



SKÝRSLA PENINGASTEFNUNEFNDAR TIL ALÞINGIS

2015 • 1

Skýrsla peningastefnunefndar til Alþingis

7. júlí 2015

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

Lögin kveða svo á að peningastefnunefnd haldi fundi að minnsta kosti átta sinnum á ári. Frá því að síðasta skýrsla var send Alþingi hefur nefndin haldið fjóra reglulega fundi, síðast 10. júní 2015. Eftirfarandi skýrsla fjallar um störf nefndarinnar frá janúar til júní 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, sem eru vextir bankans, viðskipti við lánastofnanir önnur en þrautavarálán, bindiskylda og viðskipti á gjaldeyrismarkaði sem hafa það að markmiði að hafa áhrif á gengi krónunnar. Ákvarðanir peningastefnunefndar skulu 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.

Þróunin frá janúar til júní 2015

Peningastefnunefnd Seðlabankans ákvað á júnífundinum sínum að hækka vexti bankans um 0,5 prósentur. Vextir bankans höfðu þá verið óbreyttir frá áramótum í kjölfar þess að þeir voru lækkaðir um 0,75 prósentur á seinni hluta síðasta árs. Í lok júní 2015 voru meginvextirnir, þ.e. vextir á 7 daga bundnum innlánum, því 5% en voru 4,5% í ársbyrjun.¹

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.

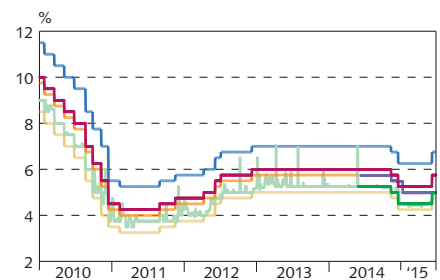
Tafla 1. Vextir Seðlabanka Íslands 2015 (%)

Dags.	Viðskipta- reikn.	Bundin innlán til til 7 daga	Veðlán	Daglán
10. júní	4,75	5,00	5,75	6,75
13. maí	4,25	4,50	5,25	6,25
18. mars	4,25	4,50	5,25	6,25
4. feb.	4,25	4,50	5,25	6,25

Mynd 1

Vextir Seðlabankans og skammtíma-
markaðsvextir

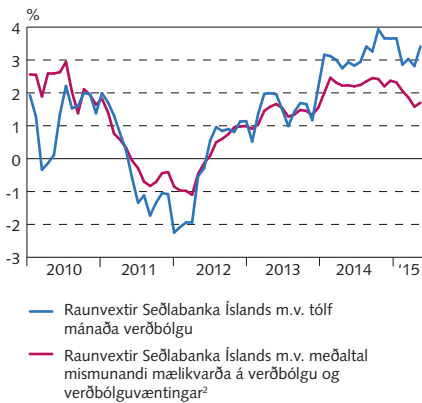
Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 30. júní 2015



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

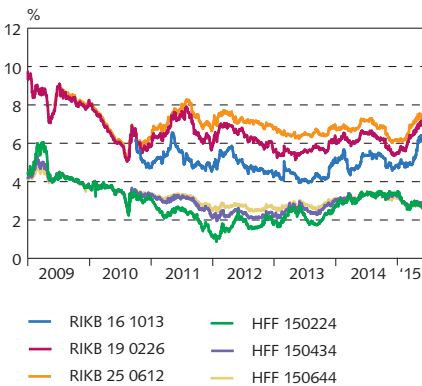
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Raunvextir Seðlabanka Íslands¹
Janúar 2010 - júní 2015



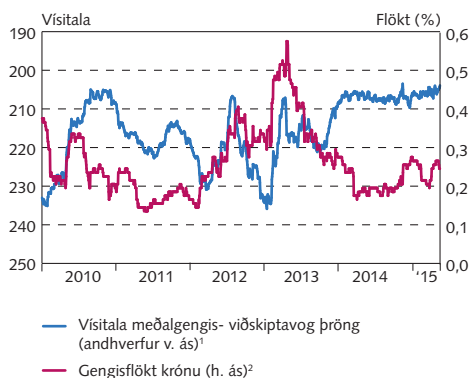
1. Fram til maí 2014 er miðað við meðaltal innlánsvaxta og hámarksvaxta á innstæðubréfum með 28 daga binditíma sem nafnvexti bankans en frá maí 2014 er miðað við vexti 7 daga bundinna innlána. 2. Fram til janúar 2012 er miðað við 12 mánaða verðbólgu, verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs, verðbólguvæntingar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

Mynd 3
Ávöxtunarkrafa skuldabréfa
Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 30. júní 2015



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4
Gengi krónu og gengisflókt
Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 30. júní 2015



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

Þótt nafnvextir bankans hafi verið hækkaðir hefur taumhald peningastefnunnar slaknað frá því að síðasta skýrsla peningastefnunar nefndar var send Alþingi í byrjun þessa árs. Raunvextir bankans miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum voru 1,7% í lok júní sl. og 3,4% miðað við liðna ársverðbólgu, þ.e.a.s um 0,2-0,5 prósentum lægri en um síðustu áramót. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hefur í meginatriðum þróast í takt við raunvexti bankans en raunkrafa lengri óverðtryggðra bréfa hefur hins vegar lítið breyst. Verðbólguálag til lengri tíma á skuldabréfamarkaði hefur hækkað um u.þ.b. 1½ prósentu frá áramótum.

Gengi krónunnar hefur haldist tiltölulega stöðugt gagnvart vísitölu meðalgengis það sem af er þessu ári líkt og á síðastliðnu ári. Viðskiptavegið gengi krónunnar hefur hækkað um 1,4% frá byrjun ársins 2015 og um 4,8% gagnvart Bandaríkjadal frá áramótum og um 14,2% frá því um mitt ár 2014 sem er í takt við þróun gjaldmiðla annarra þróaðra ríkja gagnvart dalnum. Seðlabankinn hefur haldið áfram að kaupa gjaldeyri á markaði en á fyrri hluta ársins 2015 keypti bankinn gjaldeyri fyrir 81,4 ma.kr. (548 milljónir evra) af viðskiptavökum á gjaldeyrismarkaði sem er tvöfalt meira en á sama tímabili í fyrra.

Verðbólga hefur aukist frá því að síðasta skýrsla peningastefnunar nefndar var send Alþingi. Ársverðbólga miðað við vísitölu neysluverðs mældist 1,5% í júní sl. en var 0,8% í desember 2014. Hún hefur verið við eða undir verðbólguþröng Seðlabankans í sautján mánuði samfleytt. Undirliggjandi ársverðbólga, mæld með kjarnavísitölu 3, sem auk skattaáhrifa undanskilur áhrif sveiflunkenndra matvöruhluta, bensíns, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, var einnig 1,5% í júní eða lítillega meiri en í desember sl. Megindrifkraftur verðbólgu að undanförunni hefur verið hækkun húsnæðisverðs. Hækkun húsnæðisliðarins skýrir því að miklu leyti aukna verðbólgu á fyrri hluta ársins en verð á almennri þjónustu hækkaði einnig nokkuð.² Án húsnæðisliðarins mældist 0,2% ársverðbólga í júní en á þann mælikvarða mældist verðlækkun milli ára á tímabilinu nóvember 2014 - apríl 2015. Verðbólga án húsnæðis hafði aukist nokkru minna frá áramótum en mæld verðbólga. Verð á mat- og drykkjarvöru hefur hækkað um 2,7% frá því í desember sl. m.a. vegna hækkunar á neðra þrepi virðisaukaskatts í janúar.

Þótt verðbólga sé enn lítil hafa verðbólguhorfur versnað miðað við spá Seðlabankans frá því í maí sl. Þar sem samið hefur verið um mun meiri launahækkanir en samrýmast verðstöðugleika til lengri tíma lítið. Í tengslum við kjarasamningana kynnti ríkisstjórnin einnig aðgerðir sem munu auka ríkisútgjöld og draga úr skatttekjum og fela því að öðru óbreyttu í sér slökun á aðhaldi í ríkisfjármálum. Vísbendingar eru um öflugan vöxt eftirspurnar og hafa verðbólguvæntingar hækkað töluvert undanfarna mánuði. Þessir þættir ollu því að óhjákvæmilegt var að bregðast við versnandi verðbólguhorfum

2. Hafa verður í huga að vegna verkfalls lögfræðinga hjá Sýslumanni höfuðborgarsvæðisins var engum kaupsamningum þinglýst á tímabilinu 7. apríl -14. júní 2015 og því byggðist útreikningur á markaðsverði húsnæðis á höfuðborgarsvæðinu í maí og júní ekki á nýjum mælingum.

með hækkun vaxta í júní sl. auk þess sem útlit er fyrir að hækka þurfi vexti frekar á komandi misserum eigi að tryggja stöðugt verðlag til lengri tíma litið.

Ítarefni

Með þessari skýrslu fylgir eftirfarandi itarefni:

1. Yfirlýsingar peningastefnunefndar frá febrúar til júní 2015.
2. Fundargerðir peningastefnunefndar frá febrúar til júní 2015.
3. Yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabanka um verðbólguþætti, mars 2001.

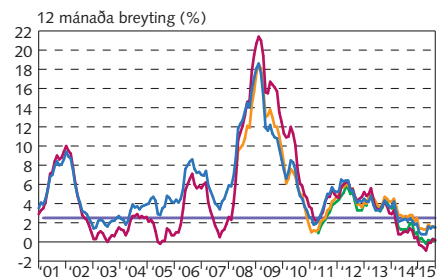
Fyrir hönd peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,



Már Guðmundsson
seðlabankastjóri og formaður peningastefnunefndar

Mynd 5

Verðbólga á ýmsa mælikvarða¹
Janúar 2001 - júní 2015



— Vísitala neysluverðs
— Vísitala neysluverðs án húsnæðis
— Kjarnavísitala 3 án skattaáhrifa
— Kjarnavísitala 4 án skattaáhrifa
— Verðbólguþætti

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.

Yfirlit yfir fylgiskjöl

	Bls.
Yfirlýsing peningastefnunefndar 4. febrúar 2015	7
Yfirlýsing peningastefnunefndar 18. mars 2015	8
Yfirlýsing peningastefnunefndar 13. maí 2015	9
Yfirlýsing peningastefnunefndar 10. júní 2015	10
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, febrúar 2015	11
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, mars 2015	18
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, maí 2015	24
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, júní 2015	32
Yfirlýsing um verðbólguþröskul og breytta gengisstefnu	38

Yfirlýsing peningastefnunefndar

4. febrúar 2015

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því áfram 4,5%.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands var hagvöxtur nokkru minni á fyrstu þremur ársfjórðungum síðasta árs en spáð var í nóvemberhefti *Peningamála*. Vísbendingar eru um að bráðabirgðatölurnar kunni að fela í sér vanmat, en í uppfærðri spá Seðlabankans er eigi að síður gert ráð fyrir að hagvöxtur í fyrra hafi verið minni en bankinn spáði í nóvember eða 2% í stað 2,9%. Hins vegar er búist við meiri hagvexti í ár en þá var spáð eða 4,2% í stað 3,5%.

Verðbólga hefur hjaðnað enn frekar frá síðustu vaxtaákvörðun. Í desember og janúar mældist hún aðeins 0,8% og lítils háttar lækkun verðlags mælist sé horft fram hjá áhrifum húsnæðiskostnaðar. Horfur eru á að verðbólga verði undir 2% fram á næsta ár, sem er minni verðbólga en spáð var í nóvember. Lítil alþjóðleg verðbólga og stöðugt gengi krónu halda aftur af verðbólgu og vega á móti áhrifum töluverðra launahækkana innanlands. Verðbólguvæntingar hafa einnig lækkað á undanförunum mánuðum og eru nú á helstu mælikvarða við verðbólgu markmiðið.

Efnahagshorfur eru að ýmsu leyti tvísýnni en oft áður. Lækkun eldsneytisverðs hefur haft mikil áhrif á verðlagsþróun bæði á Íslandi og á heimsvísu, en óvíst er hve langvinn þessi þróun verður. Launavöxtur hefur verið töluverður á Íslandi, ólíkt flestum viðskiptalöndum, og vaxandi óróa gætir á vinnumarkaði sem gæti teflt í tvísýnu stöðugleikanum sem áunnist hefur.

Raunvextir bankans hafa hækkað að undanförunu sökum hjöðnunar verðbólgu og verðbólguvæntinga. Þeir eru nokkuð háir í ljósi stöðu hagsveiflunnar og nærhorfa. Lækkun alþjóðlegs eldsneytisverðs er hins vegar utan áhrifasviðs peningastefnu hér á landi auk þess sem sú minnkun verðbólgu sem af henni leiðir er tímabundin. Við ákvörðun vaxta er því ekki hægt að taka fullt tillit til hjöðnunar verðbólgu sem af henni stafar. Þá ríkir mikil óvissa um horfur á vinnumarkaði á sama tíma og vísbendingar eru um öflugan hagvöxt á næstu misserum. Af þessum sökum telur peningastefnunefndin rétt að staldra við uns efnahagshorfur skýrast frekar, einkum varðandi launaþróun.

Framvinda nafnvaxta ræðst eins og alltaf af þróun eftirspurnar og verðbólgu. Haldist verðbólga undir markmiði og verði launahækkunar í komandi kjarasamningum í samræmi við verðbólgu markmið gætu skapast forsendur fyrir frekari lækkun nafnvaxta. Miklar launahækkunar og vöxtur eftirspurnar gætu hins vegar grafið undan nýfengnum verðstöðugleika og valdið því að hækka þurfi vexti á ný.

Yfirlýsing peningastefnunefndar 18. mars 2015

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því áfram 4,5%.

Samkvæmt nýbirtum þjóðhagsreikningum var hagvöxtur á sl. ári 1,9%, sem er í takt við það sem Seðlabankinn áætlaði í febrúar. Nýju gögnin staðfesta það mat nefndarinnar, sem fram kom í síðustu yfirlýsingu, að fyrri áætlanir um hagvöxt á fyrstu þremur fjórðungum ársins hafi falið í sér vanmat og breyta því ekki í meginatriðum mati nefndarinnar á nýlegum hagvexti og efnahagshorfum.

