meiri hætta væri á að verðbólga sé vanmetin en ofmetin. Töluverð óvissa væri einnig til staðar um alþjóðlega þróun og áhrif hennar á hrávöruverð og þar með viðskiptakjör þjóðarbúsins. Verði viðskiptakjarabatinn meiri en spáð er gæti svigrúm til launahækkana verið meira og verðbólguáhrif þeirra því minni en ella. Einnig var rætt um það að verðbólga væri aðallega drifin áfram af húsnæðislið vísitölnunnar. Húsnæðisverð hefur hækkað nokkuð undanfarið en virðist enn sem komið er ekki úr takt við þróun annarra efnahagsstærða og í ágætu samræmi við langtímahlutfall sitt af tekjum. Nefndarmenn voru þó sammála um að nauðsynlegt væri að fylgjast náið með þróun húsnæðisverðs og útlána.

Nefndin ræddi einnig samhengi vaxtaákvæðana og vísbendinga um aukið innflæði fjármagns. Voru nefndarmenn sammála um að enn sem komið er væri ekki um háar fjárhæðir að ræða en þær gætu þó hækkað hratt. Aukin eftirspurn eftir ríkisbréfum hafði hins vegar leitt til að vextir á löngum ríkisbréfum höfðu lækkað um eina prósentu. Bent var á að það gætu einnig verið aðrar skýringar á auknu innflæði og lægri vöxtum svo sem bætt lánshæfismat og lægra skuldaálag á ríkissjóð. Jafnframt var nefnt að áður hefði verið talið að mest hætta stafaði af of miklu útstreymi fjár en nú virtist umræðan snúast um að mest hætta stafaði af auknu innstreymi. Ekki mætti gleyma því að aukið innstreymi fjármagns væri jákvætt í aðdraganda þess að fjármagnshöftum yrði aflétt og jafnvægið væri enn skekkt af því að höftin héldu inni miklu útstreymi sem ella yrði. Bent var á að ef vaxtastig hér á landi ætti ekki að vera of frábrugðið því sem það væri annars staðar yrði innlend eftirspurn og verðbólga að vera í takt við það sem samrýmdist jafnvægi í þjóðarbúskapnum og verðbólguþróun. Nefndin var sammála um að koma yrði í veg fyrir að vaxtabreytingar færu að snúast um innflæði fjármagns. Ef innflæði vegna vaxtamunarviðskipta yrði verulegt þyrfti að nýta önnur tæki til að takmarka það. Í því samhengi ræddi nefndin mögulegar útfærslur á slíkum tækjum og þá vinnu sem fram fer innan bankans við útfærslu þeirra.

Nefndarmenn voru allir sammála því að hækka þyrfti vexti bankans um a.m.k. 0,5 prósentur og snerist umræðan um hvort rétt væri að hækka þá um 0,5 eða 0,75 prósentur. Helstu rök fyrir

að taka minna skref nú voru þau að töluverð óvissa væri um hversu mikið fyrirtækjum tækist að hagræða á móti kostnaðaraukanum og að alþjóðleg verðbólguþróun vægi í auknum mæli gegn innlendum verðbólguþrýstingi. Einnig var bent á að skýr skilaboð nefndarinnar að undanfögnu um framhaldið hefðu að einhverju leyti kallað fram meiri áhrif á vaxtarófið en sem næmi hækkun vaxta.

Helstu rök fyrir að taka stærra skref voru þau að hækkun um 0,5 prósentur myndi einungis færa taumhaldið á þann stað sem það var fyrir ákvörðun nefndarinnar um hækkun vaxta í júní. Grunnspá Seðlabankans benti til að áhrif kjarasamninganna á verðbólgu yrðu í takt við það sem nefndin hafði talið þá, en þá hafði hún talið einsýnt að herða yrði taumhaldið enn frekar á næstu fundum. Samkvæmt áhættumati spárinnar væru meiri líkur á að verðbólgu væri vanspáð en að henni væri ofspáð. Vísbendingar um eftirspurn og nýja spáin bentu til að innlend eftirspurn ykist hratt og yrði helsti drifkraftur hagvaxtar á spátímanum. Hækkun verðbólguvæntinga milli funda benti einnig til þess að enn vantaði á að verðbólguvæntingar hefðu trausta kjölfestu í verðbólgu markmiðinu. Hætta væri því á að taumhald peningastefnunnar væri aukið of lítið og of seint.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu hækkaðir um 0,5 prósentur sem myndi hafa í för með sér að meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum, yrðu 5,5%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 5,25%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 6,25% og daglánavextir 7,25%. Fjórir nefndarmenn greiddu atkvæði með tillögu seðlabankastjóra. Einn nefndarmaður greiddi atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra og kaus að hækka vexti um 0,75 prósentur.

Nefndarmenn voru sammála um að aukist verðbólga í framhaldi af kjarasamningum eins og spáð er muni vextir þurfa að hækka enn frekar eigi verðbólgu markmiðið að nást til lengri tíma lítið. Hve mikið og hve hratt myndi ráðast af framvindunni og því hvernig greiðist úr þeirri óvissu sem nú væri til staðar. Þar má nefna í hve ríkum mæli miklar launahækkanir koma fram í hækkun verðlags annars vegar og aukinni hagræðingu og framleiðniaukningu hins vegar. Þróun viðskiptakjara, útlána og fasteignaverðs skiptir þar einnig máli. Töldu nefndarmenn að vaxtaferillinn myndi einnig ráðast af því hvort öðrum stjórntækjum yrði beitt til þess að halda aftur af eftirspurnarþrýstingi á komandi misserum.

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 30. september 2015.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, september 2015

Birt: 14. október 2015

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 29. september 2015, en á honum ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 30. september 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 þjórðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 19. ágúst.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar hafði hækkað um 4,3% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu, 2,5% gagnvart evru, 4,1% gagnvart Bandaríkjadal og 7,6% gagnvart bresku pundi frá ágústfundi nefndarinnar.

Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu 346 milljónum evra (50,3 ma.kr.) á milli funda eða sem nemur 60% af veltu á gjaldeyrismarkaði. Kaupin hafa numið um 1,3 milljörðum evra (191,9 ma.kr.) það sem af er þessu ári sem er umtalsvert meira en á sama tímabili árið 2014.

Vextir á millibankamarkaði með krónur hækkuðu í takt við hækkun vaxta Seðlabankans í ágúst og eru vextir til einnar nætur á markaðnum sem fyrr í neðri hluta vaxtagangsins nálægt meginvöxtum bankans. Velta á millibankamarkaði nam 257,5 ma.kr. það sem af er ári sem er mun meira en á sama tímabili í fyrra en nokkuð undir veltu sama tímabils sl. þriggja ára þar á undan.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hafði lækkað um 0,4-0,7 prósentur á milli funda. Lækkunina má að mestu skýra með aukinni nýfjárfestingu erlendra fjárfesta sem hafa frá því í sumar fjárfest mest í lengri bréfum. Ávöxtunarkrafa þeirra bréfa hefur því lækkað meira þannig að ávöxtunarferill bréfanna hefur breyst úr því að vera upphallandi í að vera niðurrhallandi. Einnig gæti mat markaðsaðila á nýju fjárlagafrumvarpi, sem bendir til minni útgáfuþarfar ríkissjóðs á næstu árum en verið hefur, átt þátt í lækkuninni. Þá hafa sumir greiningaraðilar talið að í yfirlýsingu peningastefnunnar í ágúst fælist vísbending um minni vaxtahækkunir á næstu misserum en áður hafði verið spáð. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hækkaði á sama tíma um 0,1-0,3 prósentur. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur því lækkað.

Lægstu breytilegu nafnvextir óverðtryggðra íbúðalána stóru viðskiptabankanna þriggja höfðu hækkað um ½ prósentu frá fundi nefndarinnar í ágúst í takt við hækkun vaxta Seðlabankans. Fastir vextir sambærilegra lána voru hins vegar nánast óbreyttir líkt og vextir verðtryggðra íbúðalána bankanna en breytilegir vextir verðtryggðra sjóðfélagalána höfðu hins vegar lækkað hjá hluta lífeyrissjóða.

Vextir óverðtryggðra innlána viðskiptabankanna þriggja höfðu hækkað um 0,4-0,6 prósentur frá fundinum í ágúst en vextir verðtryggðra innlána voru óbreyttir.

Taumhald peningastefnunnar hafði styrkst lítillega frá ágústfundi nefndarinnar vegna lægri verðbólguvæntinga. Raunvextir bankans voru 1,9% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar á septemberfundinum eða um 0,2 prósentum hærrí en rétt eftir vaxtasilkynninguna í ágúst. Vextirnir voru hins vegar óbreyttir miðað við liðna ársverðbólgu og voru um 3½%.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hafði hækkað lítillega frá fundinum í ágúst. Skuldatriyggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs hafði hækkað um 0,2 prósentur og mældist um 1,6% á fundinum í september. Þá hafði áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands, miðað við vaxtamun á lengri skuldabréfum ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðlum og sambærilegum bréfum ríkissjóða Bandaríkjanna og Þýskalands, hækkað um 0,1-0,3 prósentur og var um 1,6-1,8% rétt fyrir fund nefndarinnar.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar óbreyttra nafnvaxta Seðlabankans í september og vísuðu þær allar til mildari tóns í síðustu yfirlýsingu nefndarinnar og að verðbólga hefði reynst minni en bankinn hafði spáð.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um tæplega 12% í ágúst frá sama tíma í fyrra en sé leiðrétt fyrir innlánnum slitastjórna innlánsstofnana í slitameðferð var aukningin 7,3%.