Verðbólga hefur mælst 0,8% undanfarna mánuði og lítils háttar lækkun verðlags mælist sé horft fram hjá áhrifum húsnæðiskostnaðar. Lítil alþjóðleg verðbólga og stöðugt gengi krónu halda aftur af verðbólgu og vega á móti áhrifum töluverðra launahækkana innanlands. Verðbólguvæntingar höfðu lækkað í markmið í upphafi árs. Vísbendingar eru hins vegar um að þær hafi hækkað á ný undanfarnar vikur sem mögulega endurspeglar væntingar um að niðurstaða komandi kjarasamninga muni ekki samrýmast verðbólgu markmiðinu.

Litla verðbólgu að undanfögnu má að nokkru leyti rekja til lækkunar alþjóðlegs eldsneytisverðs. Lækkunin er hins vegar utan áhrifasviðs peningastefnu hér á landi auk þess sem hjöðnun verðbólgu sem af henni leiðir er tímabundin. Þá ríkir mikil óvissa um horfur á vinnumarkaði um leið og vísbendingar eru um öflugan hagvöxt á næstu misserum. Af þessum sökum telur peningastefnunefndin sem fyrir rétt að staldra við uns efnahagshorfur hafa skýrst frekar, einkum varðandi launaþróun.

Framvinda nafnvaxta ræðst eins og alltaf af þróun eftirspurnar og verðbólgu. Haldist verðbólga undir markmiði og verði launahækkanir í komandi kjarasamningum í samræmi við verðbólgu markmiðið gætu skapast forsendur fyrir frekari lækkun nafnvaxta. Miklar launahækkanir og vöxtur eftirspurnar gætu hins vegar grafið undan nýfengnum verðstöðugleika og valdið því að hækka þurfi vexti á ný.

Yfirlýsing peningastefnunefndar 13. maí 2015

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Meginvextir bankans, vextir á sjö daga bundnum innlánnum, verða því áfram 4,5%.

Samkvæmt nýbirtri spá Seðlabankans verður hagvöxtur um 4½% í ár og að meðaltali tæplega 4% á ári á spátímanum, sem er meiri vöxtur en bankinn spáði í febrúar. Framleiðsluspenna myndast á þessu ári og nær hámarki á því næsta. Batinn á vinnumarkaði hefur færst í aukana að undanfögnu. Sé tekið mið af hinum miklu launakröfum sem nú eru uppi mætti ætla að spenna á vinnumarkaði sé nú þegar til staðar eða að slaki hafi a.m.k. minnkað hraðar en samrýmist verðstöðugleika.

Verðbólga er enn lítil og lítils háttar lækkun verðlags mælist sé horft fram hjá áhrifum húsnæðiskostnaðar. Lítil alþjóðleg verðbólga og stöðugt gengi krónu hafa haldið aftur af verðbólgu og vegið á móti áhrifum töluverðra launahækkana innanlands. Verðbólguhorfur hafa hins vegar versnað frá síðustu spá Seðlabankans. Líkur á hagstæðu samspili lítillar innfluttrar verðbólgu og hóflegra kjarasamninga virðast nú hverfandi, enda hafa verðbólguvæntingar hækkað frá síðustu spá eftir að hafa lækkað í markmið í upphafi árs. Samkvæmt grunnsþá bankans fer verðbólga yfir markmið strax í upphafi næsta árs og líklegur er að verðbólga verði meiri en spáð er en að hún verði minni. Framvinda kjaraviðræðna eftir að spáin var gerð hefur aukið þessa hættu enn frekar.

Vaxtalækkun Seðlabankans undir lok síðastliðins árs var byggð á snarpri hjöðnun verðbólgu og lækkun verðbólguvæntinga sem leiddi til hækkunar raunvaxta umfram það sem efnahagsástand og nærhorfur voru þá taldar gefa tilefni til. Í yfirlýsingum nefndarinnar á þeim tíma var hins vegar bent á að miklar launahækkningar og sterkur vöxtur eftirspurnar gætu grafið undan nýfengnum verðstöðugleika og valdið því að hækka yrði vexti á ný. Þróun kjaraviðræðna að undanfögnu ásamt hækkun verðbólguvæntinga og vísbendingum um öflugan vöxt eftirspurnar benda til þess að þessar aðstæður séu nú að skapast og því líklegt að hækka þurfi vexti þegar á næsta fundi nefndarinnar í júní.

Yfirlýsing peningastefnunefndar 10. júní 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%.

Samkvæmt nýbirtum þjóðhagsreikningum nam hagvöxtur 2,9% á fyrsta fjórðungi ársins, neysla og fjárfesting jukust um 6,4% og þjóðarútgjöld alls um tæplega 10%. Ásamt kröftugum bata á vinnumarkaði benda þessar tölur til að vöxtur efnahagssumsvifa sé áþekkur maísþá Seðlabankans.

Þótt verðbólga sé enn lítil hafa verðbólguhorfur versnað verulega miðað við síðustu spá Seðlabankans og verðbólguvæntingar hafa áfram hækkað. Nú eru horfur á að verðbólga verði meiri en bankinn spáði í maí, sem rekja má til þess að þegar hefur verið samið um mun meiri launahækkanir en gert var ráð fyrir í spá bankans.

Til þess að liðka fyrir kjarasamningum hefur ríkisstjórnin kynnt aðgerðir sem munu auka ríkisútgjöld og draga úr skatttekjum. Aðgerðirnar hafa enn sem komið er ekki verið fjármagnaðar og fela því að öðru óbreyttu í sér slökun á aðhaldi í ríkisfjármálum. Einnig hafa verið kynntar aðgerðir stjórnvalda er miða að því að búa í haginn fyrir losun fjármagnshafta. Sumar þeirra munu afla ríkissjóði tekna sem mikilvægt er að verði ráðstafað þannig að það verði ekki til þess að auka enn frekar á spennu í þjóðarbúskapnum með því að virkja peningamagn sem til þessa hefur verið óvirkt. Peningastefnunefndin mun fylgjast grannt með framvindunni og grípa til viðeigandi aðgerða til mótvægis ef þörf krefur.

Í yfirlýsingum nefndarinnar undanfarið hefur ítrekað verið bent á að miklar launahækkanir og sterkur vöxtur eftirspurnar gætu grafið undan nýfengnum verðstöðugleika og valdið því að hækka yrði vexti á ný. Horfur um þróun launakostnaðar, hækkun verðbólguvæntinga og vísbendingar um öflugan vöxt eftirspurnar valda því að óhjákvæmilegt er að bregðast nú þegar við versnandi verðbólguhorfum þrátt fyrir að verðbólga sé enn undir markmiði. Enn fremur virðist einsýnt að hækka þurfi vexti umtalsvert í ágúst og frekar á komandi misserum eigi að tryggja stöðugt verðlag til lengri tíma litið.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, febrúar 2015

Birt: 18. febrúar 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 lögini hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 2.-3. febrúar 2015, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 4. febrúar og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 10. desember, eins og þær birtust í uppfærðri spá í *Peningamálum* 2015/1 hinn 4. febrúar.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar hafði hækkað um rúmlega 2% gagnvart evru frá desemberfundi nefndarinnar en lækkað um tæplega ½% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu og tæplega 6½% gagnvart Bandaríkjadal sem hafði styrkst nokkuð gagnvart flestum öðrum gjaldmiðlum. Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu um 112 milljónum evra (um 17 ma.kr.) á sama tíma eða sem nemur um 43% af veltu á gjaldeyrismarkaði. Í lok árs 2014 var gjaldeyrisforði að frádregnum skuldum Seðlabankans og ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðli jákvæður um 53 ma.kr. en hafði verið neikvæður um 28 ma.kr. í lok árs 2013.

Gengi krónunnar hélst tiltölulega stöðugt gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu og evru á síðasta ári. Gengið hækkaði um tæplega 2% gagnvart vísitölunni yfir árið samanborið við um 11% á árinu 2013. Verulegt gjaldeyrisinnflæði studdi við gengið en á móti lagðist Seðlabankinn gegn hækkuninni í því skyni að draga úr gengissveiflum. Hrein gjaldeyriskaup bankans á millibankamarkaði með gjaldeyri námu um 5½% af áætlaðri landsframleiðslu ársins 2014 en bankinn hefur ekki áður keypt jafn mikinn gjaldeyri á markaðnum á einu ári.

Lausafjárstaða fjármálafyrirtækja gagnvart Seðlabankanum hefur áfram haldist rúm og vextir til einnar nætur á millibankamarkaði með krónur haldist í neðri hluta vaxtagangsins. Vextirnir hafa í meginatriðum þróast í takt við nafnvexti bankans. Velta á millibankamarkaði jókst talsvert undir lok síðasta árs en hefur verið lítil það sem af er þessu ári.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa lækkaði lítillega í kjölfar vaxtalækkunar bankans í desember. Krafa óverðtryggðra bréfa hafði hins vegar þökast upp á við síðan þá og var um 0,1-0,3 prósentum hærrí á fundi nefndarinnar í febrúar en á desemberfundinum. Krafan var þó um 0,1-0,7 prósentum lægri en á fundi nefndarinnar í nóvember.

Lægstu skráðir vextir óverðtryggðra íbúðalána stóru viðskiptabankanna þriggja hafa að meðaltali lækkað um 0,5 prósentur frá desemberfundi nefndarinnar og allt að 0,75 prósentur frá nóvemberfundinum. Meðaltal sambærilegra vaxta verðtryggðra íbúðalána bankanna hefur hins vegar hækkað frá því í desember en þeir höfðu lækkað á undanförunum þremur árum þrátt fyrir að aðrir raunvextir á markaði hafi hækkað samhliða hækkun raunvaxta Seðlabankans.

Taumhald peningastefnunnar hafði styrkst frá lækkun nafnvaxta Seðlabankans í desember þar sem verðbólga og verðbólguvæntingar höfðu hjaðnað. Raunvextir bankans voru 2,4% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum þegar fundurinn fór fram en 3,7% miðað við liðna ársverðbólgu. Það eru um 0,2 prósentum hærrí raunvextir en rétt eftir tilkynningu vaxtaákvörðunar í desember.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands, miðað við vaxtamun á skuldabréfum ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðlum og sambærilegum bréfum annarra ríkja, hafði hækkað um 0,2 prósentur miðað við Bandaríkin en lækkað um 0,1 prósentu miðað við Þýskaland og var rétt fyrir fund nefndarinnar um 1,6-2,2 prósentur. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs hafði hækkað um 0,2 prósentur á milli funda og var um 1,7%.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar 0,25 prósentna lækkunar nafnvaxta Seðlabankans í febrúar. Vísaði rökstuðningur þeirra helst til þess að raunvextir bankans væru hærrí en verðbólguhorfur gæfu tilefni til.

Hægt hefur á vexti peningamagns og jókst M3 um rúmlega 3% milli ára á fjórða ársfjórðungi 2014 sé litið fram hjá innlánnum slitastjórna fallinna fjármálafyrirtækja og sértækra félaga. Vöxturinn er að mestu drifinn áfram af aukningu innlána heimila og fyrirtækja.

Leiðréttur heildarstofn útlána innlánsstofnana til innlendra aðila hafði aukist um 2,8% milli ára á fjórða ársfjórðungi 2014. Þá námu hrein ný útlán innlánsstofnana til innlendra aðila rúmlega 170 ma.kr. á síðasta ári sem er tæplega ½% meira en á árinu 2013.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði hækkað um tæplega 6% milli funda. Velta á aðalmarkaði nam um 277 ma.kr. á síðasta ári og var um 10% meiri en á árinu 2013.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í janúar, er gert ráð fyrir um 3,5% hagvexti í heiminum í ár og 3,7% á næsta ári sem er 0,3 prósentum minni hagvöxtur á hvoru ári fyrir sig en í októberspá sjóðsins. Lakari horfur eru um hagvöxt í nýmarkaðsríkjum og þróunarríkjum, einkum á meðal ríkja sem flytja út olíu og hrávörur. Hagvaxtarhorfur í iðnríkjum eru hins vegar lítillega betri á þessu ári, einkum vegna betri horfa í Bandaríkjunum, en óbreyttar fyrir næsta ár. Spár um verðbólgu í iðnríkjum hafa verið lækkaðar um 0,8

prósentur í ár, niður í 1%, og um 0,4 prósentur á næsta ári frá því sem spáð var í október en hækkaðar lítillega fyrir nýmarkaðs- og þróunarríki. Spár Consensus Forecasts um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands á þessu ári eru óbreyttar frá desemberfundi peningastefnunefndar en spár um verðbólgu hafa lækkað um 0,6 prósentur.

Afgangur af vöruskiptum Íslands nam 4,6 ma.kr. í desember í fyrra og 4 ma.kr. á árinu öllu. Verðmæti innflutnings jókst um 8½% milli ára í fyrra og verðmæti útflutnings um 0,7%. Vöxtur innflutnings skýrist að mestu af auknu verðmæti flutningatækja og neysluvara en vöxtur útflutnings af auknu útflutningsverðmæti iðnaðarvara.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag var 84,2 stig í desember og hækkaði um rúmlega 1% milli mánaða og um tæplega 4% frá fyrra ári. Raungengi íslensku krónunnar hækkaði um 6,9% milli ára í fyrra. Hækkunina má að mestu leyti rekja til 5,7% hærra nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var um 1 prósentu meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Álverð hafði lækkað um tæp 4% frá síðasta fundi peningastefnunefndar en meðalverð í janúar var þó tæplega 5% hærra en fyrir ári. Verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hækkaði hins vegar um 2,4% í desember frá fyrri mánuði og hefur hækkað um 12½% milli ára. Olíuverð lækkaði um tæp 28% milli ára á fjórða ársfjórðungi 2014 og gert er ráð fyrir að viðskiptakjör hafi batnað um 5% á sama tíma.