Hrein ný útlán innlánsstofnana (þ.e. ný útlán að frádregnum uppgreiðslum eldri lána) til atvinnufyrirtækja virðast hafa aukist töluvert á fyrstu átta mánuðum ársins samanborið við sama tímabil í fyrra. Sé tekið tillit til uppgreiðslna lána hjá Íbúðalánasjóði og þeirra upplýsinga sem fyrir liggja um skuldalækkunaraðgerðir stjórnvalda voru hrein ný útlán á fyrstu átta mánuðum ársins meiri en allt árið í fyrra sem og árið 2013.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði hækkað um 7,7% milli funda. Velta á aðalmarkaði var um 225 ma.kr. á fyrstu átta mánuðum ársins eða um 35% meiri en á sama tíma í fyrra.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Halli af vöruviðskiptum Íslands nam 6,7 ma.kr. fyrstu átta mánuði ársins en á sama tíma í fyrra var tæplega 1,8 ma.kr. halli. Verðmæti útflutnings jókst um 16% á föstu gengi en verðmæti

innflutnings um 17,2%. Meiri útflutningur skýrist einkum af 23% vexti útflutnings iðnaðarvöru og tæplega 16% vexti útflutnings sjávarafurða. Vöxtur innflutnings stafar einkum af rúmlega 53% aukningu í innflutningi flutningatækja frá sama tíma í fyrra og um fjórðungsaukningu innflutnings bæði mat- og drykkjarvöru og hrá- og rekstrarvöru.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag var 88,3 stig í ágústmánuði og hafði hækkað í hverjum mánuði frá því í febrúar á þessu ári. Nemur meðalhækkunin á fyrstu átta mánuðum ársins um 2,2% frá sama tíma í fyrra. Hana má rekja til 1,2% hærra nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var einnig 1 prósentu meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Álverð var nær óbreytt frá síðasta fundi peningastefnunefndar en meðalverð í september var þó ríflega fimmtungi lægra en fyrir ári. Verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hækkaði um 1,1% milli mánaða í júlí og um 9,7% milli ára.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í september var hagvöxtur 5,6% á öðrum ársfjórðungi. Þjóðarútgjöld jukust um 5,4% milli ára og var framlag utanríkisviðskipta jákvætt á fjórðungnum. Á fyrri helmingi ársins var hagvöxtur 5,2% þar sem vegast á 7,3% vöxtur þjóðarútgjalda og neikvætt framlag utanríkisviðskipta um sem nemur tæplega tveimur prósentum.

Hagvöxtur á fyrstu sex mánuðum ársins var 2,1 prósentu meiri en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans sem birt var í *Peningamálum* í ágúst sl. Þegar spáð var 3,1% vexti. Má rekja fráviknið til mun hagfelldara framlags utanríkisviðskipta en spáð var auk þess sem endurskoðun á þjóðhagsreikningum fyrsta ársfjórðungs leiddi í ljós umtalsvert meiri hagvöxt en bráðabirgðatölur frá júní sýndu. Innlend eftirspurn þróaðist að mestu leyti í takt við spána. Neysla og fjárfesting alls jókst um 6,8%. Hagvöxtur á fyrri hluta ársins var hins vegar áþekkur því sem spáð var í maí áður en tölur Hagstofunnar um fyrsta ársfjórðung voru birtar.

Undirliggjandi viðskiptajöfnuður var jákvæður um 26,5 ma.kr. á öðrum ársfjórðungi eða sem nemur 4,9% af landsframléiðslu. Þetta er meiri afgangur en var bæði á fjórðungnum á undan og á sama tíma í fyrra þegar hann nam 2,5% af landsframléiðslu. Afgangurinn á fjórðungnum stafar af 53,3 ma.kr. afgangi af þjónustuviðskiptum án áhrifa innlánsstofnana í slitameðferð en á móti vó 12,8 ma.kr. halli af vöruskiptum og 14,1 ma.kr. halli af undirliggjandi jöfnuði frumpáttatekna og rekstrarframlögum. Endurskoðun á áður birtum tölum fyrir fyrsta ársfjórðung 2015 sýnir að afgangur sem hlutfall af landsframléiðslu var ríflega ½ prósentu meiri en áður var talið. Árið 2014 var afgangur hins vegar minni sem nemur 0,8% af landsframléiðslu. Minni afgangur í fyrra skýrist af meiri frumpáttahalla þar sem vaxtagjöld af skuldabréfum reyndust meiri en áður var talið.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu það sem af er þriðja ársfjórðungi gefa til kynna að einkaneysla hafi aukist umtalsvert á fjórðungnum og að aukningin verði jafnvel meiri en verið hefur það sem af er ári. Greiðslukortavelta í júlí og ágúst var 7,5% meiri en á sama tíma í fyrra og nýskráningar bifreiða á sama tímabili voru um 64% meiri en í fyrra. Á móti kemur að dagvöruvelta var tæplega 1% minni en í júlí og ágúst í fyrra.

Væntingavísitala Gallup í september var nánast óbreytt frá ágústmánuði en stóð aðeins hærra en fyrir ári. Vísitala fyrirhugaðra stórkaupa mældist 64 stig sem er 2,8 stigum minna en í júní. Tvær af þremur undirvísitölum hennar, fyrirhuguð bifreiðakaup og fyrirhugaðar utanlandsferðir, lækkuðu milli mælinga en vísitala fyrirhugaðra húsnæðiskaupa hækkaði

nokkuð og hefur ekki verið hærrí síðan í september 2007. Allar undirvísitölurnar hækkuðu milli ára.

Samkvæmt frumvarpi til fjárlaga fyrir árið 2016 er áætlað að frumjöfnuður áráanna 2016-2019 versni lítillaga frá ríkisfjármálaáætlun frá því í vor. Frumjöfnuður versnar milli áráanna 2014 og 2016 á sama tíma og framleiðsluspenna eykst um 1,2 prósentur. Mælt sem breyting á hagsveifluleiðréttum frumjöfnuði minnkar aðhaldsstig ríkisfjármála samtals um u.þ.b. 1½% af vergri landsframleiðslu á þessu ári og því næsta. Aðhald á gjaldahlið nær ekki að vega upp slökun á tekjuhlið en gert er ráð fyrir 1-1,6% raunvexti frumútgjalda á tímabilinu. Að bankaskattinum undanskildum mun eftirgjöf tekna vegna kerfisbreytinga frá árinu 2013 nema 1,6% af landsframleiðslu árið 2016. Fjármagnsjöfnuður mun fara hratt batnandi á árunum 2016 til 2019 sem veldur því að afgangur á heildarjöfnuði fer úr 0,7% af landsframleiðslu árið 2016 í 1,7% árið 2019 þrátt fyrir að frumjöfnuður haldist nær óbreyttur.

Samkvæmt niðurstöðum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar hélt vöxtur vinnuafseftirspurnar áfram að aukast í júlí og ágúst. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 4,2% í ágúst og minnkaði um tæplega prósentu milli ára.

Launavísitalan hækkaði um 0,3% milli mánaða í ágúst eftir að hafa hækkað um 1,1% í júlí. Árshækkun vísitölunnar nam 7,7% í ágúst en 7,9% í júlí. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna hafði aukist um 5,4% milli ára í ágúst.

Samkvæmt niðurstöðum könnunar Gallup, sem var framkvæmd í ágúst og september meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, vildu rúmlega 17 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum. Þetta er töluvert meiri bjartsýni en var í sambærilegri könnun í maí og vilja nú fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki og færri vilja fækka því. Stjórnendur í öllum atvinnugreinum nema ferðaþjónustu voru bjartsýnni á ráðningar en í maíkönnuninni. Rúmlega fjórðungur fyrirtækja telur jafnframt vera skort á starfsfólki og hefur þeim fjölgað um tæplega 7 prósentur milli kannana. Um ⅓ fyrirtækja í byggingariðnaði telja sig búa við skort á starfsfólki, en rúmlega 70% vilja fjölga starfsmönnum á næstu sex mánuðum.

Samkvæmt könnuninni voru stjórnendur fyrirtækja mun bjartsýnni á horfur í efnahagsmálum en í síðustu könnun. Í fyrsta sinn síðan í september 2007 taldi meirihluti stjórnenda núverandi aðstæður góðar. Um 39% töldu þær vera hvorki góðar né slæmar. Stjórnendur voru einnig talsvert bjartsýnir á framtíðarhorfur en tæp 39% svarenda bjuggust við að aðstæður myndu batna á næstu sex mánuðum og um helmingur að aðstæður yrðu óbreyttar (þ.e. góðar). Stjórnendur í öllum atvinnugreinum nema byggingariðnaði voru bjartsýnni en í maí en mest varð breytingin til hins betra meðal fjármála- og sjávarútvegsfyrirtækja.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið hækkaði um 1,1% milli ársfjórðunga að teknu tilliti til árstíðar á þriðja fjórðungi ársins og um 8,1% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,9% milli mánaða í ágúst að teknu tilliti til árstíðar og um 8,1% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 10,5% á fyrstu átta mánuðum ársins miðað við sama tíma í fyrra.

Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,39% milli mánaða í september eftir að hafa hækkað um 0,53% í ágúst. Ársverðbólga mældist 1,9% í september og var óbreytt frá ágústfundi nefndarinnar en hafði hjaðnað milli mánaða. Verðbólga án húsnæðis mældist 0,5%. Undirliggjandi ársverðbólga miðað við kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa hafði hjaðnað lítillaga milli mánaða og var 2,2%. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu benda til þess að hún sé á bilinu 2,1-4%.

Mikil lækkun á flugfargjöldum til útlanda hafði mest áhrif á vísitölu neysluverðs í september og leiddi til 0,4 prósentna lækkunar hennar. Verðlækkun á bensíni og olíu leiddi síðan til 0,2

prósentna lækkunar en olíuverð á heimsmarkaði hefur lækkað töluvert að undanfögnu. Verðhækkun á fatnaði og skóm vegna útsöluloka hafði í för með sér 0,2 prósentna hækkun. Hækkun krónunnar að undanfögnu virðist hafa haft nokkur áhrif þar sem t.d. verðlækkunar vegna útsölu gengu ekki að fullu til baka. Þrátt fyrir að verðbólga sé lítil virðist þó sem innlendur verðbólguþrýstingur hafi aukist nokkuð. Innlend ársverðbólga (án húsnæðis) mældist 3,8% sl. tólf mánuði samanborið við 3% í júlí sl.

Samkvæmt könnun Gallup á verðbólguvæntingum heimila sem gerð var í september mældust þær 4% bæði til eins og tveggja ára og voru óbreyttar frá síðustu könnun í maí. Í sambærilegri könnun meðal stjórnenda fyrirtækja sem gerð var í ágúst og september höfðu verðbólguvæntingar þeirra til eins árs hins vegar lækkað um ½ prósentu frá því í maí og námu 3,5%. Væntingar þeirra um verðbólgu eftir tvö ár voru einnig 3,5% en höfðu lækkað lítillega frá síðustu könnun.

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur lækkað frá síðasta fundi. Erfitt er þó að túlka þróun verðbólguvæntinga á markaðnum vegna mikils innflæðis fjármagns að undanfögnu sem hefur leitt til þess að ávöxtunarkrafa á löngum óverðtryggðum ríkisskuldabréfum hefur lækkað töluvert. Verðbólguálag eftir tvö ár var að meðaltali um 3,8% í september og hafði lækkað um ½ prósentu síðan í ágúst. Verðbólguálag eftir fimm og tíu ár var að meðaltali rúmlega 3% í september eða 0,7 prósentum lægra en í ágúst.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti peningastefnunefndina um gang mála frá síðasta fundi nefndarinnar, m.a. vinnu innan Seðlabankans í tengslum við áætlun stjórnvalda og Seðlabanka Íslands um losun fjármagnshafta. Fulltrúar frá fjármálaráðuneytinu greindu nefndarmönnum einnig frá meginatriðum nýs fjárlagafrumvarps.

Nefndin ræddi um það hvort þróunin frá síðasta fundi hefði breytt mati hennar á hvort taumhald peningastefnunnar væri hæfilegt og hvort horfurnar hefðu breyst. Á síðasta fundi hafði nefndin lækkað vexti um 0,5 prósentur og verið sammála um að ykist verðbólga í framhaldi af kjarasamningum í takt við það sem ágústspá *Peningamála* gerði ráð fyrir þyrftu vextir að hækka enn frekar eigi verðbólgu markmiðið að nást til lengri tíma litið.

Að mati nefndarinnar var vöxtur efnahagsumsvifa í meginatriðum í takt við það sem ágústspáin gerði ráð fyrir. Nefndin ræddi nýbirtar tölur um þjóðhagsreikninga Hagstofu Íslands sem sýna að á fyrri hluta ársins var vöxtur innlendrar eftirspurnar áþekkur því sem gert var ráð fyrir í ágústspánni, en hagvöxtur mældist töluvert meiri. Þótt hagvöxtur hafi mælst meiri en spáð var, töldu nefndarmenn að spáskekkjan gæti að miklu leyti stafað af tímabundnum þáttum. Voru þeir sammála um að áfram væri útlit fyrir öflugan hagvöxt og vaxandi framleiðsluspennu í takt við ágústspána á næstu misserum.

Nefndarmenn ræddu verðbólguþróun frá síðasta fundi. Fram kom að verðbólga hafði aukist hægar en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans og væri enn undir markmiði Seðlabankans, sérstaklega ef horft væri framhjá húsnæðislið vísitölu neysliverðs. Töldu nefndarmenn að það stafaði að nokkru leyti af hærra gengi krónu en að sveiflukenndir liðir ættu þar einnig hlut að máli. Var nefndin sammála um að þrátt fyrir hagstæðari þróun hefðu verðbólguhorfur til lengri tíma litið líklega lítið breyst þótt nærhorfur væru betri. Niðurstaða kjarasamninga og tiltölulega háar verðbólguvæntingar bentu eftir sem áður til þess að verðbólga muni aukast á næstu misserum. Á móti vægi þó lækkun alþjóðlegs vöruverðs, en óvissan um þróun þess hafði aukist milli funda. Um 4% hækkun á gengi krónunnar frá síðustu vaxtaákvörðun þrátt fyrir mikil

gjalddeyriskaup Seðlabankans hefði einnig vegið upp á móti auknum innlendum verðbólguþrýstingi.

Að mati nefndarinnar stafaði hækkun gengisins nýverið að mestu leyti af þáttum sem eiga sér rætur í raunhagkerfinu. Voru nefndarmenn sammála um að ekki væri rétt að leggjast algerlega gegn undirliggjandi markaðsþróun. Ítrekuðu ýmsir nefndarmenn þá skoðun sína að markmið inngrípa Seðlabankans væri ekki að verja ákveðið gengi heldur að jafna flæði á gjalddeyrismarkaði og leitast við að draga úr óhóflegum gengissveiflum.

Nefndin ræddi þá möguleika að staldra við og halda vöxtum óbreyttum að þessu sinni í ljósi minni verðbólgu að undanförunu eða halda áfram vaxtahækkunarferlinu og var sá möguleiki að hækka vexti um 0,25-0,5 prósentur ræddur. Helstu rök fyrir óbreyttum vöxtum sem fram komu á fundinum voru þau að verðbólga hefði aukist hægar en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Það gæfi nefndinni aukið svigrúm varðandi það hversu hratt yrði brugðist við horfum um aukna verðbólgu. Það fæli einnig í sér aukið svigrúm til að sjá hvernig rættist úr þeirri óvissu sem til staðar væri. Verðbólga væri enn lítil sem gæti verið vísbending um að launahækkunum væri mætt með hagræðingu í fyrirtækjum í meira mæli en gert hafði verið ráð fyrir. Bent var á að svigrúm til launahækkana gæti einnig verið meira en talið hefði verið. Framleiðnivöxtur kynni einnig að vera vanmetinn og meiri viðskiptakjarabati en spáð var gæti gefið meira svigrúm til launahækkana. Óvissa um alþjóðlega verðbólguþróun, sem vegur í auknum mæli gegn innlendum verðbólguþrýstingi, hefði jafnframt aukist. Einnig kom fram sú skoðun að óhætt væri að bíða að þessu sinni þar sem vextir hefðu verið hækkaðir á síðustu tveimur fundum um samtals 1 prósentu. Þá myndi ný spá bankans liggja fyrir á næsta fundi þar sem áhrif nýlegrar framvindu á verðbólgu á næstu misserum yrðu metin.

Helstu rök fyrir því að halda áfram hækkunarferlinu voru þau að við ákvörðun í peningamálum bæri að taka mið af verðbólguhorfum í ríkari mæli en mældri verðbólgu á hverjum tíma. Þótt verðbólga hefði mælst minni í september en gert hafði verið ráð fyrir stafaði það aðallega af tímabundnum þáttum tengdum mikilli lækkun flugfargjalda. Þjónustuverðbólga sem væri vísbending um áhrif launahækkana á verðbólgu hefði t.d. aukist frá gerð kjarasamninga í vor og væri nú 3,6%. Allar vísbendingar um efnahagsþróunina sem birst hefðu frá síðasta fundi nefndarinnar bentu til að verulegur kraftur væri í þjóðarþúskapnum. Stefnan í ríkisfjármálum benti jafnframt til þess að þörf væri á harðara taumhaldi peningastefnunnar en áður var talið. Því væri hætta á að verið væri að þetta taumhald peningastefnunnar of lítið og of seint.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu áfram 5,5%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 5,25%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 6,25% og daglánavextir 7,25%. Fjórir nefndarmenn greiddu atkvæði með tillögu seðlabankastjóra. Einn þeirra hefði þó heldur kosið að hækka vexti um 0,25 prósentur en taldi sig engu að síður geta fallist á tillögu seðlabankastjóra. Einn nefndarmaður greiddi atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra og hefði kosið að hækka vexti um 0,25 prósentur.

Allir nefndarmenn voru sammála um að aukist verðbólga í framhaldi af kjarasamningum svipað og spár benda til muni peningastefnuneftindin þurfa að hækka vexti frekar eigi verðbólgu markmiðið að nást til lengri tíma lítið. Hve mikið og hve hratt réðist af framvindunni og því hvernig greiðist úr þeirri óvissu sem nú er til staðar. Þótt sterkari króna og alþjóðleg verðlagsþróun hefði gefið svigrúm til að hækka vexti aðeins hægar en áður var talið nauðsynlegt breytti það ekki þörfinni fyrir aukið aðhald á næstu misserum. Var nefndin einnig sammála um að vaxtaferillinn muni einnig ráðast af því hvort öðrum stjórnækjum yrði beitt til þess að halda aftur af eftirspurnarþrýstingi á komandi misserum. Að mati nefndarinnar fæli vænt afkoma ríkissjóðs í ár og frumvarp til fjárlaga 2016 að teknu tilliti til hagsveiflu hins vegar

í sér slökun á aðhaldi í ríkisfjármálum sem að óbreyttu kallaði á meira peningalegt aðhald en ella.

Nefndin ræddi sérstaklega vísbendingar um aukið innflæði fjármagns milli funda en aukin eftirspurn eftir ríkisbréfum hafði leitt til áframhaldandi lækkunar á vöxtum langra ríkisbréfa. Eins og á síðasta fundi voru nefndarmenn sammála um að ef innflæði vegna vaxtamunarviðskipta yrði verulegt þyrfti að nýta önnur tæki en vaxtataekið til að takmarka það. Ákveðið var að halda sameiginlegan fund með kerfisáhættunefnd fyrir lok nóvember til að ræða mögulegar útfærslur á slíkum tækjum.