Innlendur þjórðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt fjárlögum fyrir árið 2015 verða tekjur ríkissjóðs um 10 ma.kr. meiri en gert var ráð fyrir í upphaflegu fjárlagafrumvarpi og er þeim að fullu ráðstafað til aukinna útgjalda. Fjárlögin voru afgreidd með 3,6 ma.kr. afgangi á heildarjöfnuði en 67,9 ma.kr. afgangi á frumjöfnuði. Heildarjöfnuður er ½ ma.kr. lakari en gert var ráð fyrir í fjárlagafrumvarpinu og frumjöfnuður 2,2 ma.kr. lakari. Aðhaldsstig ríkisfjármála hefur því lítillega minnkað frá síðasta fundi peningastefnunefndar.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) var 4,8% á fjórða ársfjórðungi í fyrra sem er í takt við nóvemberspá Seðlabankans. Stóð atvinnuleysi nánast í stað milli fjórðunga en minnkaði um 0,4 prósentur milli ára. Á árinu 2014 var atvinnuleysi samkvæmt VMK 5,4% sem er 0,4 prósentum minna en það var á árinu 2013. Atvinnuleysi samkvæmt mælingu Vinnumálastofnunar var 3,6% á árinu 2014 og minnkaði um 0,8 prósentur milli ára.

Samkvæmt niðurstöðum VMK fjölgaði heildarvinnustundum um 1,5% frá fyrra ári á síðasta fjórðungi 2014 sem var í takt við nóvemberspá Seðlabankans. Fjölgun heildarvinnustunda á fjórða ársfjórðungi skýrist að mestu leyti af fjölgun starfandi fólks (1%) en meðalvinnutími jókst einnig lítillega (0,4%). Allir aðrir mælikvarðar á eftirspurn og framboð vinnuafls þróuðust í sömu átt. Heildarvinnustundum fjölgaði um tæplega 2% milli ára í fyrra eftir 3,8% aukningu árið 2013. Starfandi fólki fjölgaði um 1,6% árið 2014 en 3,4% árið 2013. Aukning meðalvinnutíma var hins vegar svipuð bæði árin eða 0,4%.

Á síðasta fjórðungi ársins 2014 fluttu fleiri til landsins en frá því, níunda fjórðunginn í röð. Á síðasta ári fluttu rúmlega 1.100 fleiri til landsins en frá því eða sem nemur 0,6% af vinnuaflinu. Þetta eru heldur færri en árið á undan þegar aðfluttir umfram brottflutta voru 0,9% af vinnuaflinu. Nettófjölgunin undanfarin tvö ár skýrist af fjölgun erlendra ríkisborgara.

Launavísitalan hækkaði um 1,4% milli fjórðunga á fjórða ársfjórðungi 2014 og um 6,6% milli ára. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna var 5,4% meiri en á fjórða fjórðungi 2013.

Launavísitalan hækkaði um 5,8% milli ára í fyrra en það er nánast sama hækkun og var á árinu 2013. Kaupmáttur launa jókst um 3,7% milli ára og hefur ekki aukist jafn mikið frá árinu 2007.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á fjórða ársfjórðungi 2014 gefa til kynna töluverðan vöxt á fjórðungnum. Greiðslukortavelta jókst um 5,7% milli ára og um rúm 3% milli fjórðunga. Einnig jukust smásöluvelta og nýskráning bifreiða nokkuð.

Væntingavísitala Gallup var nokkru hærri á fjórða ársfjórðungi en hún var á sama tíma 2013 en hún lækkaði þó milli fjórðunga. Í janúar var svipaða sögu að segja, væntingavísitalan lækkaði frá fyrri mælingu en hækkaði milli ára. Þá stóð vísitala fyrirhugaðra stórkaupa heimila í desember í stað frá síðustu mælingu í september en þá náði hún sínu hæsta gildi frá september 2008.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok janúar, hækkaði um 1½% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar og um 6,8% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um tæp 2½% milli mánaða í desember 2014 þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Milli ára hækkaði vísitalan um 9,6%. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um tæp 12% í fyrra frá árinu á undan. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var rúmlega 4 mánuðir á árinu 2014 í heild samanborið við tæplega 5 mánuði árið á undan.

Vísitala neysliverðs lækkaði um 0,7% milli mánaða í janúar eftir að hafa hækkað um 0,3% í desember. Ársverðbólga mældist 0,8% í janúar og hafði hjaðnað um 0,2 prósentur síðan desemberfundurinn var haldinn. Verðbólgan skýrist að mestu leyti af hækkun húsnæðisverðs og ef horft er á vísitölu neysliverðs án húsnæðis hafði verðlag lækkað um 0,6% sl. tólf mánuði. Undirliggjandi ársverðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3, án skattaáhrifa, var 1,3% í janúar og hafði hjaðnað um 0,2 prósentur frá síðasta fundi. Samkvæmt tölfræðimælikvörðum á undirliggjandi verðbólgu var hún á bilinu 1,2-1,6%. Megindrífkraftar lækkunar vísitölu neysliverðs í janúar voru vetrarútsölur, umtalsverð lækkun bensínverðs og afnám almennra vörugjalda. Bensínverð lækkaði um 11% milli mánaða og hafði lækkað um 17% sl. tólf mánuði. Verð á mat- og drykkjarvöru hækkaði hins vegar um 2,6% frá því í desember sökum lækkunar neðra þreps virðisaukaskatts auk þess sem verð opinberrar þjónustu og húsnæðis hækkaði nokkuð. Meðalverðbólga ársins 2014 var 2% og hjaðnaði úr 3,9% árið áður og 5,2% árið 2012.

Samkvæmt könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í lok janúar væntu þeir að verðbólga yrði 2,6% eftir eitt ár, sem er lítillega minna en í síðustu könnun frá því í október 2014. Markaðsaðilar búast jafnframt við að verðbólga verði að meðaltali 3% á næstu tíu árum, sem er einnig heldur lægra en síðast. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára, reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, mælist 3,2-3,4% og hafði lækkað lítillega frá því í desember. Miðað við kannanir er líklegt að það samsvari verðbólguvæntingum í námunda við verðbólgu markmiðið þegar tekið hefur verið tillit til þess að álagið inniheldur einnig áhættuþóknun vegna óvissra verðbólguhorfa.

Samkvæmt þeirri spá sem birt var í *Peningamálum* 4. febrúar 2015 hafa verðbólguhorfur breyst töluvert frá nóvemberspá bankans. Verðbólga fór í markmið snemma árs 2014 og hefur hjaðnað enn frekar í kjölfar olíuverðslækkunarinnar. Mældist verðbólga 0,8% í janúar sl. og hefur ekki verið minni í tvo áratugi. Samkvæmt febrúarspánni er gert ráð fyrir að verðbólga verði undir 1% fram á seinni hluta þessa árs og undir 2% fram á næsta ár sem er minni verðbólga en spáð var í nóvember.

Eins og ávallt eru verðbólguhorfur háðar óvissu. Sérstaklega eru nú blikur á lofti í tengslum við komandi kjarasamninga en verulegar launahækkanir gætu breytt verðbólguhorfum til hins verra og valdið bakslagi í efnahagsbatanum leiði þær til minnkandi vinnuafleiftirspurnar. Töluverð óvissa er einnig um alþjóðleg efnahagsmál en mikið umrót hefur verið í þeim undanfarið. Olíuverð hefur lækkað verulega og þrátt fyrir að talið sé að olíuverðslækkunin auki hagvöxt í heiminum hafa alþjóðlegar hagvaxtarhorfur heldur versnað frá nóvemberspá *Peningamála* og óvissa aukist. Alþjóðlegar verðbólguhorfur hafa jafnframt breyst verulega.

Olíuverðslækkunin hefur töluverð áhrif á ytri skilyrði þjóðarbúsins og hafa viðskiptakjör batnað verulega. Því eru horfur á meiri afgangi á viðskiptajöfnuði en gert var ráð fyrir í nóvember.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands var hagvöxtur nokkru minni á fyrstu þremur fjórðungum síðasta árs en spáð var í nóvember. Vísbendingar eru um að þessar tölur verði endurskoðaðar upp á við. Eigi að síður er áætlað að hagvöxtur í fyrra hafi verið minni en áður var talið eða 2% í stað 2,9%. Sakir hagstæðra grunnáhrifa vegna lakari hagvaxtar í fyrra og vegna þess að horfur eru á meiri vexti í ferðamannaíðnaði og útflutningi sjávarafurða ásamt miklum viðskiptakjarabata er búist við meiri hagvexti í ár en í nóvemberspánni eða 4,2% í stað 3,5%. Horfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar lítið breyst en gert er ráð fyrir að heldur hægi á hagvexti þegar dregur úr eftirspurnaráhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda og fjárfestingarumsvif í orkufrekum iðnaði minnka. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur verði u.þ.b. 2¾% á hvoru ári fyrir sig.

Líkt og spáð var í nóvember sótti batinn á vinnumarkaði nokkuð í sig veðrið á fjórða ársfjórðungi eftir tiltölulega lakan þriðja fjórðung. Slakinn í þjóðarbúinu heldur því áfram að minnka og er líklegt að hann hverfi fljótlega eða sé jafnvel þegar horfinn.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti peningastefnunefndina um gang mála frá síðasta fundi nefndarinnar, m.a. vinnu innan Seðlabankans og á vegum annarra stjórnvalda í tengslum við losun fjármagnshafta. Nefndin hafði einnig hist á aukafundi 29. janúar til að ræða mögulegar endurbætur á stjórnstækjum bankans.

Nefndin lagði mat á hvort þróunin frá síðasta fundi og horfur miðað við nýja spá bankans hefðu breytt mati hennar á nauðsynlegu taumhaldi peningastefnunnar. Þróun verðbólgu frá desemberfundinum hafði verið í takt við mat nefndarinnar. Verðbólga hafði hjaðnað enn frekar og mældist aðeins 0,8% í desember og janúar og lítils háttar lækkun verðlags mælist sé horft fram hjá áhrifum húsnæðiskostnaðar. Verðbólguvæntingar höfðu einnig lækkað frá desemberfundinum og voru á helstu mælikvarða við verðbólgu markmiðið.

Nefndarmenn voru sammála um að verðbólguhorfur hefðu breyst töluvert frá spá Seðlabankans sem birt var í nóvember. Þessi niðurstaða lá þó að nokkru leyti fyrir á fundi nefndarinnar í desember þegar það var mat nefndarinnar að verðbólga yrði líklega nokkuð undir markmiði a.m.k. fram yfir mitt þetta ár.

Nefndarmenn ræddu uppfærða spá *Peningamála* og töldu að hún væri í samræmi við það mat nefndarinnar á síðasta fundi að hagvöxtur hefði verið minni á síðasta ári en spáð hafði verið í nóvember. Í spá Seðlabankans væri gengið út frá því að hagvöxtur í fyrra hefði verið 2% í stað 2,9% og væri þá miðað við bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands fyrir fyrstu þrjá fjórðunga síðasta árs. Eins og á síðasta fundi var nefndin sammála um að líklegt væri að bráðabirgðatölur Hagstofunnar fælu í sér vanmat, enda væru þær verulega á skjön við aðrar

vísbendingar um þróun eftirspurnar. Hins vegar væri nú spáð meiri hagvexti í ár en í nóvemberspánni eða 4,2% í stað 3,5%. Að hluta til skýrðist það af grunnáhrifum þess að hagvöxtur síðasta árs mældist minni en áður var talið samkvæmt bráðabirgðatölum, en einnig væri gert ráð fyrir meiri vexti útflutnings og jákvæðum áhrifum viðskiptakjara. Nefndarmenn voru sammála um að slakinn í þjóðarbúinu væri líklega horfinn eða við það að hverfa og að slakinn á vinnumarkaði hyrfi líklega á þessu ári. Taldi nefndin að áfram væri útlit fyrir ágætan vöxt innlendrar eftirspurnar enda væri spáð svipaðri landsframleiðslu á þessu ári og spáð var í nóvember.

Nefndin ræddi ítarlega um stöðuna á vinnumarkaði og launaþróun mismunandi hópa, bæði í nágildandi kjarasamningum og til lengri tíma litið. Var það mat hennar að almenn umframeftirspurn eftir vinnuafli virtist enn sem komið er ekki vera meginástæða óróa á vinnumarkaði heldur væri að töluverðu leyti um að ræða átök um hlutfallslegar launabreytingar og tekjuskiptingu auk þess sem alþjóðlegar tengingar hluta vinnumarkaðarins gætu átt einhvern hlut að máli. Þessi átök hefðu leitt til þess að horfur á því að niðurstöður kjarasamninga verði í samræmi við verðbólgu markmið hafi versnað.

Þrátt fyrir að raunvextir bankans hefðu hækkað um 0,2 prósentur frá lækkun vaxta í desember sökum hjöðunar verðbólgu og verðbólguvæntinga þótti helst koma til álita að halda vöxtum óbreyttum enda hafði nefndin tekið mið af því við ákvörðun um taumhald peningastefnunnar á desemberfundinum að líklegt væri að verðbólga myndi minnka á milli funda. Nefndarmenn voru þó sammála um að raunvextir væru nokkuð háir í ljósi stöðu hagsveiflunnar. Efnahagshorfur væru þó að ýmsu leyti tvísýnni en oft áður. Við matið á verðbólguhorfum á næstu misserum væri nauðsynlegt að taka tillit til þess að þar toguðust á áhrif vaxandi óvissu um niðurstöður komandi kjarasamninga og áhrif lækkunar heimsmarkaðsverðs á eldsneyti á verðbólgu og verðbólguvæntingar. Að mati nefndarinnar voru meiri líkur á að febrúarspá *Peningamála* fæli í sér að verðbólgu væri vanspáð en ofspáð. Taldi nefndin að kjarasamningsgerð á vinnumarkaði frá desemberfundinum og vísbendingar um að nýlegir samningar myndu hafa áhrif á kröfugerð á vinnumarkaði hefðu dregið úr líkum á því að gerðir yrðu kjarasamningar til þriggja ára á tiltölulega hófsömum nótum.

Nefndarmenn veittu því athygli að eftir almenna hjöðnun verðbólgu á meginhluta síðasta árs hefði hjöðnun verðbólgu að undanfögnu að mestu leyti stafað af beinum áhrifum lækkunar alþjóðlegs eldsneytisverðs. Lækkun eldsneytisverðs væri hins vegar utan áhrifasviðs innlendrar peningastefnu auk þess sem hjöðnun verðbólgu sem af lækkuninni leiddi væri tímabundin. Nefndarmenn voru því sammála um að við ákvörðun vaxta væri ekki hægt að taka fullt tillit til hjöðunar verðbólgu sem af henni stafar. Það væri því ekki rétt að horfa eingöngu til lækkunar raunvaxta sem rekja mætti til minni mældrar verðbólgu sakir lækkunar eldsneytisverðs. Ef lækkun eldsneytisverðs færi hins vegar að hafa áhrif á þróun langtímaverðbólguvæntinga og smitaðist út í launamyndun og leiddi til þess að verðbólga yrði undir markmiði um langt skeið myndi það kalla á viðbrögð peningastefnunnar. Nefndin taldi líkurnar á því að það gerðist þó litlar. Slakinn væri að mestu horfinn og gert væri ráð fyrir öflugum hagvexti á næstu misserum. Launavöxtur hefði verið töluverður á Íslandi, ólíkt flestum viðskiptalöndum, og vaxandi órói á vinnumarkaði gæti teft í tvísýnu stöðugleikanum sem áunnist hefur. Af þessum sökum var nefndin sammála um að rétt væri að staldra við uns efnahagshorfur skýrðust frekar, einkum varðandi launaþróun.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu áfram 4,5%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4,25%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 5,25% og daglánavextir 6,25%. Sú tillaga var samþykkt samhljóða.

Nefndin var sammála um að framvinda nafnvaxta réðist eins og alltaf af þróun eftirspurnar og verðbólgu. Var það mat nefndarinnar að haldist verðbólga undir markmiði og verði launahækkningar í komandi kjarasamningum í samræmi við verðbólgu markmið gætu, að öðru óbreyttu, skapað forsendur fyrir frekari lækkun nafnvaxta. Hins vegar taldi nefndin að miklar launahækkningar og vöxtur eftirspurnar gætu grafið undan nýfengnum verðstöðugleika og valdið því að hækka þyrfti vexti á ný.

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 peningastefnuneftirspurnarinnar verður birt miðvikudaginn 18. mars 2015.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, mars 2015

Birt: 1. apríl 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 lögini hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 17. mars 2015, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 18. mars og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 4. febrúar.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar hafði hækkað um 2,2% gagnvart evru og 0,6% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu frá febrúarfundi nefndarinnar en lækkað um 4,4% gagnvart Bandaríkjadal og 2,5% gagnvart bresku pundi. Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu um 129 milljónum evra (um 19 ma.kr.) á sama tíma eða sem nemur tæplega helmingi af veltu á gjaldeyrismarkaði.

Lausafjárstaða fjármálafyrirtækja gagnvart Seðlabankanum hefur áfram haldist rúm og vextir til einnar nætur á millibankamarkaði með krónur haldist í neðri hluta vaxtagangsins. Velta á millibankamarkaði hefur verið afar lítil það sem af er þessu ári.

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um 0,1-0,4 prósentur frá febrúarfundi nefndarinnar en krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa lækkaði um 0,3-0,5 prósentur.

Lægstu skráðir vextir óverðtryggðra íbúðalána stóru viðskiptabankanna þriggja höfðu haldist óbreyttir frá fundi nefndarinnar í febrúar. Sambærilegir vextir verðtryggðra lána voru einnig óbreyttir utan breytilegra vaxta eins viðskiptabankans sem höfðu hækkað um ½ prósentu.

Taumhald peningastefnunnar hafði lítið breyst frá febrúarfundi nefndarinnar. Raunvextir bankans voru enn 2,3% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum þegar marsfundurinn fór fram og 3,7% miðað við liðna ársverðbólgu.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands, miðað við vaxtamun á skuldabréfum ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðlum og sambærilegum bréfum ríkissjóða Bandaríkjanna og Þýskalands, hafði lækkað um 0,3-0,4 prósentur og var rétt fyrir fund nefndarinnar um 1,1-1,7 prósentur. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs hafði hækkað um 0,1 prósentu á milli funda og var um 1,8%.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja gerðu allar ráð fyrir óbreyttum nafnvöxtum Seðlabankans í mars. Vísaði rökstuðningur þeirra helst til óvissu um niðurstöður yfirstandandi kjaraviðræðna sem og að hagvöxtur ársins 2014 hafi reynst í takt við spá Seðlabankans.

Hægt hefur á vexti peningamagns að undanfögnu og í janúar dróst M3 saman um tæplega 2% milli ára sé lítið fram hjá innlánum slitastjórna fallinna fjármálafyrirtækja og sértækra félaga. Skýrist samdrátturinn að mestu leyti af samdrætti innlána fjármálafyrirtækja.

Leiðréttur heildarstofn útlána innlánsstofnana til innlendra aðila dróst saman um 2,3% milli ára í janúar. Þá námu hrein ný útlán innlánsstofnana (þ.e. ný útlán að frádregnum uppgreiðslum eldri lána) til innlendra aðila rúmlega 4 ma.kr. í janúar. Á sama tíma voru uppgreiðslur heimila um 166 m.kr. umfram ný útlán. Stóran hluta af uppgreiðslum heimila inn á íbúðalán í mánuðinum má rekja til niðurfærslu lána og uppsafnaðra inngreiðslna á íbúðalán vegna viðbótarlífeyrissparnaðar vegna skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda.

Úrvalsúsitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði lækkað um rúmlega 2% milli funda. Velta á aðalmarkaði nam um 59 ma.kr. á fyrstu tveimur mánuðum ársins en það er svipuð velta og var á sama tíma í fyrra.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Afgangur af vöruskiptum Íslands var 7,1 ma.kr. í janúar og 6,6 ma.kr. samkvæmt bráðabirgðatölum í febrúar. Verðmæti útflutnings jókst um 11,7% á föstu gengi milli ára fyrstu tvo mánuði ársins vegna aukningar í útflutningi sjávarafurða og iðnaðarvöru. Verðmæti innflutnings jókst um 9% á sama tíma, að mestu vegna aukins innflutnings hrá- og rekstrarvöru og mat- og drykkjarvöru.

Viðskiptakjör vöru og þjónustu bötnuðu um 3,4% árið 2014 frá fyrra ári sem er prósentu meiri bati en gert var ráð fyrir í *Peningamállum* 2015/1. Hagfelldari þróun útflutningsverðs áls og sjávarafurða á síðasta fjórðungi ársins skýrir muninn.

Álverð hafði lækkað um 7% frá síðasta fundi peningastefnunnar en meðalverð fyrstu tvær vikurnar í mars var þó 4% hærra en fyrir ári. Verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hækkaði lítilllega milli mánaða í janúar en hafði þá hækkað um 14% milli ára. Olíuverð hafði sveiflast nokkuð milli funda og var 3,5% lægra á fyrri hluta mars en að meðaltali í febrúar og 47% lægra en í fyrra.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag var 85,1 stig í febrúar sem er 1,4% hækkun frá meðaltali síðasta fjórðungs ársins 2014 og 1,5% hærra en í febrúar 2014. Hækkunina má að mestu leyti rekja til 0,7% hækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var 0,8 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands. Horfur eru á að verðbólga í viðskiptalöndum Íslands verði áfram lítil. Verðhjöðnun á evrusvæðinu mældist 0,3% í febrúar og 0,1% í Bandaríkjunum í janúar. Í Bretlandi mældist verðbólga 0,3% í janúar.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofan birti í mars jókst landsframleiðslan um 3% á fjórða ársfjórðungi síðasta árs. Árstíðarleiðréttur vöxtur landsframleiðslunnar frá fjórðungnum á undan nam 0,8% miðað við árstíðarleiðréttar tölur Seðlabankans.

Hagvöxtur ársins 2014 nam 1,9% en í febrúar hafði Seðlabankinn spáð 2% hagvexti á árinu. Hagvöxtur í fyrra var að mestu drifinn áfram af vexti þjóðarútgjalda, einkum einkaneyslu og fjárfestingu atvinnuveganna. Þjóðarútgjöld jukust um 5,3% á árinu en á móti vó að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var neikvætt um sem nemur 3 prósentum.

Hagvöxtur á fyrstu þremur fjórðungum ársins var endurskoðaður og er nú talinn hafa numið 1,5% sem er um einni prósentu meira en fyrri tölur sögðu til um. Er það svipaður vöxtur og Seðlabankinn spáði í nóvember, áður en þjóðhagsreikningar fyrir þriðja ársfjórðung voru birtir í desember sl. Þá var reyndar gert ráð fyrir heldur minni vexti þjóðarútgjalda og má rekja skekkjuna að miklu leyti til endurskoðunar á samneyslu fyrstu níu mánaða ársins auk þess sem framlag birgðabreytinga var meira en gert var ráð fyrir. Á móti þessu kemur að útflutningur jókst minna en spáð var og því var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar lakara.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var undirliggjandi afkoma hins opinbera árið 2014 að mestu í takt við spá *Peningamála*. Nokkur munur var hins vegar á niðurstöðunum og afkomuspánni sem skýrist af mismunandi uppgjörsaðferðum varðandi arðgreiðslur.

Undirliggjandi viðskiptajöfnuður var jákvæður um tæplega 100 ma.kr. í fyrra eða sem nemur 5% af landsframleiðslu en hafði verið 7,3% af landsframleiðslu árið á undan. Minni afgangur en á árinu 2013 skýrist af minni afgangi af vöruviðskiptum (19 ma.kr.) og þjónustujöfnuði (7 ma.kr.) ásamt lakari frumpáttatekjum (15 ma.kr.). Í *Peningamálum* 2015/1 var gert ráð fyrir að afgangur af viðskiptajöfnuði yrði 4,4% af landsframleiðslu árið 2014. Frávikið skýrist að mestu leyti af betri arðsemi af beinni erlendri fjárfestingu en gert var ráð fyrir í spánni en á móti kom þó að afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði var minni en spáð var.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu í upphafi ársins gefa til kynna svipaða þróun og undir lok 2014. Greiðslukortavelta í janúar og febrúar jókst t.a.m. um næstum því 3½% frá sama tíma fyrra árs og nýskráningar bifreiða jukust um 36,5% á sama tímabili.

Launavísitalan hækkaði um tæplega 1,3% milli fjórðunga á síðasta ársfjórðungi í fyrra og nam árshækkun hennar 6,7%. Launapróun hefur verið nokkuð mismunandi eftir hópum á yfirstandandi samningstímabili. Af einstökum hópum launafólks hækkuðu laun starfsmanna sveitarfélaga mest milli ára eða um 10,3%. Á almennum vinnumarkaði hækkuðu laun mest í samgöngum og flutningum eða um 7,2% en minnst í iðnaði en þar hækkuðu laun um 4,2%. Í janúar hækkaði launavísitalan um 1% milli mánaða og nam árshækkun hennar þá 6,7%. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna jókst þá um 1,7% milli mánaða og um 3,4% milli ára.

Samkvæmt niðurstöðum könnunar Gallup, sem var framkvæmd í febrúar og mars meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, vildi um fjórðungur fyrirtækja fjölga starfsfólki á næstu sex mánuðum en tæplega 10% frekar fækka því. Þetta er svipuð niðurstaða og fékkst bæði í síðustu könnun og í könnuninni sem gerð var á sama tíma í fyrra. Í öllum atvinnugreinum er meiri vilji til að fjölga starfsfólki en fækka því. Mest breyting frá síðustu könnun var hjá fyrirtækjum í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu, en þar vill tæplega helmingur fyrirtækja fjölga starfsfólki en aðeins 4% fækka því. Rúmlega 17% fyrirtækja telja vera skort á starfsfólki, en í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu og í byggingariðnaði telja um 30% fyrirtækja sig búa við skort. Rúmlega þriðjungur fyrirtækja telur nokkrum vandkvæðum

bundið að bregðast við óvæntum vexti eftirspurnar eða sölu og hefur hlutfall þeirra sem svo telja aukist jafnt og þétt sl. fjögur ár.

Nýir þjóðhagsreikningar sýna að launahlutfallið hækkaði um 0,9 prósentur milli ára í fyrra og var 59,9% af vergum þáttatekjum eða 0,7 prósentum undir tuttugu ára meðaltali. Frá því að launahlutfallið var lægst árið 2009 hefur það hækkað um rúmlega 6 prósentur.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok febrúar, hækkaði um 1,7% frá fyrri mánuði að teknu tilliti til árstíðar og um 8,2% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 1,6% milli mánaða í janúar þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Milli ára hækkaði vísitalan um 10,4%. Lítið eitt fleiri kaupsamningar voru gerðir í janúar á landinu öllu en í sama mánuði árið 2014. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var rúmí fimm mánuðir í janúar en var rúmlega fjórir mánuðir að meðaltali árið 2014.

Samkvæmt könnun Gallup í febrúar og mars voru stjórnendur fyrirtækja mun jákvæðari á núverandi stöðu efnahagsmála en þeir voru í síðustu könnun í desember. Rúmlega 40% stjórnenda töldu að núverandi aðstæður væru góðar samanborið við u.þ.b. þriðjung síðast. Tæplega 40% stjórnenda bjuggust jafnframt við að aðstæður batni á næstu sex mánuðum, heldur færri en í desember, og tæplega helmingur svarenda bjóst við að aðstæður yrðu óbreyttar. Stjórnendur í öllum atvinnugreinum voru heldur svartsýnni á framtíðarhorfur heldur en í desember og þá einna helst stjórnendur í verslun. Þrátt fyrir það bjóst tæpur helmingur svarenda við því að innlend eftirspurn myndi aukast á næstu sex mánuðum, nokkru fleiri en síðast.

Væntingar neytenda í febrúar glæddust einnig nokkuð samkvæmt viðhorfsskönnun Gallup, bæði frá mánuðinum á undan og sama mánuði síðasta árs. Vísitalan mældist 91,5 stig í febrúar sem er hækkun um tæplega tíu stig frá janúarmánuði og um 5,6 stig frá febrúarmánuði í fyrra.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,7% milli mánaða í febrúar og mældist ársverðbólga 0,8% eða óbreytt frá síðasta fundi. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hins vegar lækkað um 0,9% sl. tólf mánuði. Undirliggjandi ársverðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3, án skattaáhrifa, var 1,2% í febrúar og var einnig nánast óbreytt frá síðasta fundi. Samkvæmt tölfræðimælikvörðum á undirliggjandi verðbólgu hafði hún hins vegar aukist milli mánaða og var á bilinu 1,5-2%. Megindrifkraftar hækkunar vísitölu neysluverðs í febrúar voru útsölulok og hækkun húsnæðis- og bensínverðs. Hækkun húsnæðisliðarins hafði töluverð áhrif á vísitöluna eða 0,25 prósentur, en markaðsverð húsnæðis hafði hækkað þó nokkuð á undanförunum mánuðum. Verð á mat- og drykkjarvöru lækkaði um 0,7% milli mánaða. Verðlækkanirnar komu í kjölfar töluverðrar verðhækkunar í janúar vegna hækkunar á neðra prepi virðisaukaskatts.