Í framhaldi af miklum gjaldeyriskaupum bankans að undanfögnu og til þess að stuðla að því að fjármálastofnanir undirbúi sig undir uppgjör slitabúa gömlu bankanna og það útboð sem áformað er í því skyni að leysa út eða binda svokallaðar aflandskrónur ákvað nefndin á fundinum að auka bindiskyldu úr 2% í 4% frá og með næsta bindiskyldutímabili sem hefst 21. október nk. en breytingar á bindiskyldu höfðu verið ræddar á fundum nefndarinnar að undanfögnu. Nefndarmenn voru sammála um að markmiðið með hækkun bindiskyldu væri ekki að hafa áhrif á taumhald peningastefnunnar heldur að varðveita lausafjárstöðu fjármálastofnana í gegnum uppgjör slitabúa og útboð aflandskróna. Þess vegna er gert ráð fyrir að bindiskyldan verði lækkuð aftur í tengslum við útboðið. Þá verður stífling mikilla gjaldeyriskaupa að undanfögnu tryggari með þessari aðgerð. Jafnframt ákvað nefndin breytingar á reglum um bindiskyldu þannig að ekki þarf lengur að breyta reglum í hvert skipti sem peningastefnunefnd ákveður breytingar á bindiskylduhlutfallinu heldur nægir að það komi fram í yfirlýsingum nefndarinnar. Einnig voru reglurnar aðlagðar að núverandi Seðlabankalögum.

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 auk fulltrúa fjármálaráðuneytisins hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 4. nóvember 2015.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, nóvember 2015

Birt: 18. nóvember 2015

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 2. og 3. nóvember 2015, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 4. 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, innlendan þjórðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 30. september, eins og þær birtust í nýrri spá og óvissumati í *Peningamálum* 2015/4 hinn 4. nóvember.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar var nánast óbreytt frá septemberfundi nefndarinnar gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu þar sem hreyfingar gagnvart stærstu gjaldmiðlum vógu hver aðra upp. Hækkaði gengi krónunnar um 1,4% gagnvart evru en lækkaði um 2,3% gagnvart bresku pundi og um 0,8% gagnvart Bandaríkjadal.

Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu 198 milljónum evra (28,1 ma.kr.) á milli funda eða sem nemur 57% af veltu á gjaldeyrismarkaði. Kaupin hafa numið um 1,5 milljörðum evra (220 ma.kr.) það sem af er þessu ári sem er meira en tvöföld kaup bankans á sama tímabili árið 2014.

Vextir á millibankamarkaði með krónur hafa þróast í takt við meginvexti Seðlabankans og eru vextir til einnar nætur á markaðnum sem fyrr í neðri hluta vaxtagangsins nálægt meginvöxtum bankans. Velta á millibankamarkaði hefur numið 305,5 ma.kr. það sem af er ári sem er mun meira en á sama tímabili í fyrra en nokkuð undir veltu sama tímabils sl. þriggja ára þar á undan.

Mælt út frá raunvöxtum Seðlabankans hafði taumhald peningastefnunnar styrkst lítillega frá septemberfundi nefndarinnar vegna minni verðbólgu og lægri verðbólguvæntinga. Raunvextir bankans voru 3,6% miðað við ársverðbólgu á nóvemberfundinum og 2,2% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar. Það eru um 0,1-0,2 prósentum hærrí vextir en rétt eftir vaxtatilkyninguna í september.

Miðlun vaxta bankans yfir í aðra markaðsvexti hefur í meginatriðum verið hnökralaus á síðustu misserum. Miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn hefur þó veikt að undanfögnu þar sem hærrí Seðlabankavextir hafa að undanfögnu ekki skilað sér eins og ætla mætti í lengri vöxtum á skuldabréfamarkaði. Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hafði lækkað um 0,3-0,6 prósentur á milli funda. Frá júnifundinum nam lækkunin hins vegar allt að 2,1 prósentu en á sama tíma höfðu nafnvextir bankans verið hækkaðir um 1 prósentu. Ávöxtunarkrafa lengstu bréfanna hafði lækkað mest. Krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa lækkaði um 0,2-0,4 prósentur á milli funda og um allt að ½ prósentu frá því í júní. Ávöxtunarkrafa sértryggðra bréfa viðskiptabanka hafði einnig lækkað í takt við skuldabréfavextina. Lægri verðbólguvæntingar og minni ótti við verðbólgu í kjölfar kjarasamninga kann að einhverju leyti að skýra þessa þróun ásamt væntingum um minna framboð ríkisbréfa og betri skuldastöðu ríkissjóðs í kjölfar birtingar áætlunar um losun fjármagnshafna. Lækkunin skýrist þó líklega að mestu leyti af aukinni nýfjárfestingu erlendra aðila í lengri óverðtryggðum ríkisbréfum sem hefur lækkað líftímaálag á skuldabréfamarkaði. Er það í samræmi við álit meirihluta svarenda í nýlegri könnun bankans á væntingum markaðsaðila. Nýfjárfesting erlendra aðila í lengri óverðtryggðum ríkisbréfum hafði numið tæplega 49 ma.kr. frá miðjum júní sl.

Lækkun ávöxtunarkröfunnar á skuldabréfamarkaði hefur jafnframt haft áhrif til lækkunar á vöxtum sjóðfélagalána hluta lífeyrissjóða sem eru nú u.þ.b. ½ prósentu lægri en vextir sambærilegra lána viðskiptabanka. Vextir íbúðalána stóru viðskiptabankanna þriggja hafa hins vegar í meginatriðum þróast í takt við vexti Seðlabankans en einn af stóru bönkunum tilkynnti þó nýlega um vaxtalækkun.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hafði lækkað milli funda. Skuldtryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs hafði lækkað um 0,3 prósentur og mældist um 1,2% rétt fyrir nóvemberfundinn. Þá hafði áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands, miðað við vaxtamun á lengri skuldabréfum ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðlum og sambærilegum bréfum ríkissjóðs Bandaríkjanna, einnig lækkað um 0,3 prósentur og var um 1,5 prósentur rétt fyrir fund nefndarinnar. Sambærilegt áhættuálag miðað við Þýskaland var hins vegar nánast óbreytt og mældist vaxtamunurinn 1,6 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar óbreyttra nafnvaxta Seðlabankans í nóvember og vísuðu þær allar til þess að skammtímaverðbólguhorfur hefðu batnað og að hærrí gengi krónunnar og lækkun hrávöruverðs skapaði svigrúm til að bíða með frekari vaxtahækkunir þrátt fyrir undirliggjandi verðbólguþrýsting og vaxandi innlenda eftirspurn.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um rúmlega 13% á þriðja fjórðungi ársins frá sama tíma í fyrra en sé leiðrétt fyrir innlánnum slitastjórna innlánsstofnana í slitameðferð var aukningin 7%.

Gengis- og verðlagsleiðréttur heildarstofn útlána innlánsstofnana til heimila hefur vaxið um ½% frá áramótum til septemberloka en dregist saman um tæplega 5% að meðtöldum útlánastofni Íbúðalánasjóðs. Sé leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda fæst u.þ.b. 1% samdráttur útlánastofnsins. Nokkur óvissa er þó um þessa þróun og virðist hún ekki í takt við aðrar vísbendingar af lánamarkaði. Á fyrstu níu mánuðum ársins námu hrein ný útlán innlánsstofnana og Íbúðalánasjóðs (þ.e. ný útlán að frádregnum uppgreiðslum eldri lána) til

heimila um 24 ma.kr. en þegar tekið hefur verið tillit til skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda má gera ráð fyrir að þau hafi aukist um rúmlega 70 ma.kr. Útlán til atvinnufyrirtækja hafa einnig farið vaxandi á árinu. Leiðréttur útlánastofn innlánsstofnana til fyrirtækjanna jókst um tæplega 4% frá áramótum til septemberloka sem er heldur meira en á sama tímabili í fyrra þegar hann dróst saman um u.þ.b. 1½%. Hrein ný útlán innlánsstofnana til atvinnufyrirtækja námu rúmlega 126 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins sem er umtalsvert meira en á sama tíma í fyrra.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði hækkað um 9,3% milli funda. Velta á aðalmarkaði var tæplega 263 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins eða um 43% meiri en á sama tíma í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Í helstu viðskiptalöndum Íslands mældist hagvöxtur 1,9% á fyrri hluta ársins sem er lítillega meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspánni. Horfur fyrir árið í heild eru hins vegar heldur lakari en þá var áætlað.

Halli af vöruskiptum Íslands nam 13,6 ma.kr. fyrstu níu mánuði ársins en var 2 ma.kr. minni á sama tíma í fyrra. Verðmæti útflutnings jókst um 12,7% á föstu gengi en verðmæti innflutnings um 12,9%. Meiri útflutningur skýrist einkum af 17% vexti útflutnings iðnaðarvara og 13% aukningu útflutnings sjávarafurða. Vöxtur innflutnings stafar einkum af tæplega 35% aukningu innflutnings flutningatækja, 24% aukningu innflutnings neysluvöru og 23% aukningu innflutnings hrá- og rekstrarvara frá sama tímabili síðasta árs.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag var 90,4 stig í september og hækkaði um 2,3% milli mánaða en um 8,4% milli ára. Á fyrstu níu mánuðum ársins hefur það hækkað um 2,9% frá sama tíma í fyrra og má rekja hækkunina að mestu leyti til 1,8% hærra nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var einnig um 1 prósentu meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands á tímabilinu.

Álverð miðað við skráð heimsmarkaðsverð hafði lækkað um rúm 5% frá septemberfundi nefndarinnar og var meðalverð í október rúmlega 21% lægra en fyrir ári. Verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum stóð hins vegar í stað á milli mánaða í september en hafði hækkað um 7% frá fyrra ári.

Viðskiptakjör bötnuðu um 10½% á fyrri hluta ársins frá sama tíma í fyrra og kemur það til viðbótar ríflega 3% bata í fyrra. Skýrist batinn fyrst og fremst af lækkun alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs og hækkun verðlags sjávarafurða.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Launavísitalan hækkaði um 3,5% milli fjórðunga á þriðja fjórðungi ársins og um 7,9% milli ára. Kaupmáttur launa var 2,8% meiri á þriðja fjórðungi en á fjórðungnum á undan og 5,8% meiri en á sama fjórðungi í fyrra.

Niðurstöður Vinnuamarkaðskönnunar Hagstofunnar sýna að vinnuafleifing var heldur meiri á þriðja fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir í spánni sem birt var í *Peningamálum* í ágúst. Þar var gert ráð fyrir 1,9% fjölgun heildarvinnustunda milli ára en þeim fjölgaði í raun um 2,4%. Ólíkt því sem var á fyrri hluta ársins skýrist aukningin bæði af fjölgun starfandi fólks og lengri meðalvinnutíma. Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi mældist 4% á þriðja fjórðungi ársins og minnkaði um 0,2 prósentur milli fjórðunga.

Helstu vísbendingar um einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi benda til áframhaldandi vaxtar og að jafnvel hafi bætt í vöxtinn. Greiðslukortavelta á fjórðungnum jókst um hátt í 7% milli ára en vöxturinn var þó meiri í upphafi fjórðungsins en í lok hans. Nýskráningum bifreiða fjölgaði um rúm 55% á fjórðungnum. Dagvöruvelta minnkaði hins vegar lítillega milli ára en flestar aðrar smásöluvísitölur hafa hækkað milli ára.

Væntingavísitala Gallup mældist 108,9 stig í október og hækkaði um 5,3 stig milli mánaða og um 33 stig milli ára. Þetta er hæsta gildi vísitölunnar frá janúar 2008 en nokkur stígandi hefur verið í vísitölunni undanfarin misseri og hafa neytendur ekki verið bjartsýnni á atvinnuástandið frá október 2007.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok október, hækkaði um 1,2% frá fyrri mánuði en um 1,3% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflum. Vísitalan hefur hækkað um 7,9% undanfarna tólf mánuði. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 1,2% milli mánaða í september og um 9,3% frá fyrra ári. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um tæplega 16% milli ára á fyrstu níu mánuðum ársins miðað við sama tímabil í fyrra.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,07% milli mánaða í október. Ársverðbólga mældist 1,8% og hjaðnaði lítillega frá síðasta fundi peningastefnunefndar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis lækkaði um 0,2% milli mánaða og var verðbólga á þann mælikvarða 0,3%. Undirliggjandi verðbólga miðað við kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa hafði einnig hjaðnað milli funda og var 1,9%. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu benda til þess að hún sé á bilinu 2-4%. Helsti áhrifaþáttur í október var lækkun á verði húsnæðis sem hafði um 0,17 prósentna áhrif til lækkunar á vísitölu neysluverðs. Á móti vó lækkun á verði innfluttrar vöru og almennri þjónustu.

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur lækkað töluvert síðan í sumar. Lækkunin endurspeglar líklega að einhverju leyti gengishækkun krónunnar, litla alþjóðlega verðbólgu og minni svartsýni um verðbólguþróun í kjölfar kjarasamninga en mátti sjá í aðdraganda samninganna. Erfitt er þó að túlka þróun verðbólguálagsins vegna mikils innflæðis fjármagns að undanförunu sem hefur leitt til þess að ávöxtunarkrafa á löngum óverðtryggðum ríkisskuldabréfum hefur lækkað töluvert eins og fjallað var um hér að framan. Verðbólguálag eftir tvö ár var að meðaltali um 3,3% í október og hafði lækkað um tæplega ½ prósentu síðan í september. Verðbólguálag eftir fimm og tíu ár var að meðaltali um 2,7% í október og hafði einnig lækkað um tæplega ½ prósentu síðan í september en lækkunin síðan í júní nam rúmlega 2 prósentum.

Samkvæmt könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í lok október bjuggust þeir við 3,8% verðbólgu eftir eitt ár sem er 0,1 prósentu minna en í síðustu könnun í ágúst. Væntingar þeirra um ársverðbólgu eftir tvö ár höfðu hins vegar hækkað um ½ prósentu síðan í ágúst og námu 4%. Langtímaverðbólguvæntingar þeirra breyttust lítið milli kannana og bjuggust þeir við að verðbólga yrði að meðaltali tæplega 3½% á næstu tíu árum. Þessar niðurstöður benda því til þess að einungis hluta lækkunar verðbólguálagsins megi rekja til raunverulegrar lækkunar verðbólguvæntinga.

Samkvæmt spá sem birt var í *Peningamállum* 4. nóvember 2015 eru verðbólguhorfur lítið breyttar til lengri tíma frá ágústspánni þrátt fyrir að horfur til skemmri tíma hafi batnað nokkuð. Verðbólga var að meðaltali 2% á þriðja ársfjórðungi sem er 0,4 prósentum minni verðbólga en spáð var í ágúst. Skýrist frávikid fyrst og fremst af herra gengi krónunnar og meiri lækkun hrávöru- og olíuverðs á heimsmarkaði en þá var spáð. Einnig virðast verðlagsáhrif af nýlegum kjarasamningum vera minni en þá var gert ráð fyrir, líklega að hluta til vegna gengishækkunar

krónunnar og batnandi viðskiptakjara undanfarna mánuði. Samkvæmt spánni er töluverður og vaxandi innlendir verðbólguþrýstingur til staðar sem gæti brotist hratt út þegar áhrif herra gengis og lægra innflutningsverðs taka að fjara út. Gert er ráð fyrir að verðbólga verði 2,3% á síðasta fjórðungi ársins sem er 1½ prósentu minni verðbólga en áætlað var í ágúst. Spáð er að verðbólga haldi áfram að þokast upp en þó nokkru hægar en þá var talið og gert er ráð fyrir að hún verði um og yfir 4% í lok næsta árs og fram á seinni hluta árs 2017 en taki síðan að þokast niður á ný.

Talið er að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði hinn sami í ár og í fyrra eða 1,7% en aukist í 2% á næsta ári. Spáð er 2¼% hagvexti að meðaltali á árunum 2017-2018. Hagvaxtarhorfur fyrir allt spátímabilið hafa því versnað frá því í ágúst og óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum aukist á ný.

Gert er ráð fyrir að viðskiptakjör batni um líðlega 5% í ár. Er það ½ prósentu minni bati en spáð var í ágúst. Horfur fyrir næstu ár eru hins vegar óbreyttar frá því í ágúst en óvissa hefur aukist í takt við aukna óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum.

Samkvæmt spánni hægir nokkuð á útflutningsvexti á næstu þremur árum í takt við hækkandi raungengi. Horfur eru á minni vöruútflutningi á næsta ári en spáð var í ágúst enda hækkun raungengis meiri og eftirspurn viðskiptalanda minni en þá var gert ráð fyrir. Á móti vega betri horfur í ferðamannaíðnaði.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var 5,6% hagvöxtur á öðrum ársfjórðungi. Er það mesti hagvöxtur sem mælst hefur á einum fjórðungi frá ársbyrjun 2008. Hagstofan endurskoðaði einnig áður birtar tölur og telur nú að hagvöxtur hafi verið 4,8% á fyrsta fjórðungi en hafði áður metið hann 2,9%. Hagvöxtur á fyrri hluta ársins er nú talinn hafa verið 5,2% sem er nokkru meiri vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Þótt mikill hagvöxtur á fyrri hluta ársins endurspegli að nokkru leyti einskiptisáhrif kröftugs þjónustuútflutnings hafa hagvaxtarhorfur fyrir árið í heild verið endurskoðaðar upp á við frá ágústspánni og er nú gert ráð fyrir 4,6% hagvexti í ár. Það er 0,4 prósentum meiri hagvöxtur en spáð var í ágúst en sami vöxtur og spáð var í maí. Betri horfur endurspeglar bæði kröftugri vöxt innlendar eftirspurnar og lítillega jákvæðara framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar. Líkt og í ágústspánni er gert ráð fyrir að heldur hægi á hagvexti á næstu árum, þótt áfram sé spáð hagvexti umfram langtímameðaltal á meginhluta spátímans. Gert er ráð fyrir 3,2% hagvexti á næsta ári en um 3% árið 2017 og um 2½% árið 2018.

Batinn á vinnumarkaði heldur áfram og er slakinn þar horfinn á flesta mælikvarða. Mikil fjölgun starfa skýrir minnkandi atvinnuleysi en á móti vegur að atvinnuþátttaka hefur einnig aukist talsvert og er árstíðarleiddrið atvinnuþátttaka nú 3 prósentum meiri en hún var á síðasta fjórðungi 2011 þegar hún var minnst í kjölfar fjármálakreppunnar og nálgast nú það sem hún varð mest í byrjun árs 2007. Hlutfall starfandi hefur að sama skapi hækkað töluvert og var á þriðja fjórðungi 1½ prósentu herra en á sama tíma í fyrra. Aðrar vísbendingar af vinnumarkaði hníga í sömu átt. Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir áframhaldandi bata á vinnumarkaði með minnkandi atvinnuleysi og fjölgun starfa og heildarvinnustunda. Batinn er þó talinn verða heldur hægari en í ágúst enda gert ráð fyrir meiri hækkunum launakostnaðar. Atvinnuleysi minnkar úr 4,4% í ár í 4% árið 2018 og heildarvinnustundum fjölgar um ríflega 2% að meðaltali á ári.

Úrskurður gerðardóms í ágúst og samkomulag aðila á vinnumarkaði í kjölfarið hefur haft í för með sér meiri launahækkunir á spátímanum en gert var ráð fyrir í ágústspánni. Þótt heldur hraðari framleiðnivöxtur á seinni hluta spátímans vegi á móti er eftir sem áður gert ráð fyrir mjög mikilli hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á spátímanum eða 9% í ár og 8% á

næsta ári. Gangi spáin eftir verður meðalhækkun í ár og á næstu þremur árum því 6,7% á ári sem er langt umfram það sem getur samrýmst verðstöðugleika til lengri tíma lítið.

Í takt við endurskoðun Hagstofunnar á sögulegum hagvaxtartölum er nú talið að slakinn í þjóðarþúinu hafi verið tæplega ½ prósentu meiri á ári á árunum 2011-2014 en fyrri tölur gáfu til kynna. Líkt og í ágúst er þó talið að slakinn hafi horfið í byrjun þessa árs og meiri hagvöxtur í ár og á spátímabilinu í heild leiði til þess að heldur meiri framleiðsluspenna myndast á spátímanum en áður var spáð. Hún er talin ná hámarki í 1½% af framleiðslugetu í byrjun næsta árs og verður á svipuðu stigi fram á mitt ár 2017 en tekur þá að minnka á ný.

Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála næstu þrjú árin. 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 hæglega breyst frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Verðbólguþrýstingur kann að vera vanmetinn sem að öðru óbreyttu myndi kalla á hærra vaxtastig en felst í grunnspánni til að halda verðbólgu í markmiði, ef t.d. fyrirtæki velta kostnaðarauka nýgerðra kjarasamninga í ríkari mæli út í verðlag en gert er ráð fyrir í spánni eða ef áhrif mikillar tímabundinnar hækkunar kaupmáttar ráðstöfunartekna á einkaneyslu og húsnæðisverð eru vanmetin. Verðbólga gæti einnig orðið þrálátari en spáð er ef hinar miklu launahækkningar ná að grafa enn frekar undan kjölfestu verðbólguvæntinga. Svipaða sögu má segja ef gengi krónunnar reynist lægra á spátímanum en gert er ráð fyrir í grunnspánni eða ef spennan í þjóðarbúskapnum verður meiri, t.d. ef umsvif í orkufrekum iðnaði reynast meiri en spáð er eða ef slakinn í ríkisfjármálum reynist meiri. Nýlegir breistir í miðlunarferli peningastefnunnar gætu einnig gert henni erfiðara fyrir að halda aftur af innlendri eftirspurn sem að öðru óbreyttu gæti leitt til meiri verðbólgu en spáð er. Verðbólga gæti hins vegar reynst minni en spáð er ef alþjóðlegar efnahagshorfur reynast lakari eða ef alþjóðlegt hrávöru- og olíuverð gefur enn frekar eftir. Gengi krónunnar gæti einnig reynst hærra en grunnspáin gerir ráð fyrir og fyrirtæki gætu brugðist við mikilli hækkun launakostnaðar í meira mæli í gegnum lækkun eigin hagnaðarhlutdeildar eða með aukinni hagræðingu. Framleiðnivöxtur gæti einnig orðið meiri en í grunnspánni sem vega myndi í meira mæli gegn verðbólguþrýstingi af vinnumarkaði.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti peningastefnunefndina um gang mála frá síðasta fundi nefndarinnar, m.a. vinnu innan Seðlabankans í tengslum við áætlun stjórnvalda og Seðlabanka Íslands um losun fjármagnshafta.

Nefndin fjallaði um skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika*, sem var birt eftir septemberfund peningastefnunefndar, stöðu fjármálastofnana, áhættu fjármálakerfisins í tengslum við losun fjármagnshafta og framvinduna við endurskipulagningu skulda einkageirans.

Nefndin ræddi einnig áhrif hækkunar bindiskyldu á lausafjárstöðu innlánsstofnana. Svo virtist sem hækkun hlutfallsins hafi haft tilætluð áhrif og stuðlað að undirbúningi stofnananna fyrir uppgjör slitabúa gömlu bankanna og það útboð sem áformað er í því skyni að leysa út eða binda svokallaðar aflandskrónur. Nefndarmenn voru því sammála um að hreyfa ekki bindiskylduna frekar að þessu sinni.

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. Á síðasta fundi hafði nefndin ákveðið að staldra við og halda vöxtum óbreyttum vegna þess að sterkari króna og alþjóðleg verðlagsþróun hefði gefið svigrúm til að hækka vexti aðeins hægar en áður hafði verið talið nauðsynlegt. Þó voru nefndarmenn sammála um að betri nærhorfur breyttu ekki þörfinni fyrir aukið aðhald á næstu misserum.

Að mati nefndarinnar var vöxtur efnahagssumsvifa miðað við nýja spá bankans í meginatriðum í samræmi við mat hennar á septemberfundinum, en þó heldur kröftugri, enda myndi hagvöxtur verða 4,6% á þessu ári samkvæmt nýju spánni eða ½ prósentu meiri en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Nefndin taldi hagvaxtarhorfur til næstu ára einnig hafa batnað. Nefndarmenn veittu því athygli að gert er ráð fyrir að vöxtur innlendrar eftirspurnar verði töluvert meiri en hagvöxtur í ár.

Nefndin ræddi að verðbólga hefði reynst nokkru minni á þriðja fjórðungi ársins en spáð var í ágústhefti *Peningamála* og að hún væri enn undir markmiði, sérstaklega ef horft væri fram hjá húsnæðislið vísitölu neysluverðs. Töldu nefndarmenn að það stafaði einkum af meiri lækkun alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs og hækkun á gengi krónunnar en gert var ráð fyrir í fyrri spám Seðlabankans sem hefði vegið á móti auknum verðbólguþrýstingi af innlendum toga. Verðbólguhorfur til skamms tíma væru því betri en bankinn hafði spáð í ágúst.

Nefndarmenn voru hins vegar sammála um að til lengri tíma lítið hefðu verðbólguhorfur lítið breyst, því að innlendir verðbólguþrýstingur, aðallega vegna mikilla launahækkana, myndi leiða til þess að verðbólga fari yfir markmið þegar drægi úr áhrifum lítillar alþjóðlegrar verðbólgu.

Þar sem langtímahorfur samkvæmt spánni voru í samræmi við mat nefndarinnar á septemberfundinum taldi nefndin eðlilegt að halda áfram að herða taumhald peningastefnunnar eins og hún hafði boðað á fyrri fundum sínum. Nefndarmenn voru sammála um að mikill kraftur væri í þjóðarbúskapnum, slaki horfinn og framleiðsluspenna tekin að myndast, sem myndi leiða til aukinnar verðbólgu þegar áhrif gengishækkunar krónunnar og lækkunar hráefna- og eldsneytisverðs hefðu fjarað út. Því væri líklega þegar farið að reyna á þanþol þjóðarbúsins. Nefnt var að mikilli eftirspurn yrði að einhverju leyti áfram mætt með innflutningi vinnuafis, en á móti var bent á að teikn væru um að fyrirtæki ættu erfiðara með að mæta skorti á starfsfólki á þennan hátt. Einnig var bent á að innflutningur vinnuafis hefði í för með sér aukna eftirspurn, t.d. eftir húsnæði, sem yki enn á eftirspurnarþrýstinginn.

Eins og á síðasta fundi var nokkur umræða um það hvort lítil verðbólga að undanfögnu væri vísbending um að launahækkunum væri í meira mæli mætt með hagræðingu í fyrirtækjum en gert væri ráð fyrir í spánni. Einnig var nefnt að bæði framleiðni og viðskiptakjarabati gæti verið vanmetinn í spánni og því kynni svigrúm til launahækkana án samsvarandi verðbólguáhrifa að vera meira en gert sé ráð fyrir í spánni. Á móti var bent á að þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir miklum launahækkunum í spánni sé líklegt að þær séu vanmetnar í ljósi þess að aðeins er tekið að hluta tillit til þeirra hækkana sem nú eru til umræðu hjá aðilum vinnumarkaðarins. Miðað við þá spennu sem virtist vera að myndast á vinnumarkaði kynni launaskrið einnig að vera vanmetið í spánni. Auk þess var nefnt að þótt verðbólga væri enn lítil gæti hún aukist mjög hratt í ljósi undirliggjandi innlands verðbólguþrýstings frá vinnumarkaði, þótt hann væri enn að mestu hulinn vegna gagnstæðra áhrifa lækkunar alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs og hækkunar á gengi krónunnar. Jafnvel þótt töf yrði á alþjóðlegum efnahagsbata gæti

verðbólguþrýstingurinn komið fram vegna þess eins að hrávöru- og olíuverð hætti að lækka og áhrif fyrri lækkunar tækju að fjara út.

Nefndin ræddi horfur í ríkisfjármálum en samkvæmt fjárlagafrumvarpi fyrir næsta ár stefndi í aukinn slaka í ríkisfjármálum. Nefndarmenn voru sammála um að nokkur hætta væri á að aðhald ríkisfjármála yrði jafnvel minna en gert væri ráð fyrir í frumvarpinu. Verðbólguþrýstingur kynni því að vera vanmetinn í spánni enda væri í henni einungis tekið mið af slökun á aðhaldi í ríkisfjármálum að teknu tilliti til hagsveiflu sem gert er ráð fyrir í frumvarpinu. Jafnframt var áréttað að spáin byggist á þeirri forsendu að aðhald peningastefnunnar sé hert samhliða því að framleiðsluspenna og verðbólga aukist. Gerðist það ekki eða of seint yrði verðbólga meiri á spátímanum en samkvæmt nóvemberspánni.

Nefndarmenn ræddu óvissu um miðlun peningastefnunnar og voru sammála um að hún hefði aukist vegna þess að áhrifa óvenju lágra alþjóðlegra vaxta gætti í vaxandi mæli hér á landi. Því væri líklegt að miðlunin myndi færast yfir í gengisfarveginn í enn ríkari mæli en áður en jafnan er erfiðara að reiða sig á þann farveg en vaxtafarveginn. Gæti það gert nefndinni erfiðara fyrir að ná því aðhaldsstigi sem stefnt væri að. Einn nefndarmaður taldi hættuna á óhóflegu innflæði fjármagns því geta takmarkað möguleika peningastefnunnar til þess að bregðast tímanlega við versnandi langtímaverðbólguhorfum. Var nefndin sammála um að ef innflæði vegna vaxtamunarviðskipta yrði verulegt þyrfti að nýta önnur tæki en vaxtataekið til að takmarka það, sem rætt yrði á sameiginlegum fundi með kerfisáhættunefnd fyrir lok nóvember.

Nefndin ræddi þróun lausafjárstöðu í tengslum við losun fjármagnshafta. Töldu nefndarmenn líklegt að breytingar gætu orðið á lausafjárstöðu sem haft gætu áhrif á þörf fyrir frekari vaxtabreytingar. Þörf fyrir aukið aðhald í peningamálum myndi einnig ráðast af því hvort öðrum stjórnækjum hagstjórnar verði beitt til þess að halda aftur af eftirspurnarþrýstingi á komandi misserum.