Samkvæmt könnun Gallup á verðbólguvæntingum heimila sem gerð var í febrúar og mars mældust þær 3% til eins árs og höfðu lækkað um ½ prósentu frá síðustu könnun í nóvember. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára voru óbreyttar í 4%. Í sambærilegri könnun meðal stjórnenda fyrirtækja sem gerð var á svipuðum tíma voru verðbólguvæntingar þeirra einnig 3% til eins árs en höfðu hækkað um ½ prósentu frá síðustu könnun í desember og er það fyrsta hækkun verðbólguvæntinga fyrirtækja um nokkurt skeið. Þær námu 3,1% til tveggja ára og höfðu einnig hækkað lítillega frá síðustu könnun. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára, reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, var að meðaltali u.þ.b. 4% fyrri hluta marsmánaðar og hafði hækkað um rúmlega ½ prósentu frá því í janúar. Það er nú svipað og það var fyrir ári.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti peningastefnunefndina um gang mála frá síðasta fundi nefndarinnar, m.a. vinnu innan Seðlabankans og á vegum annarra stjórnvalda í tengslum við losun fjármagnshafta. Skýrði hann nefndinni einnig frá reglubundinni umræðu um stöðu og horfur í íslensku efnahagslífi í framkvæmdastjórn Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í samræmi við fjórðu grein stofnsáttmála sjóðsins.

Þar sem stutt var liðið frá síðasta fundi nefndarinnar hafði lítið birst af nýjum upplýsingum. Nefndin var sammála um að þróunin frá síðasta fundi hefði ekki breytt mati hennar á nauðsynlegu taumhaldi peningastefnunnar. Taldi nefndin að nýbirtir þjóðhagsreikningar breyttu ekki í meginatriðum mati hennar á nýlegum hagvexti og efnahagshorfum. Sumir nefndarmenn töldu þó að vísbendingar væru um að krafturinn í þjóðarbúskapnum væri jafnvel meiri en tölur Hagstofunnar bentu til. Nefndin var sammála um að þessi nýju gögn staðfestu mat hennar, sem fram kom í síðustu yfirlýsingu, að hagvöxtur í fyrra hafi verið kröftugri en bráðabirgðatölurnar fyrir fyrstu þrjá fjórðunga ársins höfðu gefið til kynna.

Nefndarmenn veittu því athygli að nýleg þróun í helstu viðskiptalöndunum, einkum Evrópu, hefði verið betri en búist hafði verið við þótt þess sæist enn ekki merki í aukinni verðbólgu.

Nefndarmenn voru sammála um að verðbólguhorfur væru lítt breyttar frá síðasta fundi, enda hefði verðbólga haldist mjög lítil undanfarna mánuði og lítils háttar lækkun verðlags mælst sé horft fram hjá áhrifum húsnæðiskostnaðar. Taldi nefndin að lítil alþjóðleg verðbólga og stöðugt gengi krónu hefðu haldið aftur af verðbólgu og vegið á móti áhrifum töluverðra launahækkana innanlands. Að mati nefndarinnar voru meiri líkur á að febrúarspá *Peningamála* fæli í sér vanmat á verðbólgu en að henni hefði verið ofspáð, sérstaklega í ljósi vaxandi óróa á vinnumarkaði. Taldi nefndin jafnframt horfur á að verðbólga gæti mælst meiri á næstu mánuðum en spáð var m.a. sakir meiri hækkunar innlands bensínverðs en gert var ráð fyrir í febrúar. Því væru líkur á frekari hjöðnun verðbólgu litlar.

Nefndin hafði nokkrar áhyggjur af nýlegri þróun verðbólguvæntinga. Á síðasta fundi nefndarinnar höfðu þær lækkað milli funda og voru við verðból gumarkmiðið á helstu mælikvarða. Nú væru hins vegar vísbendingar um að þær hefðu hækkað á ný undanfarnar vikur. Taldi nefndin að það endurspeglaði mögulega væntingar um að niðurstaða komandi kjarasamninga myndi ekki samrýmast verðból gumarkmiðinu þótt hluta hækkunarinnar mætti líklega rekja til óhagstæðrar þróunar áhættuálags. Að mati nefndarinnar benti þessi þróun til þess að enn vantaði á að verðbólguvæntingar náí traustri kjölfestu í verðból gumarkmiðinu.

Helst þótti koma til álita að halda vöxtum óbreyttum. Í ljósi þess að litla verðbólgu að undanförunu mætti að nokkru leyti rekja til lækkunar alþjóðlegs eldsneytisverðs, sem væri utan áhrifasviðs peningastefnu hér á landi, auk þess sem hjöðnun verðbólgu sem af lækkuninni leiddi væri tímabundin, voru nefndarmenn sem fyrr sammála um að við ákvörðun vaxta væri ekki rétt að taka fullt tillit til hjöðnunar verðbólgu sem af henni stafar. Einnig töldu nefndarmenn að áfram ríkti mikil óvissa um horfur á vinnumarkaði á sama tíma og vísbendingar væru um öflugan hagvöxt á næstu misserum. Af þessum sökum var nefndin sammála um að áfram væri rétt að halda vöxtum óbreyttum uns efnahagshorfur skýrðust frekar, einkum varðandi launaþróun.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu áfram 4,5%,

innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4,25%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 5,25% og daglánavextir 6,25%. Tillagan var samþykkt samhljóða.

Nefndin var sammála um að framvinda nafnvaxta réðist eins og alltaf af þróun eftirspurnar og verðbólgu. Var það mat nefndarinnar að héldist verðbólga undir markmiði og verði launahækkunir í komandi kjarasamningum í samræmi við verðbólgu markmið gætu, að öðru óbreyttu, skapast forsendur fyrir frekari lækkun nafnvaxta. Hins vegar taldi nefndin að miklar launahækkunir og vöxtur eftirspurnar gætu grafið undan nýfengnum verðstöðugleika og valdið því að hækka þyrfti vexti á ný.

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 peningastefnuneftirspurnar verður birt miðvikudaginn 13. maí 2015.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, maí 2015

Birt: 27. maí 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 lögini hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 6. og 12. maí 2015, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 13. maí og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 18. mars, eins og þær birtust í spá og óvissumati í *Peningamálum* 2015/2 hinn 13. maí.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar hafði lækkað um 0,3% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu, um 0,7% gagnvart evru og um 0,9% gagnvart bresku pundi frá marsfundi nefndarinnar en hækkað um 5,4% gagnvart Bandaríkjadal. Gengi krónunnar er þó enn um 3,6% lægra gagnvart Bandaríkjadal en í ársbyrjun og 14% lægra en á sama tíma í fyrra sem er í takt við þróun gjaldmiðla annarra þróaðra ríkja gagnvart dalnum.

Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu um 119 milljónum evra (um 17,5 ma.kr.) á milli funda eða sem nemur 41% af veltu á gjaldeyrismarkaði. Kaupin hafa numið um 46 ma.kr. það sem af er þessu ári sem er talsvert meira en á sama tímabili árið 2014.

Lausafjárstaða fjármálafyrirtækja gagnvart Seðlabankanum hefur áfram haldist rúm og vextir til einnar nætur á millibankamarkaði með krónur haldist í neðri hluta vaxtagangsins nálægt meginvöxtum bankans. Velta á millibankamarkaði nam 141,5 ma.kr. það sem af er ári sem er mun meira en á sama tímabili í fyrra en talsvert undir veltu sama tímabils sl. þriggja ára þar á undan.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um 0,4-0,7 prósentur frá marsfundi nefndarinnar en krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa var svipuð.

Meðaltal lægstu skráðra nafnvaxta óverðtryggðra íbúðalána stóru viðskiptabankanna þriggja hafði lækkað lítillega frá fundi nefndarinnar í mars en raunvextir þeirra höfðu lækkað um u.þ.b. $\frac{2}{3}$ úr prósentu. Sambærilegir vextir verðtryggðra lána höfðu einnig þokast niður á við og var hækking þeirra á fyrstu tveimur mánuðum þessa árs því að hluta til gengin til baka.

Taumhald peningastefnunnar hafði slaknað frá marsfundi nefndarinnar. Raunvextir bankans voru 1,7% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum á maífundinum og 3% miðað við liðna ársverðbólgu, þ.e.a.s. ríflega $\frac{1}{2}$ prósentu lægri en rétt eftir vaxtatilkynninguna í mars.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands, miðað við vaxtamun á skuldabréfum ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðlum og sambærilegum bréfum ríkissjóða Bandaríkjanna og Þýskalands, var á bilinu 1,1-1,6 prósentur rétt fyrir fund nefndarinnar sem er svipað og á marsfundinum. Álagið hafði þó lækkað um 0,3-0,6 prósentur frá áramótum. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs hafði lækkað um 0,2 prósentur á milli funda og var um 1,6%.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja gerðu allar ráð fyrir óbreyttum nafnvöxtum Seðlabankans í maí og vísaði rökstuðningur þeirra helst til óvissu um niðurstöður yfirstandandi kjaraviðræðna.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 8,9% á fyrsta fjórðungi ársins miðað við sama fjórðung í fyrra en sé leiðrétt fyrir innlánnum slitastjórna fallinna fjármálafyrirtækja var aukningin einungis 3,3%. Ársvöxtur leiðrétt M3 hefur dregist saman undanfarið ár og hefur verið undir nafnvexti landsframléiðslunnar síðustu þrjá ársfjórðunga.

Hrein ný útlán innlánsstofnana til innlendra aðila námu 50 ma.kr. á fyrsta fjórðungi þessa árs sem er talsvert meira en á sama tímabili í fyrra en svipað og var á undangengnum þremur ársfjórðungum. Hrein ný útlán innlánsstofnana til heimila námu um 9,7 ma.kr. á sama tíma sem er talsverður samdráttur milli fjórðunga en svipað og á sömu fjórðungum tveggja síðustu ára. Uppgreiðslu eldri lána heimila á fjórðungnum má að miklu leyti rekja til skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði hækkað um 4,1% milli funda en um 5% þegar tekið er tillit til aðgreiðslna. Velta á aðalmarkaði nam 105 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins og hafði aukist um tæplega 13% miðað við sama tíma fyrir ári.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáði í apríl að hagvöxtur í heiminum yrði svipaður í ár og síðustu tvö ár eða 3,5%. Er það sami vöxtur og sjóðurinn spáði í janúar. Sjóðurinn spáði minni vexti alþjóðaviðskipta í ár og á næsta ári en hann gerði í janúar. Horfur um hagvöxt í iðn- og nýmarkaðsríkjum í ár og á því næsta eru á heildina lítið óbreyttar frá því í janúar. Horfur um hagvöxt í Bandaríkjunum eru heldur verri en gert var ráð fyrir í janúar en hagvaxtarhorfur á evrusvæðinu eru betri. Horfur fyrir Bretland eru nánast óbreyttar. Spá sjóðsins um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands er 0,2 prósentum lægri í ár en gert var ráð fyrir í janúar eða 1,9%. Almennt gerir sjóðurinn ráð fyrir minni verðbólgu en í janúar. Talið er að verðbólga í viðskiptalöndunum verði 0,6% í ár sem er prósentu minni verðbólga en í janúarspá sjóðsins.

Afgangur af vöruskiptum Íslands nam 8,2 ma.kr. í mars og samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var afgangurinn 7,3 ma.kr. í apríl. Verðmæti bæði út- og innflutnings jókst á milli ára í apríl, verðmæti útflutnings um 52% og innflutnings um 12%. Fyrstu fjóra mánuði ársins jókst verðmæti útflutnings um 28% frá sama tíma í fyrra en verðmæti innflutnings um 22%. Vöxtur útflutnings skýrist að mestu leyti af auknu verðmæti iðnaðarvæðis og sjávarafurða en innflutningsvöxturinn af auknu verðmæti innfluttra flutningatækja, einkum flugvéla, en innflutningur á hrá- og rekstrarvörum hefur einnig aukist mikið.

Álverð hefur hækkað um 4,5% frá fundi peningastefnunnar í mars og var að meðaltali 8,2% hærra fyrstu tvær vikurnar í maí en á sama tíma í fyrra. Verð sjávarafurða hækkaði um 1,7% milli mánaða í mars og hafði hækkað um 13% á tólf mánuðum.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag var 85,1 stig í apríl sem er 0,2% hækkun frá fyrri mánuði og 1,3% hækkun frá apríl í fyrra. Árshækkunina má að mestu rekja til 1 prósentu meiri verðbólgu hér á landi en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands en nafngengi krónunnar hækkaði um 0,3% milli ára.

Innlendur þjórðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt niðurstöðum Vinnuþéttunna Hagstofunnar (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum töluvert hraðar á fyrsta fjórðungi ársins en á seinni hluta ársins 2014 eða um 4,2% milli ára. Fjölgun heildarvinnustunda skýrist eingöngu af fjölgun starfandi fólks því að meðalvinnutími stýttist lítillega. Atvinnuþátttaka jókst um 1,6 prósentur milli ára á fjórðungnum, hlutfall starfandi um 2,7 prósentur og fólki utan vinnuþéttar fækkaði um 6,8%.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 3,8% á fyrsta fjórðungi ársins samkvæmt vinnuþéttunna. Það minnkaði um 1 prósentu milli fjórðunga eftir að hafa nánast staðið í stað frá því á öðrum ársfjórðungi 2014.

Á fyrsta fjórðungi ársins fluttu fleiri til landsins en frá því, tíunda fjórðunginn í röð. Fjölgunin nam 0,2% af vinnuáflinu og stafar eingöngu af fjölgun erlendra ríkisborgara.

Launavísitalan hækkaði um 1,2% milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins og um 6,1% milli ára. Kaupmáttur launa jókst um 5,4% á sama tíma.