Nefndarmenn ræddu ákvörðun um vexti og töldu hvort tveggja koma til greina að halda vöxtum óbreyttum og að hækka þá. Í ljósi fyrri skilaboða um þörf á áframhaldandi herðingu taumhalds töldu sumir þó að óbreyttir vextir í of langan tíma gætu sent röng skilaboð um mat nefndarinnar fyrir aukið aðhald til lengri tíma litið.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu hækkaðir um 0,25 prósentur sem myndi hafa í för með sér að meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum, yrðu 5,75%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 5,5%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 6,5% og daglánavextir 7,5%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

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 miðvikudaginn 9. desember 2015.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2015

Birt: 23. desember 2015

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 8. desember 2015, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 9. desember 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 þjórðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 4. nóvember.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar hafði hækkað lítillega frá nóvemberfundi nefndarinnar gagnvart evru og viðskiptaveginni gengisvísitölu og um 1,7% gagnvart bresku pundi en lækkað um 1,1% gagnvart Bandaríkjadal.

Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu 114 milljónum evra (16 ma.kr.) á milli funda eða sem nemur 48% af veltu á gjaldeyrismarkaði. Það sem af er þessu ári námu kaupin 1,6 milljörðum evra (236 ma.kr.) sem er meira en tvöföld kaup bankans á sama tímabili árið 2014.

Vextir á millibankamarkaði með krónur hækkuðu í takt við hækkun vaxta Seðlabankans í nóvember og eru vextir til einnar nætur nálægt meginvöxtum bankans. Velta á millibankamarkaði hefur numið 351,5 ma.kr. það sem af er ári sem er mun meira en á sama tímabili í fyrra en nokkuð undir veltu sama tímabils sl. þriggja ára þar á undan.

Taumhald peningastefnunnar í byrjun desember var svipað og það mældist fyrir fundinn í nóvember. Raunvextir bankans voru 3,7% miðað við ársverðbólgu og 2,4% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum.

Ákvörðun peningastefnunar um að hækka vexti bankans um 0,25 prósentur í nóvember virtist hafa komið markaðsaðilum á skuldabréfamarkaði á óvart enda höfðu flestir greiningaraðilar spáð óbreyttum vöxtum. Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hækkaði í kjölfarið og hafði hækkað um 0,3-1,1 prósentu um miðjan nóvember, mest á lengri óverðtryggða endanum. Krafa óverðtryggðra bréfa tók síðan að lækka á ný. Á desemberfundi nefndarinnar var ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa um 0,3-0,7 prósentum hærra en hún hafði verið á nóvemberfundinum.

Vextir óverðtryggðra íbúðalána tveggja af stóru viðskiptabönkunum hækkuðu einnig samhliða hækkuðu vaxta Seðlabankans í nóvember en vextir verðtryggðra íbúðalána stóru viðskiptabankanna og meðaltal verðtryggðra vaxta íbúðalána lífeyrissjóða breyttust ekki.

Vextir óverðtryggðra innlána stóru viðskiptabankanna hækkuðu einnig samhliða hækkuðu vaxta Seðlabankans í nóvember en vextir verðtryggðra innlána voru óbreyttir frá nóvemberfundinum.

Litlar breytingar hafa orðið á áhættuálagi á skuldbindingar ríkissjóðs frá fundi nefndarinnar í nóvember.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar óbreyttra nafnvaxta Seðlabankans í desember og vísuðu til þess að verðbólga væri enn lítil og undir verðbólguþröngum Seðlabankans.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um tæplega 7½% í október frá sama mánuði í fyrra en um tæplega 7% ef leiðrétt er fyrir innlánnum innlánsstofnana í slitameðferð.

Heildarstofn útlána innlánsstofnana til innlendra aðila dróst saman um 0,8% á milli ára í október en um rúmlega 3% að meðtöldum útlánastofni íbúðalánasjóðs og lífeyrissjóða. Sé leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda má ætla að útlánastofn þessara lánastofnana hafi minnkað um u.þ.b. 1% á milli ára í október. Þrátt fyrir þennan samdrátt á milli ára hafa hrein ný útlán (þ.e. ný útlán að frádregnum upp- og umframgreiðslum eldri lána) aukist nokkuð á fyrstu tíu mánuðum ársins og hefur útlánastofninn aukist um u.þ.b. 1½% frá áramótum sé leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda, að stærstum hluta vegna útlánaaukningar til atvinnufyrirtækja.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði hækkað um 0,7% milli funda. Velta á aðalmarkaði var rúmlega 320 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum ársins eða um 48% meiri en á sama tíma í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Samkvæmt spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD), sem birt var í nóvember, er gert ráð fyrir að hagvöxtur og alþjóðaviðskipti verði heldur minni á heimsvísu í ár en stofnunin hafði spáð í júní. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur á heimsvísu verði 2,9% í ár sem er um 0,2 prósentum minni vöxtur en stofnunin spáði í júní en spáin fyrir næsta ár er óbreytt. Spá OECD um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands er óbreytt fyrir árið í ár frá því sem gert var ráð fyrir í júní eða 1,8% en hefur verið endurskoðuð niður um 0,3 prósentur í 2% fyrir næsta ár sem er í takt við nóvemberspá *Peningamála*. Stofnunin færði lítillaga upp verðbólguþröngum fyrir viðskiptalönd Íslands í ár en niður um 0,3 prósentur fyrir árið 2016. Spáð er að verðbólga verði 1,3% í viðskiptalöndunum á næsta ári og 1,7% árið 2017 sem er 0,2 prósentum minni verðbólga á hvoru ári fyrir sig en gert var ráð fyrir í síðustu spá *Peningamála*.

Halli af vöruskiptum Íslands nam um 18,6 ma.kr. á fyrstu ellefu mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra var rúmlega 4 ma.kr. afgangur. Verðmæti útflutnings jókst um 8,6% mælt á föstu gengi en verðmæti innflutnings um 13,1%. Útflutningsverðmæti sjávarafurða jókst um tæp

11% en útflutningsverðmæti iðnaðarvara um tæplega 10½%. Vöxtur innflutnings stafar einkum af því að innflutningur flutningatækja jókst um 37% frá sama tíma í fyrra, innflutningur mat- og drykkjarvöru um 23½% og innflutningur hrá- og rekstrarvöru um 20%.

Miðað við hlutfallslegt verðlag mældist raungengi í nóvember 90,5 stig og hafði hækkað um 8,7% milli ára. Árshækkunina má að mestu leyti rekja til 7,5% hækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var um 1,1 prósentu meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð var álverð nær óbreytt frá fundi peningastefnunefndar í nóvember en meðalverð í nóvember var rúmlega 28% lægra en fyrir ári. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum lækkaði um ½% í október frá fyrri mánuði en hefur hækkað um tæplega 4½% milli ára.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í desember var árhagvöxtur 2,6% á þriðja ársfjórðungi. Þjóðarútgjöld jukust um 3,4% milli ára á fjórðungnum og framlag utanríkisviðskipta var neikvætt. Á fyrstu níu mánuðum ársins var hagvöxtur 4,5% þar sem vegast á 6,2% vöxtur þjóðarútgjalda og neikvætt framlag utanríkisviðskipta.

Hagvöxtur á fyrstu níu mánuðum ársins var 0,6 prósentum minni en gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans en hún gerði ráð fyrir 5,1% vexti. Má rekja fráviknið til heldur minni innlendar eftirspurnar og lítillega lakara framlags utanríkisviðskipta en spáð var. Hagvöxtur á fyrri hluta ársins var endurskoðaður upp á við og er hagvöxtur þess tímabils nú talinn hafa verið 5,6% eða 0,4 prósentum meiri en áður var áætlað. Á fyrstu níu mánuðum ársins var vöxtur innlendar eftirspurnar í grófum dráttum svipaður og búist var við í nóvemberspá Seðlabankans þótt opinber útgjöld hafi verið nokkru minni en þar var gert ráð fyrir.

Afgangur á undirliggjandi viðskiptajöfnuði nam 9,3% af landsframléiðslu á þriðja ársfjórðungi eða 53 ma.kr. sem er svipað og gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Afgangurinn stafar að mestu leyti af 90 ma.kr. afgangi af þjónustuviðskiptum en 12 ma.kr. halli var af vöruskiptum og 24 ma.kr. halli af undirliggjandi jöfnuði frumpáttatekna og rekstrarframlögum. Óvanalega mikill halli varð á rekstrarframlögum vegna greiðslu Tryggingarsjóðs innistæðueigenda og fjárfesta til breska innistæðutryggingasjóðsins og Seðlabanka Hollands. Endurskoðun á áður birtum tölum sýnir að afgangurinn var litlu meiri á fyrri hluta ársins 2015 en áður var talið en afgangurinn árið 2014 var litlu minni.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu í upphafi fjórða ársfjórðungs gefa til kynna að vöxtur einkaneyslu verði kröftugur á fjórðungnum. Greiðslukortavelta í október var tæplega 7% meiri en á sama tíma í fyrra og nýskráningar bifreiða í október og nóvember voru um 56% meiri. Í október höfðu einnig flestar smásöluvísitölur hækkað þó nokkuð milli ára en hins vegar var dagvöruvelta 0,8% minni en í október í fyrra.

Væntingavísitala Gallup í nóvember mældist 117,9 stig sem er 9 stigum meira en í október og tæpum 38 stigum meira en í nóvember í fyrra og er þetta hæsta gildi vísitölnnar frá október 2007. Allar undirvísitölnnar hækkuðu bæði milli mánaða og ára.

Samkvæmt niðurstöðum könnunar Gallup, sem var framkvæmd í nóvember meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, voru stjórnendur töluvert bjartsýnni um horfur í efnahagsmálum á næstu sex mánuðum en í síðustu könnun í september. Um 63% svarenda töldu núverandi aðstæður vera góðar og tæp 34% þær vera hvorki góðar né slæmar. Rúmlega 42% stjórnenda töldu að aðstæður í efnahagslífinu myndu batna á næstu sex mánuðum og litlu fleiri eða um 46% að aðstæður myndu haldast óbreyttar (þ.e. góðar). Stjórnendur í byggingastarfsemi voru

bjartsýnni en aðrir um aðstæður eftir sex mánuði en ásamt þeim voru stjórnendur í öllum greinum nema sjávarútvegi bjartsýnni en í september. Eingöngu stjórnendur í byggingastarfsemi og verslun voru bjartsýnni en á sama tíma í fyrra. Rúmlega 11% stjórnenda töldu að aðstæður yrðu verri á næstu sex mánuðum.

Stjórnendur voru mjög bjartsýnir um innlenda eftirspurn en um helmingur þeirra taldi að hún muni aukast á næstu sex mánuðum og hefur bjartsýnin ekki mælst meiri síðan í september 2004. Væntingar um erlenda eftirspurn á næstu sex mánuðum voru einnig töluverðar en hafa þó dregist nokkuð saman frá lokum síðasta árs.

Samkvæmt könnuninni vildu um 24 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum. Þetta er nokkru meiri bjartsýni en var í könnuninni í september og fyrir ári. Stjórnendur í öllum atvinnugreinum nema sjávarútvegi voru bjartsýnni á ráðningar en í septemberkönnuninni. Rúmlega fjórðungur fyrirtækja taldi jafnframt vera skort á starfsfólki. Tæplega 60% fyrirtækja í byggingariðnaði og rúmlega 40% fyrirtækja í flutningum og ferðaþjónustu töldu sig búa við skort á starfsfólki.

Launavísitalan hækkaði um 0,3% milli mánaða í október en árshækkun hennar nam 7,9%. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna hafði aukist um 6% milli ára í október.

Samkvæmt nefndaráliti meirihluta fjárlaganefndar verður afgangur á frumjöfnuði um 5,5 ma.kr. minni árið 2016 en gert var ráð fyrir í frumvarpi til fjárlaga og verður 67,6 ma.kr. eða sem nemur 0,2% af landsframleiðslu. Aðhald ríkisfjármála minnkar sem því nemur. Áætlað er að aðhaldið minnki í ár og á því næsta sem samsvarar 0,9% af landsframleiðslu hvort ár eða samtals hátt í 2% af landsframleiðslu.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok nóvember, hækkaði um 1,1% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar og um 9,1% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,5% milli mánaða í október þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og um 10% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 18,4% milli ára á fyrstu tíu mánuðum ársins miðað við sama tíma í fyrra. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var um 3,5 mánuðir á fyrstu tíu mánuðum ársins samanborið við 4,4 mánuði á sama tíma í fyrra.

Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,35% milli mánaða í nóvember og mældist ársverðbólga 2%. Vegna grunnáhrifa jókst verðbólga frá nóvemberfundi peningastefnunefndar en vísitala neysluverðs lækkaði töluvert fyrir ári. Vísitala neysluverðs án húsnæðis lækkaði um 0,6% milli mánaða og var verðbólga á þann mælikvarða 0,3%. Undirliggjandi verðbólga miðað við kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa hafði einnig aukist milli funda vegna fyrrnefndra grunnáhrifa og var 2,1%. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu benda til þess að hún sé á bilinu 1,9-3,9%.

Stór hluti undirliða vísitölu neysluverðs lækkaði í verði í nóvember. Lækkun á flugfargjöldum til útlanda hafði mest áhrif og leiddi til tæplega 0,2 prósentna lækkunar vísitölnnar. Áhrif vegna gengisstyrkingar krónunnar að undanfögnu héldu áfram að koma fram og lækkaði verð á innfluttri vöru töluvert. Hækkun húsnæðisliðarins hafði 0,12 prósentna áhrif til hækkunar vísitölu neysluverðs og var það eini undirliðurinn sem hafði nokkur hækkunaráhrif að ráði. Verð almennrar þjónustu hefur hækkað um 2,7% sl. tólf mánuði og virðist innlendir verðbólguþrýstingur á þann mælikvarða hafa hjaðnað síðan í haust.

Samkvæmt könnun Gallup á verðbólguvæntingum heimila sem gerð var í nóvember mældust þær 4% bæði til eins og tveggja ára og voru óbreyttar frá síðustu könnun í september. Í

sambærilegri könnun meðal stjórnenda fyrirtækja sem gerð var í nóvember þjuggust þeir við að verðbólga yrði 3,6% eftir eitt ár sem var nánast óbreytt frá síðustu könnun í september.

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur sveiflast nokkuð frá nóvemberfundi peningastefnunefndar. Það hækkaði nokkuð í kjölfar fundarins en hefur lækkað á ný síðan í lok nóvember. Verðbólguálagið eftir tvö ár mældist 3,3% rétt fyrir desemberfundinn eða svipað og á síðasta fundi. Álagið bæði eftir fimm og tíu ár var um 3% og hafði hækkað um á bilinu 0,2-0,3 prósentur.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti peningastefnunefndina um gang mála frá síðasta fundi nefndarinnar, m.a. vinnu innan Seðlabankans í tengslum við áætlun stjórnvalda og Seðlabanka Íslands um losun fjármagnshafta. Nefndin ræddi í því sambandi hvort tímabært væri að lækka bindiskyldu aftur til að milda lausafjáráhrif vegna greiðslu gömlu bankanna á stöðugleikaframlögum sem gert er ráð fyrir að verði í kringum áramótin. Nefndarmenn voru sammála um að hækkun hlutfallsins sem tók gildi í október hefði haft tilætluð áhrif og stuðlað að undirbúningi fjármálastofnananna fyrir þessi uppgjör. Því væri tímabært að lækka hlutfallið aftur eins og gert hafði verið ráð fyrir í upphafi. Ákvað nefndin því að lækka bindiskyldu úr 4% í 2,5% frá og með næsta bindiskyldutímabili sem hefst 21. desember nk. Jafnframt ákvað nefndin að stefna að því að lækka bindiskyldu að öðru óbreyttu á ný í 2% í tengslum við fyrirhugað útboð vegna svokallaðra aflandskróna.

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 frá því að nefndin ákvað að hækka vexti um 0,25 prósentur á síðasta fundi hennar. Nefndarmenn voru sammála um að sterkari króna og alþjóðleg verðlagsþróun hefði gefið svigrúm til að hækka vexti hægar en áður hafði verið talið nauðsynlegt en óvissara væri hvort og þá í hvaða mæli betri nærhorfur breyttu þörfinni fyrir aukið aðhald á næstu misserum. Sumir nefndarmenn töldu nýliðna þróun litlu breyta þar um en aðrir töldu það ekki útilokað.

Nefndarmenn ræddu upplýsingar sem birst hefðu milli funda og voru sammála um að verðbólguhorfur til skamms tíma væru betri en gert hafði verið ráð fyrir í nóvemberþá bankans. Horfðu nefndarmenn til þess að verðbólga hefði mælst 2% í nóvember og að hún hefði aukist minna undanfarið en spáð var, einkum vegna þess að lækkun alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs og hækkun á gengi krónunnar hafa vegið á móti innlendum verðhækkunum. Töldu nefndarmenn líklegt að þessi þróun myndi vara um nokkurt skeið en að óvissa um samspil þessara þátta á næstunni hefði aukist frá síðasta fundi nefndarinnar. Miðað við nýjustu upplýsingar mætti gera ráð fyrir að hrá- og olíuverð lækki jafnvel enn frekar og haldist lágt lengur. Viðskiptakjör gætu því batnað meira en gert var ráð fyrir í síðustu spá sem drægi úr verðbólguáhrifum launahækkana svo lengi sem viðskiptakjaraáhrifin vara.

Nefndarmenn töldu einnig líklegt að áhrifa óvenju lágra alþjóðlegra vaxta myndi gæta hér á landi á næstu misserum. Nefndarmenn töldu brýnt að halda áfram að skoða tæki sem nýta mætti í því skyni að takmarka innflæði vegna vaxtamunarviðskipta, en nefndin hafði rætt þau mál á sameiginlegum fundi með kerfisáhættunefnd 30. nóvember sl. og er unnið að undirbúningi tillagna þar um innan Seðlabankans.

Að mati nefndarinnar var vöxtur efnahagssumsvifa í meginatriðum í takt við mat hennar á síðasta fundi. Samkvæmt nýbirtum bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands var hagvöxtur 4,5% á fyrstu þremur fjórðungum ársins og töldu nefndarmenn þann vöxt vera í meginatriðum í

samræmi við nóvemberspá Seðlabankans, enda væri líklegt að tölur um fjárfestingu yrðu endurskoðaðar upp á við. Nefndarmenn veittu því jafnframt athygli að hagvöxturinn væri sem fyrr einkum borinn uppi af innlendri eftirspurn. Að mati nefndarmanna bentu nýjustu upplýsingar einnig til þess að kröftugur bati héldi áfram á vinnumarkaði.

Í ljósi betri nærhorfa taldi enginn nefndarmaður ástæðu til að breyta vöxtum heldur væri rétt að staldra við og halda vöxtum óbreyttum 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 hins vegar sammála um að þrátt fyrir að sterkari króna og hagstæðari alþjóðleg verðlagsþróun hefðu veitt svigrúm til að hækka vexti hægar en áður var talið nauðsynlegt, breytti það ekki því að miðað við spá Seðlabankans frá því í nóvember væri líklegt að auka þyrfti 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 peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 10. febrúar 2016.



27. mars 2001

Yfirlýsing um verðbólguþétt 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) Meginþétt 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 meginþéttanna efnahagsstefnu ríkisstjórnarinnar að svo miklu leyti sem hann telur það ekki ganga gegn meginþéttum hans um verðstöðugleika.
- (2) Í stað þess að þétt peningastefnuna við að halda gengi krónunnar innan vikmarka mun Seðlabankinn hér eftir þétt 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 stjórnþéttum sínum í því skyni að ná verðbólguþéttum sínum.
- (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 meginþétt peningastefnunnar og um sjálfstæði Seðlabankans til að beita stjórnþéttum sínum.
- (6) Verðbólguþétt 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 verðbólguþéttum sínum 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 verðbólguþátt 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.