Helstu vísbendingar um einkaneyslu á fyrsta ársfjórðungi gefa til kynna að hún hafi aukist umtalsvert frá sama tíma í fyrra og að vöxtur hennar á síðasta fjórðungi 2014 hafi í meginatriðum haldið áfram. Greiðslukortavelta á fjórðungnum jókst um rúm 5% milli ára. Smásöluvelta með vörur á borð við raftæki og húsgögn jókst milli ára á fjórðungnum en lítillega dró úr dagvöruveltu. Þá fjölgaði nýskráðum bifreiðum einnig verulega á fjórðungnum.

Húsnæðisverðvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok apríl, lækkaði um 0,3% frá fyrri mánuði að teknu tilliti til árstíðar en hækkaði um 8,6% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,3% milli mánaða í mars þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Milli ára hækkaði vísitalan um 8,8%. Í mars voru gerðir tæplega þriðjungur fleiri kaupsamningar á landinu öllu en í sama mánuði árið 2014 en mörgum þinglýsingum var flýtt í mars vegna yfirvofandi verkfalls lögfræðinga hjá Sýslumanninum á höfuðborgarsvæðinu sem hófst 7. apríl. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var rúmir 4 mánuðir á fyrstu þremur mánuðum ársins sem er svipað og á sama tíma í fyrra.

Væntingavísitala Gallup lækkaði í apríl en var þó 1,6 stigum hærra en í sama mánuði í fyrra. Allar undirvísitölur lækkuðu milli mánaða. Á fyrsta ársfjórðungi náði vísitala fyrirhugaðra stórkaupa sínu hæsta gildi frá mars 2008.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,14% í apríl frá fyrri mánuði og um 1% í mars en þá hafði hún ekki hækkað um meira milli mánaða síðan í febrúar 2013. Ársverðbólga mældist 1,4% í apríl og hafði aukist um rúmlega ½ prósentu frá marsfundinum. Ef horft er á vísitölu neysliverðs án húsnæðis lækkaði verðlag um 0,1% frá fyrra ári. Undirliggjandi ársverðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3, án skattaáhrifa, var 1,6% í apríl og hafði aukist um tæplega ½ prósentu frá síðasta fundi. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu benda einnig til þess að hún hafi aukist nokkuð að undanfögnu. Miðað við vegið miðgildi og klippt meðaltal (e. trimmed mean) gæti hún verið á bilinu 1,7-2,2%. Hún er hins vegar meiri sé horft til undirliggjandi verðbólgu metinnar með kviku þáttalíkani eða um 3½%. Meginbreytingin í apríl var 0,7% hækkun húsnæðisverðs milli mánaða og mældist árshækkunin 8,6% (miðað við markaðsvirði húsnæðis í vísitölu neysliverðs).

Samkvæmt könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í byrjun maí bjuggust þeir við 3½% verðbólgu eftir eitt ár sem er um 1 prósentu meira en í síðustu könnun í janúar. Langtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila hækkuðu einnig lítillega og bjuggust þeir við að verðbólga yrði að meðaltali 3,2% á næstu fimm og tíu árum. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur einnig hækkað frá marsfundinum en það inniheldur til viðbótar áhættuþóknun sem hefur líklega aukist á undanfögnu vikum, m.a. vegna óvissu sem ríkir á vinnumarkaði. Verðbólguálag til tveggja ára var að meðaltali 3,8% í apríl og hafði hækkað um rúmlega ½ prósentu síðan í mars. Bæði fimm og tíu ára verðbólguálag var að meðaltali tæplega 5% í apríl og hafði einnig hækkað um rúmlega ½ prósentu. Hækkunin nam hins vegar um 1½ prósentu frá því í janúar sl.

Samkvæmt spá sem birt var í *Peningamálum* 13. maí munu áhrif lækkunar olíuverðs að undanfögnu á mælda verðbólgu fjara út og ríflegar launahækkunir og aukin framleiðsluspenna valda því að verðbólga eykst á ný. Spáð er að verðbólga verði við markmið á seinni hluta þessa árs, því sem næst hálfu ári fyrr en spáð var í febrúar. Samkvæmt grunnsþánni eykst verðbólga áfram og verður ríflega 3% frá miðju næsta ári og fram undir lok spátímans er hún tekur að þokast niður að markmiði á ný.

Horfur um alþjóðlegan hagvöxt og hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands fyrir þetta og næstu tvö ár hafa lítið breyst frá febrúarspá Seðlabankans, þótt breytingar hafi orðið í einstökum löndum og svæðum. Samkvæmt spánni verður hagvöxtur helstu viðskiptalanda 2,2% að meðaltali á næstu tveimur árum. Óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur hefur að sama skapi lítið breyst frá því í febrúar.

Bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands benda til þess að viðskiptakjör á fjórða ársfjórðungi í fyrra hafi batnað um 9% frá fyrra ári. Batinn á árinu í heild reyndist því 3,4% sem er 1 prósentu meiri bati en gert var ráð fyrir í *Peningamálum* í febrúar og skýrist fyrst og fremst af hagstæðari þróun ál- og sjávarafurðaverðs. Horfur eru á áframhaldandi bata viðskiptakjara í ár sem skýrist ekki síst af mikilli lækkun olíuverðs og hækkun Bandaríkjadals gagnvart evru frá miðju síðasta ári. Gangi spáin eftir verða viðskiptakjör um 8% betri árið 2017 en þau voru árið 2013 þegar þau náðu lágmarki í kjölfar fjármálakreppunnar. Þau verða þó enn 12% lakari en þau voru að meðaltali á tímabilinu 1999-2008.

Horfur um útflutning í ár og á næstu tveimur árum hafa batnað frá fyrri spá og er nú spáð tæplega 7% vexti í ár. Skýrist meiri vöxtur einkum af meiri þjónustuútflutningi og útflutningi

sjávarafurða. Eftir því sem líður á spátímann er gert ráð fyrir að heldur hægi á vexti útflutnings og að í lok hans vaxi hann svipað og eftirspurn í helstu viðskiptalöndum.

Hagvöxtur mældist 1,9% í fyrra sem er svipað og í febrúarspá *Peningamála* en þar var gert ráð fyrir 2% hagvexti. Spáð er að hagvöxtur verði 4,6% í ár, sem er heldur meiri vöxtur en spáð var í febrúar. Skýrist það að mestu leyti af meiri vexti fjárfestingar og útflutnings. Horfur fyrir næsta ár eru einnig taldar betri en spáð var í febrúar og er nú gert ráð fyrir 3,4% hagvexti 2016. Árið 2017 er spáð um ½ prósentu meiri hagvexti en í febrúar eða um 3%. Sem fyrr er talið að megindrifkraftur hagvaxtar á spátímanum verði innlend eftirspurn einkaaðila, þ.e. einkaneysla og atvinnuvegafjárfesting.

Í takt við febrúarspá Seðlabankans mældist árstíðarleiðrétt atvinnuleysi 3,8% á fyrsta fjórðungi þessa árs samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar. Störfum fjölgaði einnig mikið á fyrsta ársfjórðungi og heildarvinnustundum fjölgaði um ríflega 4% frá fyrra ári. Aðrar vísbendingar af vinnumarkaði benda einnig til þess að batinn þar hafi náð fyrri krafti en það hægði heldur á honum á seinni hluta síðasta árs. Samkvæmt spánni heldur atvinnuleysi áfram að minnka og verður um 3½% á þessu og næsta ári en tekur síðan að þokast upp í það sem talið er vera jafnvægisatvinnuleysi þegar nálgast lok spátímans. Heildarvinnustundum heldur einnig áfram að fjölga og hlutfall starfandi hækkar og verður tæp 79% frá næsta ári. Horfur á vinnumarkaði hafa því heldur batnað frá febrúarspánni í takt við bætтар hagvaxtarhorfur. Horfur um framleiðnivöxt á spátímanum hafa hins vegar lítið breyst frá febrúarmánuði því að áfram er gert ráð fyrir um 1% framleiðnivexti á ári að meðaltali.

Laun hækkðu um tæplega 6% í fyrra á sama tíma og framleiðni vinnuaflsins stóð í stað. Hækkun launakostnaðar á framleidda einingu var því töluverð í fyrra og samkvæmt grunnsþánni eru horfur á að svo verði áfram á meginhluta spátímans. Gert er ráð fyrir að launakostnaður á framleidda einingu hækki um u.þ.b. 4% á ári að meðaltali á spátímanum sem er lítillaga meira en spáð var í febrúar og nokkuð umfram það sem getur samrýmst verðstöðugleika til lengri tíma litið.

Talið er að slakinn sé horfinn úr þjóðarbúinu og að smám saman myndist framleiðsluspenna sem nær hámarki í um 1¼% af framleiðslugetu um mitt næsta ár. Þetta er heldur meiri spenna en gert var ráð fyrir í febrúarspánni enda horfur á meiri hagvexti á spátímanum. Samkvæmt spánni tekur spennan smám saman að minnka á seinni hluta spátímans og er nánast horfin í lok hans.

Grunnsþáin sem kynnt er í *Peningamálum* endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála næstu þrjú árin. Eins og ávallt eru ýmsir óvissuþættir í spánni sem breytt gætu verðbólguhorfum frá því sem gert er ráð fyrir í grunnsþánni. Alþjóðlegur efnahagsbati gæti t.a.m. reynst veikari en gert er ráð fyrir í grunnsþánni sem hefði neikvæð áhrif á útflutning og hugsanlega einnig á viðskiptakjör landsins. Þá er óvissa um gengisþróun vegna mögulegra áhrifa uppgjörs slitabúa fallinna fjármála fyrirtækja og losunar fjármagnshafta. Ein helsta óvissa grunnsþáinnar eru þó niðurstöður yfirstandandi kjaraviðræðna. Einnig er hætta á að launahækkanir sem eru langt umfram framleiðnivöxt valdi því að fyrirtæki leiti leiða til að draga úr launakostnaði, t.d. með því að draga úr ráðningum eða grípa til uppsagna. Samkeppnisábatá sem þjóðarbúið hefur náð undanfarin misseri og birtist m.a. í kröftugum útflutningsvexti þrátt fyrir slakan hagvöxt meðal helstu viðskiptalanda yrði einnig teflt í tvísýnu. Mikil hækkun launakostnaðar væri því einnig til þess fallin að grafa undan efnahagsbatanum og þeim afgangi á viðskiptum við útlönd sem býr í haginn fyrir losun fjármagnshafta. Óvissar horfur á vinnumarkaði gera það að verkum að talin er töluverð hætta á að verðbólgu til næstu missera sé vanspáð og hefur hætta aukist frá því sem áður var talið. Til lengri tíma vega á móti áhættuþættir, eins og t.d. hætta á hægari efnahagssumsvifum en

gert er ráð fyrir í grunnspánni, og því er líkindadreifingin samhverfari í lok spátímans þótt áfram séu taldar heldur meiri líkur á að verðbólgu sé vanspáð en að henni sé ofspáð.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti peningastefnunefndina um gang mála frá síðasta fundi nefndarinnar, m.a. vinnu innan Seðlabankans og á vegum annarra stjórnvalda í tengslum við losun fjármagnshafta. Nefndarmenn ræddu skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika*, sem var birt 22. apríl, stöðu fjármálastofnana og áhættu fjármálakerfisins vegna greiðslujafnaðarvanda þjóðarbúsins.

Nefndin lagði mat á hvort þróunin frá síðasta fundi og horfur miðað við nýja spá bankans hefðu breytt mati hennar á nauðsynlegu taumhaldi peningastefnunnar. Voru nefndarmenn sammála um að efnahagssumsvifin væru meiri en áður var talið og slakinn minni. Samkvæmt nýbirtri spá Seðlabankans verður hagvöxtur um 4½% í ár og að meðaltali tæplega 4% á ári á spátímanum. Er það ½ prósentu meiri vöxtur en bankinn spáði í febrúar. Jafnframt er gert ráð fyrir að framleiðsluspenna myndist á þessu ári og ná hámarki á því næsta.

Nefndarmenn veittu því athygli að batinn á vinnumarkaði hafði færst í aukana að undanfögnu. Taldi nefndin að væri tekið mið af hinum miklu launakröfum sem nú eru uppi mætti ætla að spenna á vinnumarkaði sé nú þegar til staðar eða að slaki hafi a.m.k. minnkað hraðar en samrýmdist verðstöðugleika. Taldi nefndin þó óvíst í hvaða mæli það skýrði mjög háar launakröfur sem væru langt umfram það sem almennt mætti reikna með við skilyrði takmarkaðrar spennu og lítillar verðbólgu enn sem komið væri. Eins og áður hafði verið rætt á fundum nefndarinnar gætu aðrar skýringar á háum launakröfum verið rof í þjóðfélagssátt og óeining innan samtaka launafólks um launahlutföll og tekjudreifingu.

Nefndarmenn veittu því einnig athygli að samkvæmt fyrirliggjandi spá væri gert ráð fyrir að launakostnaður á framleidda einingu ykist nokkru meira en áður var talið og umfram það sem gæti samrýmst verðbólgu markmiðinu. Var nefndin sammála um að svigrúm til launahækkana í komandi kjarasamningum takmarkaðist af því hversu hægur framleiðnivöxturinn virtist vera þó að bati viðskiptakjara vægi þar eitthvað á móti.

Nefndin skoðaði nokkur fráviksdæmi þar sem gert er ráð fyrir töluvert meiri launahækkunum en í grunnspánni og ræddi áhrif þeirra á verðbólgu og raunhagkerfið og viðbrögð peningastefnunnar, en áhrifum eins þeirra er lýst ítarlega í *Peningamálum* 2015/2. Taldi nefndin ljóst að jafnvel í því fráviksdæmi þar sem launahækkarnir voru í takt við það sem Samtök atvinnulífsins hefðu boðið stéttarfélögum þyrftu að öðru óbreyttu að koma til töluverðar vaxtahækkunar til að tryggja verðstöðugleika til langs tíma.

Var það einnig mat nefndarinnar að áhrif mikilla launahækkana á raunhagkerfið í fráviksdæmunum kynnu að vera vanmetin í þjóðhagslíkönum sem eru byggð á sögulegum samböndum þegar aðstæður voru ólíkar þeim sem nú eru. Ekki væru forsendur fyrir því að gengi krónunnar fengi að falla með sama hætti og gjarnan gerðist á fyrri áratugum í kjölfar mikilla launahækkana. Þá hefði atvinnuvegasamsetning breyst þar sem t.d. lítil og meðalstór fyrirtæki í ferðaþjónustu vega þyngra en áður en óvíst er um svigrúm þeirra til mikilla launahækkana og breytinga á umsvifum og mannhaldi ef til þeirra kemur. Einnig var bent á að áður hefði bankakerfið séð um að fjármagna tap fyrirtækja a.m.k. um einhverja hríð en alls óvíst væri að slíkt yrði gert í sama mæli nú. Nefndarmenn voru sammála um að áhrifin á atvinnu gætu af þessum sökum orðið meiri en í fráviksdæmunum. Einn nefndarmaður taldi þó að áhrifin gætu orðið ólínuleg og komið síðar fram en þá með skarpari hætti.

Nefndarmenn voru sammála um að geta fyrirtækja til að hækka laun væri misjöfn og að jafn miklar launahækkunar og gert er ráð fyrir í sviðsmyndunum kynnu að verða sumum þeirra ofviða. Þótt gera mætti ráð fyrir að mikill hagnaður í sjávarútvegi og stóriðju auðveldaði fyrirtækjum í þeim greinum að standa undir miklum launahækkunum væri væntanlega lítið svigrúm til staðar í mörgum fyrirtækjum í innlendri þjónustu og minni fyrirtækjum í ferðaþjónustu sem er sú grein þar sem atvinna hefði vaxið hvað hraðast frá falli bankanna. Töldu nefndarmenn einnig hættu á að samkeppnisstaða fyrirtækja í ferðaþjónustu kynni að skaddast kjósi þau að hækka verð til að standa undir auknum launakostnaði. Á móti var bent á að í þeim fyrirtækjum sem hefðu náð að lækka skuldir sínar nokkuð á undanförunum árum væri meira svigrúm til að taka á sig launahækkunar en var árið 2011.

Nefndin taldi einnig að áhrif mikilla launahækkana á verðbólgu gætu reynst vanmetin í ljósi þess að ástandið á vinnumarkaði væri þegar farið að hafa áhrif á verðbólguvæntingar. Verðbólga gæti því aukist hratt eins og hún gerði í kjölfar kjarasamninganna árið 2011. Áhrifin gætu jafnframt orðið hraðari nú í ljósi þess að slakinn í þjóðarbúskapnum væri hverfandi, en árið 2011 var enn nokkur slaki til staðar.

Nefndin var sammála um að verðbólguhorfur hefðu versnað frá síðustu spá Seðlabankans þótt verðbólga væri enn lítil og lítills háttar lækkun verðlags mældist milli ára sé horft fram hjá áhrifum húsnæðiskostnaðar. Samkvæmt grunnspá bankans færi verðbólga yfir markmið strax í upphafi næsta árs eða um hálfu ári fyrr en talið var í febrúar. Nefndarmenn töldu einnig líklegra að verðbólga yrði meiri en í fyrirbyggjandi spá en að hún yrði minni, einkum ef horft væri til framvindu kjaraviðræðna eftir að spáin var gerð.

Sem fyrr var það mat nefndarinnar að lítil alþjóðleg verðbólga og stöðugt gengi krónu hefðu haldið aftur af verðbólgu og vegið á móti áhrifum töluverðra launahækkana innanlands. Nefndarmenn voru hins vegar sammála um að líkur á hagstæðu samspili lítillar innfluttrar verðbólgu og hóflegra kjarasamninga virtust nú hverfandi. Höfðu þeir einnig áhyggjur af því að verðbólguvæntingar hefðu hækkað eftir að hafa lækkað í markmið í upphafi árs og taumhald peningastefnunnar því veikt frá marsfundi nefndarinnar.

Ákvarðanir nefndarinnar undir lok síðastliðins árs um lækkun vaxta Seðlabankans voru byggðar á snarpri hjöðnun verðbólgu og lækkun verðbólguvæntinga sem hafði leitt til hækkunar raunvaxta umfram það sem efnahagsástand og nærhorfur voru þá taldar gefa tilefni til. Nefndarmenn minntust þess að í fyrri yfirlýsingum nefndarinnar hefði verið ítrekað að miklar launahækkunar og sterkur vöxtur eftirspurnar gætu grafið undan nýfengnum verðstöðugleika og valdið því að hækka yrði vexti á ný. Taldi hún að þróun kjaraviðræðna að undanförunu ásamt lækkun verðbólguvæntinga og vísbendingum um öflugan vöxt eftirspurnar bentu sterklega til þess að slíkar aðstæður gætu verið að skapast. Nefndarmenn voru hins vegar ekki sammála um hvort þessi staða kallaði þegar á vaxtahækkun eða hvort betra væri að bíða með það þar til að það skýrðist betur í hvaða mæli launahækkunar færu yfir það sem samrýmist verðbólgu markmiði. Samstaða var hins vegar um að senda skýr skilaboð um áhyggjur nefndarinnar.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu áfram 4,5%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4,25%, vextir af lánnum gegn veði til sjö daga 5,25% og daglánvextir 6,25%.

Fjórir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra. Að mati þeirra skipti ekki meginmáli hvort vextir yrðu hækkaðir strax eða í júní þegar horfur varðandi niðurstöður kjarasamninga hefðu skýrst, enda myndi yfirlýsing nefndarinnar senda skýr skilaboð um væntanlega

vaxtahækkun og áhrifa þeirra myndi gæta strax á skuldabréfamarkaði. Ekki væri útilokað að skilaboð nefndarinnar gætu haft áhrif á niðurstöðu kjarasamninga þannig að launahækkanir yrðu eitthvað minni en nú virtist útlit fyrir. Með skýrum skilaboðum í yfirlýsingu nefndarinnar yrðu markaðsaðilar einnig betur búnir undir hækkun vaxta.

Einn nefndarmaður greiddi atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra og kaus að vextir yrðu hækkaðir strax um 0,5 prósentur. Taldi hann, óháð niðurstöðu kjarasamninga, að aðstæður í þjóðarbúskapnum kölluðu nú þegar á hert taumhald peningastefnunnar. Verðbólguvæntingar hefðu hækkað nokkuð og efnahagsumsvif virtust vaxa hratt. Horfur væru á ríflega 6% vexti þjóðarútgjalda og yfir 4% hagvexti á sama tíma og atvinna ykist hratt. Þessu til viðbótar væru útlínur komandi kjarasamninga þegar orðnar það skýrar að ljóst væri að niðurstaða þeirra yrði langt umfram það sem samræmdist verðbólgu markmiði bankans og grunnspá hans. Því væri nauðsynlegt að stíga strax fyrsta skrefið í átt að harðara taumhaldi og að frekari hækkunar væri síðan þörf á næstu fundum nefndarinnar.

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 peningastefnuneftarinnar verður birt miðvikudaginn 10. júní 2015.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, júní 2015

Birt: 24. júní 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 8. og 9. júní 2015, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 10. júní og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 13. maí.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar hafði hækkað um 0,4% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu og um 1,9% gagnvart bresku pundi en lækkað um 0,6% gagnvart evru og Bandaríkjadal frá maífundum nefndarinnar.

Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu 87 milljónum evra (12,9 ma.kr.) á milli funda eða sem nemur 51% af veltu á gjaldeyrismarkaði. Kaupin hafa numið um 395 milljónum evra (58,8 ma.kr.) það sem af er þessu ári sem er talsvert meira en á sama tímabili árið 2014.

Lausafjárstaða fjármálafyrirtækja gagnvart Seðlabankanum hefur áfram haldist rúm og vextir til einnar nætur á millibankamarkaði með krónur haldist í neðri hluta vaxtagangsins nálægt meginvöxtum bankans. Velta á millibankamarkaði nam 188,5 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 hækkað um 0,1-0,7 prósentur frá maífundum nefndarinnar, mest var hækkunin á stystu bréfunum. Krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa

var nánast óbreytt. Frá áramótum hefur ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hækkað um 1-1½ prósentu en krafa verðtryggðra lækkað um u.þ.b. ½ prósentu.

Meðaltal lægstu skráðra fastra nafnvaxta óverðtryggðra íbúðalána stóru viðskiptabankanna þriggja hafði hækkað lítillega frá fundi nefndarinnar í maí. Sambærilegir vextir óverðtryggðra lána með breytilegum vöxtum og verðtryggðra lána höfðu hins vegar haldist óbreyttir.

Taumhald peningastefnunnar hafði slaknað frá maífundum nefndarinnar einkum vegna hærri verðbólguvæntinga. Raunvextir bankans voru 1,2% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum á júnífundinum. Miðað við liðna ársverðbólgu voru þeir hins vegar 2,8%. Það er um 0,2-0,5 prósentum lægra en rétt eftir vaxtatilkygninguna í maí og um 0,8-1,1 prósentu lægra en eftir ákvörðunina í mars.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands, miðað við vaxtamun á skuldabréfum ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðlum og sambærilegum bréfum ríkissjóða Bandaríkjanna og Þýskalands, var á bilinu 1,2-1,7 prósentur rétt fyrir fund nefndarinnar sem er lítillega hærra en á maífundinum. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs var nánast óbreytt á milli funda og mældist um 1,6%.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar 0,5 prósentna hækkunar nafnvaxta Seðlabankans í júní og vísaði rökstuðningur þeirra helst til hækkunar verðbólguvæntinga, niðurstöðu kjarasamninga á vinnumarkaði og aðgerða stjórnvalda í ríkisfjármálum í tengslum við gerð kjarasamninganna.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um rúmlega 12% í apríl miðað við sama tíma í fyrra en sé leiðrétt fyrir innlánnum slitastjórna fallinna fjármálafyrirtækja var aukningin 6,4%.

Hrein ný útlán innlánsstofnana til innlendra aðila voru tæplega 70 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins sem er um 38% meira en á sama tímabili í fyrra. Hrein ný útlán til fyrirtækja voru 51 ma.kr. sem er þriðjungur meira en á sama tíma í fyrra. Hrein ný útlán innlánsstofnana til heimila námu um 12 ma.kr. á sama tíma. Uppgreiðslur eldri útlána heimila á tímabilinu má að miklu leyti rekja til skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda.

Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði hækkað um 3,3% milli funda en um 3,8% þegar tekið er tillit til arðgreiðslna. Velta á aðalmarkaði nam tæplega 134 ma.kr. á fyrstu fimm mánuðum ársins og hafði aukist um tæplega 18% miðað við sama tíma fyrir ári.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD), sem birt var í júní, er gert ráð fyrir að hagvöxtur í ríkjum OECD verði heldur minni í ár og á næsta ári en stofnunin hafði spáð í nóvember. Talið er að hagvöxtur á heimsvísu minnki úr 3,3% í fyrra í 3,1% í ár sem er 0,6 prósentum minna en gert var ráð fyrir í nóvember. Spáð er 3,3% hagvexti á heimsvísu á næsta ári. Horfur um vöxt alþjóðaviðskipta á árunum 2015-2016 eru einnig heldur verri. Spá OECD um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands er 0,1 prósentu lægri í ár en gert var ráð fyrir í nóvember eða 1,8%. Talið er að verðbólga í viðskiptalöndum Íslands verði 0,6 prósentum minni á þessu ári en í nóvemberspánni vegna lækkunar olíuverðs eða 0,6%.

Afgangur af vöruskiptum Íslands var 200 m.kr. í maí samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar en 5,2 ma.kr. á föstu gengi á sama tíma í fyrra. Fyrstu fimm mánuði ársins jókst verðmæti innflutnings um 21% frá sama tíma í fyrra en um 13,5% ef horft er fram hjá innflutningi skipa og flugvéla. Vöxt innflutnings má að mestu rekja til tvöföldunar í verðmæti flutningatækja og ríflega fimmtungsaukningar í verðmæti hrá- og rekstrarvara. Verðmæti

útflutnings jókst á sama tíma um 21,5% og skýrist aukningin að mestu af tæplega þriðjungsvexti í útflutningsverðmæti iðnaðarvara.

Álverð hefur lækkað um 8,6% frá fundi peningastefnunnendrar í maí og var að meðaltali 6,1% lægra fyrstu vikuna í júní en á sama tíma í fyrra. Verð sjávarafurða í erlendri mynt hækkaði um 1,4% milli mánaða í apríl og hafði hækkað um 11,3% á síðustu tólf mánuðum.

Raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 0,2% milli mánaða í maí og var 85,2 stig. Á fyrstu fimm mánuðum ársins hefur það verið 1,5% hærra en á sama tíma í fyrra og má að mestu rekja hækkunina til 0,8 prósentu meiri verðbólgu hér á landi en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands en nafngengi krónunnar hækkaði um 0,6% á sama tíma.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í júní var hagvöxtur 2,9% á fyrsta ársfjórðungi. Árstíðarleiðréttur vöxtur landsframleiðslunnar frá fjórðungnum á undan var neikvæður um 1,2% miðað við árstíðarleiðréttar tölur Seðlabankans. Hagvöxtur tímabilsins var heldur minni en í spánni sem birt var í *Peningamálum* í maí en þar var gert ráð fyrir 4,6% hagvexti á tímabilinu. Hagvöxtur fjórðungsins var borinn uppi af vexti innlendra eftirspurnar en neysla og fjárfesting alls jukust um 6,4%. Þrátt fyrir umtalsverðan vöxt var hann minni en búist var við í maíspánni. Birgðabreytingar jukust einnig umtalsvert og tengdist sú birgðaaaukning fyrst og fremst aukningu í birgðum sjávarafurða. Þjóðarútgjöld jukust því á heildina um 9,9%.

Framlag utanríkisviðskipta var neikvætt þar sem vöxtur innflutnings var töluvert meiri en vöxtur útflutnings. Sú þróun skýrist að hluta til af því að umtalsverður hluti sjávarfangs kom fram í birgðabreytingu en ekki í útflutningi ásamt því að á tímabilinu var mikill innflutningur skipa og flugvéla en sá innflutningur kemur einnig fram í fjárfestingu og hefur því afar takmörkuð áhrif á landsframleiðsluna í heild. Samanborið við maíspá bankans var framlag utanríkisviðskipta lakara en gert var ráð fyrir og má að verulegu leyti rekja það til áðurnefndrar ráðstöfunar sjávarfangs í birgðir auk þess sem þáttur verðhækkunar í þróun útflutningsverðmætis var vanmetinn í spá bankans.

Undirliggjandi viðskiptajöfnuður var jákvæður um 10,4 ma.kr. á fyrsta ársfjórðungi eða sem nemur 2% af landsframleiðslu. Þetta er minni afgangur en á fjórðungnum á undan en meiri en á sama tíma í fyrra þegar hann nam 1% af landsframleiðslu. Afgangurinn í ár stafar af 17,9 ma.kr. afgangi af þjónustuviðskiptum án áhrifa innlánsstofnana í slitameðferð en á móti vó 2,1 ma.kr. halli af vöruskiptum og 5,4 ma.kr. halli af undirliggjandi jöfnuði frumþáttatekna og rekstrarframlögum. Endurskoðun á áður birtum tölum fyrir árið 2014 sýnir meiri afgang en áður var talið eða sem nemur 5,5% af landsframleiðslu.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu í upphafi annars ársfjórðungs gefa til kynna að áframhald verði á vexti einkaneyslu á fjórðungnum. Greiðslukortavelta í apríl jókst um rúm 3½% milli ára og nýskráningar bifreiða í apríl og maí voru rúmum þriðjungi meiri en á sama tímabili síðasta árs. Á móti kemur að vöxtur dagvöruveltu var mun dræmari.

Samkvæmt niðurstöðum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar (VMK) hélt vöxtur vinnuafleiðis eftirspurnar áfram að aukast í apríl. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 4,2% og minnkaði um ½ prósentu milli ára. Það sem af er ári hefur atvinnuleysi verið 1,2 prósentum minna en það var á sama tíma í fyrra.

Launavísitalan hækkaði um 0,2% milli mánaða í apríl og um 5,2% milli ára. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna jókst um 3,7% á sama tíma.

Samkvæmt niðurstöðum könnunar Gallup, sem var framkvæmd í maí og júní meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, voru stjórnendur fyrirtækja töluvert svartsýnni á efnahagsaðstæður en í mars sl. og júní í fyrra. Stjórnendur í öllum atvinnugreinum voru svartsýnni en í marskönnuninni. Væntingar um bæði innlenda og erlenda eftirspurn voru heldur lakari en í síðustu könnun.

Samkvæmt könnuninni vildu einungis rúmlega 5 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki á næstu sex mánuðum en fækka því. Þetta er nokkur viðsnúningur frá síðustu könnun en þá vildu um 15 prósentum fleiri fyrirtæki frekar fjölga starfsfólki en fækka. Breytingin skýrist að mestu af því að fleiri fyrirtæki vilja fækka starfsfólki en í síðustu könnun. Miðað við síðustu könnun eykst viljinn til að fækka starfsfólki í öllum greinum nema í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu. Vilji til að fjölga starfsfólki jókst hins vegar verulega í byggingastarfsemi en þar vildu rúmlega 40% fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki en fækka því og í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu vildi um fjórðungur fyrirtækja frekar fjölga starfsfólki en fækka. Í þessum geirum er hlutfall fyrirtækja sem telja vera skort á starfsfólki jafnframt einna hæst, en tæplega 20% fyrirtækja töldu að skortur sé á starfsfólki og hefur þeim fjölgað jafnt og þétt að teknu tilliti til árstíðar frá því á þriðja fjórðungi árið 2013. Flest fyrirtæki vildu þó halda óbreyttum starfsmannafjölda á næstu sex mánuðum. Fyrirtæki sem selja til útlanda voru töluvert jákvæðari varðandi fjölgun starfsfólks en þau sem ekki selja til útlanda.

Væntingavísitala Gallup mældist 83,3 stig í maí sem er litlu lakara en í apríl og lægra en á sama tíma í fyrra en vísitalan hefur ekki lækkað milli ára frá því í maí 2014.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok maí, hækkaði um 0,2% frá fyrri mánuði að teknu tilliti til árstíðar en hækkaði um 7,6% milli ára. Vegna verkfalls lögfræðinga hjá Sýslumanninum á höfuðborgarsvæðinu hefur engum kaupsamningum verið þinglýst frá 6. apríl sl. og því hefur Þjóðskrá Íslands ekki birt vísitölu íbúðaverðs né veltu kaupsamninga á höfuðborgarsvæðinu fyrir aprílmánuð.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,28% milli mánaða í maí og mældist ársverðbólga 1,6% eða 0,2 prósentum meiri en í apríl. Ætla má að ársverðbólga sé vanmetin um tæplega 0,2 prósentur vegna ofangreinds skorts á upplýsingum um þróun markaðsverðs húsnæðis. Ársverðbólga án húsnæðis mældist 0,3% en verðlækkun milli ára hafði mælst á þann mælikvarða síðan í nóvember 2014. Undirliggjandi ársverðbólga var óbreytt milli mánaða í maí á flesta mælikvarða. Ef miðað er við kjarnavísitölu 3, án skattaáhrifa, var hún 1,6%. Samkvæmt ýmsum tölfræðimælikvörðum á undirliggjandi verðbólgu var hún á bilinu 1,6-2,3% en um 3½% ef hún er metin með kviku þáttalíkani.

Verð á matvöru hækkaði um tæplega 1% milli mánaða og skýrði sú hækkun um helming hækkunar vísitölu neysliverðs. Húsnæðisliðurinn hækkaði um 0,2% í maí, einkum vegna hækkunar á greiddri húsaleigu, og hefur ekki hækkað minna síðan í nóvember sl. Skýringuna má að mestu leyti rekja til áðurnefnds verkfalls lögfræðinga hjá Sýslumanni höfuðborgarsvæðisins. Útreikningur á markaðsverði húsnæðis á höfuðborgarsvæðinu var því ekki byggður á nýjum mælingum.

Samkvæmt könnun Gallup á verðbólguvæntingum heimila sem gerð var í maí mældust þær 4% til eins árs og höfðu hækkað um 1 prósentu frá síðustu könnun í mars sl. en í síðustu tveimur könnunum höfðu verðbólguvæntingar heimila lækkað. Væntingar þeirra um verðbólgu eftir tvö ár voru óbreyttar í 4% í maikönnuninni. Í sambærilegri könnun meðal stjórnenda fyrirtækja sem gerð var í maí og júní voru verðbólguvæntingar þeirra einnig 4% til eins árs og höfðu hækkað um 1 prósentu frá síðustu könnun í mars. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til skamms tíma hafði einnig hækkað frá maífundinum. Álagið eftir tvö

ár mældist 4½% rétt fyrir júnifundinn og hafði hækkað um ½ prósentu milli funda. Álagið bæði eftir fimm og tíu ár var hins vegar óbreytt í um 5%. Hækkunin hefur hins vegar numið að meðaltali rúmlega 1½ prósentu frá því í janúar sl.

II Vaxtaákvörðunin

Nefndin ræddi 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 verið sammála um að niðurstaða kjaraviðræðna, hækkun verðbólguvæntinga og vísbendingar um öflugan vöxt eftirspurnar bentu til þess að herða þyrfti aðhaldið. Nefndarmenn töldu að þróunin milli funda gæfi ekki tilefni til þess að breyta þessu mati. Þvert á móti voru nefndarmenn sammála um að þótt verðbólga væri enn lítil hefðu verðbólguhorfur versnað umtalsvert miðað við síðustu spá Seðlabankans.

Nefndarmenn ræddu niðurstöður kjarasamninga sem höfðu verið undirritaðir og töldu að þeir myndu líklega skapa grunn fyrir aðra samninga. Að mati nefndarmanna var ljóst að launahækkanir í þeim kjarasamningum sem þegar hefðu verið undirritaðir væru meiri en gert var ráð fyrir í sviðsmynd sem lá fyrir maifundinum og tók mið af tilboði Samtaka atvinnulífsins til stéttarfélaganna. Í maí var nefndin sammála um að slík framvinda kallaði á töluverðar vaxtahækkanir ef tryggja ætti verðstöðugleika til langs tíma.

Nefndarmenn höfðu einnig áhyggjur af því að flestar mælingar á verðbólguvæntingum sem birst hefðu milli funda sýndu að þær héldu áfram að hækka. Taumhald peningastefnunnar hefði því slaknað frá síðasta fundi nefndarinnar.

Nefndarmenn töldu að þær aðgerðir sem ríkisstjórnin hafði kynnt til að liðka fyrir kjarasamningum væru ekki enn fjármagnaðar með niðurskurði útgjalda eða auknum tekjum ríkissjóðs og myndu ef það yrði raunin fela í sér slökun á aðhaldi í ríkisfjármálum sem stuðlaði að myndun spennu í hagkerfinu og verðbólguþrýstingi.

Nefndarmenn ræddu einnig áhrif aðgerða sem stjórnvöld og Seðlabanki Íslands höfðu nýverið kynnt og miða að því að búa í haginn fyrir losun fjármagnshafta. Þar sem sumir þættir aðgerðanna munu afla ríkissjóði tekna töldu nefndarmenn mikilvægt að þeim yrði ekki ráðstafað þannig að það auki enn frekar á spennu í þjóðarútgjöldum, t.d. með því að virkja peningamagn sem til þessa hefur verið óvirkt. Töldu nefndarmenn nauðsynlegt að fylgjast grannt með framvindunni og voru sammála um að grípa yrði til viðeigandi aðgerða til mótvægis ef þörf krefði.

Að mati nefndarinnar var vöxtur efnahagssumsvifa það sem af er ári áþekkur því sem maíspá Seðlabankans gerði ráð fyrir. Nefndin ræddi nýbirtar tölur um þjóðhagsreikninga Hagstofu Íslands fyrir fyrsta fjórðung ársins sem sýna að hagvöxtur hafi verið 2,9% á fyrsta fjórðungi ársins, neysla og fjárfesting hafi aukist um 6,4% og þjóðarútgjöld alls um tæplega 10%. Þótt vöxtur efnahagssumsvifa virtist heldur hægari en spáð hafði verið í maí töldu nefndarmenn ekki ástæðu til að breyta fyrra mati á framvindu efnahagsmála. Bent var á að mikil óvissa tengdist fyrstu birtingu þjóðhagsreikninga og að vísbendingar væru um meiri kraft á vinnumarkaði en spáð hafði verið í maí.

Nefndarmenn voru sammála um að horfur um þróun launakostnaðar, hækkun verðbólguvæntinga og vísbendingar um öflugan vöxt eftirspurnar yllu því að óhjákvæmilegt væri að bregðast strax við versnandi verðbólguhorfum þrátt fyrir að verðbólga væri enn undir markmiði. Allir nefndarmenn voru þeirrar skoðunar að rétt væri að hækka vexti um að

minnsta kosti 0,5 prósentur og að rök væru fyrir áframhaldandi hækkun vaxta. Þeir voru hins vegar ekki sammála um hversu hröð aðlögun taumhaldsins ætti að vera.

Helstu rök sem fram komu á fundinum fyrir að hækka vexti um 0,5 prósentur að sinni voru þau að verðbólga væri enn lítil og ekki væri ljóst í hve ríkum mæli launahækkunum yrði velt út í verðlag eða mætt með hagræðingu í fyrirtækjum. Einnig væri óvíst hve mikið launaskrið yrði í framhaldi af kjarasamningunum. Á næsta fundi nefndarinnar lægi fyrir mæling á fyrstu áhrifum kjarasamninga á verðbólgu ásamt nýrri spá bankans. Einnig var bent á að með því að senda skýr skilaboð um væntanlegar vaxtahækkunar yrði markaðurinn jafnframt búinn undir þær. Áhrifa boðaðra vaxtabreytinga myndi að einhverju leyti gæta strax eins og raunin varð með síðustu yfirlýsingu nefndarinnar þegar áhrif boðaðra vaxtahækkana komu strax fram á skuldabréfamarkaði.

Á móti var bent á þá hættu að peningastefnan væri að bregðast of seint og of hægt við. Krafturinn í þjóðarbúskapnum hefði þegar á síðasta fundi nefndarinnar kallað á hert taumhald óháð niðurstöðum kjarasamninga og hefði sú þörf aukist enn frekar þar sem taumhaldið hefði slaknað á milli funda vegna hækkunar verðbólguvæntinga. Nú bættist við að launahækkunar í kjarasamningunum væru meiri en útlit var fyrir á síðasta fundi.

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%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4,75%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 5,75% og daglánavextir 6,75%. Fjórir nefndarmenn greiddu atkvæði með tillögu seðlabankastjórans. Einn þeirra hefði þó heldur kosið að hækka vexti um 0,75 prósentur en taldi sig engu að síður geta fallist á tillögu seðlabankastjóra. Einn nefndarmaður greiddi atkvæði gegn tillögu bankastjóra og vildi hækka vexti um 1 prósentu.

Nefndarmenn voru sammála um að einsýnt virtist að hækka þyrfti vexti umtalsvert í ágúst og frekar á komandi misserum ætti að tryggja stöðugt verðlag til lengri tíma litið og senda um það skýr skilaboð með yfirlýsingunni nú.

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 19. ágúst 2015.



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 meginþéttu efnahagsstefnu ríkisstjórnarinnar að svo miklu leyti sem hann telur það ekki ganga gegn meginþéttu hans um verðstöðugleika.
- (2) Í stað þess að þéttu peningastefnuna við að halda gengi krónunnar innan vikmarka mun Seðlabankinn hér eftir þéttu 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 stjórnþéttu sínu í því skyni að ná verðbólguþéttu sínu.
- (5) Síðar í þessari viku mun ríkisstjórnin leggja fram frumvarp til laga um Seðlabanka Íslands sem felur í sér að lögfestar verða ofangreindar ákvarðanir um stöðugleika í verðlagsmálum sem meginþéttu peningastefnunnar og um sjálfstæði Seðlabankans til að beita stjórnþéttu sínu.
- (6) Verðbólguþéttu 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 verðbólguþéttu 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 verðból gumarkmiðið 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 verðból guspár þar sem spáð er a.m.k. tvö ár fram í tímann. Spárnar skulu birtar í riti bankans *Peningamálum*. Þar skal einnig koma fram mat bankans á helstu óvissuþáttum tengdum spánni. Jafnframt mun bankinn gera grein fyrir mati sínu á stöðu og horfum í efnahagsmálum.

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

(12) Seðlabankinn mun í ritum sínum gera grein fyrir því hvernig til hefur tekist við að ná verðból gumarkmiði 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.