



SKÝRSLA PENINGASTEFNUNEFNDAR TIL ALÞINGIS

2014 • 2

Skýrsla peningastefnunefndar til Alþingis

16. janúar 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. desember 2014. Eftirfarandi skýrsla fjallar um störf nefndarinnar frá júlí til desember 2014.

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 lögnum 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 þjóðarþúskaðinn sem birtist í riti bankans, *Peningamálum*. Í yfirlýsingum og fundargerðum peningastefnunefndar, sem fylgja þessari skýrslu, er að finna röksemdir fyrir ákvörðunum nefndarinnar.

Þróunin frá júlí til desember 2014

Peningastefnunefnd Seðlabankans ákvað á nóvemberfundi sínum að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur en vextir höfðu þá verið óbreyttir í tvö ár. Í desember voru vextir síðan lækkaðir um 0,5 prósentur til viðbótar. Í lok ársins 2014 voru meginvextir hans, þ.e. vextir á 7 daga bundnum innlánum, því 4,5% en voru 5,25% í lok júní sl.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 lækkað til samræmis eins og sést í töflu 1.

Tafla 1. Vextir Seðlabanka Íslands 2014 (%)

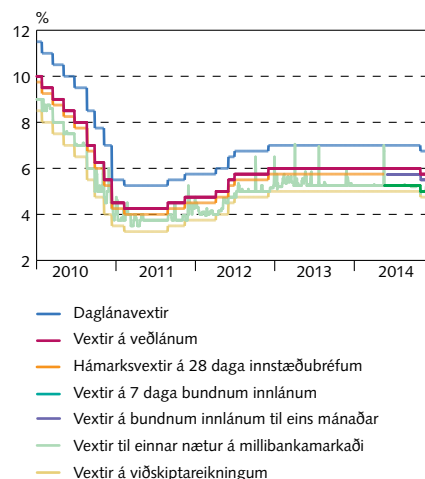
Dags.	Viðskipta- reikningar	Bundin innlán til 7 daga ¹	Veðlán	Daglán
10. des.	4,25	4,50	5,25	6,25
5. nóv.	4,75	5,00	5,75	6,75
1. okt.	5,00	5,25	6,00	7,00
20. ágúst	5,00	5,25	6,00	7,00

1. Frá hausti 2009 seldi Seðlabankinn fjármálfyrirtækjum vikulega innstæðubréf til 28 daga í senn í því skyni að draga úr lausu fé á markaði og styðja við vaxtamyndun á millibankamarkaði með krónur. Í maí 2014 voru í staðinn tekin upp 7 daga bundin innlán ásamt mánaðarlegum bundnum innlánum, sem eru boðin einu sinni í mánuði.

Mynd 1

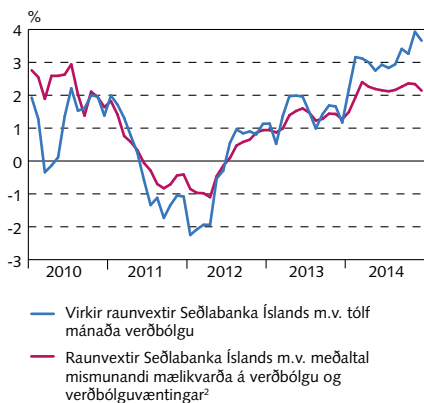
Vextir Seðlabankans og skammtíma-
markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 31. desember 2014



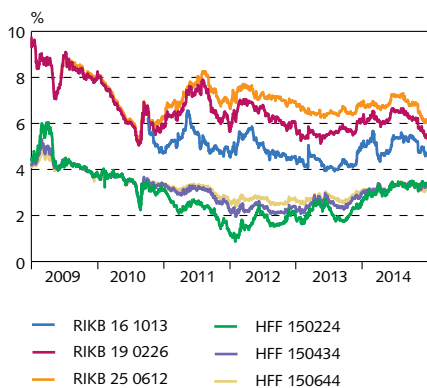
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Raunvextir Seðlabanka Íslands¹
Janúar 2010 - desember 2014



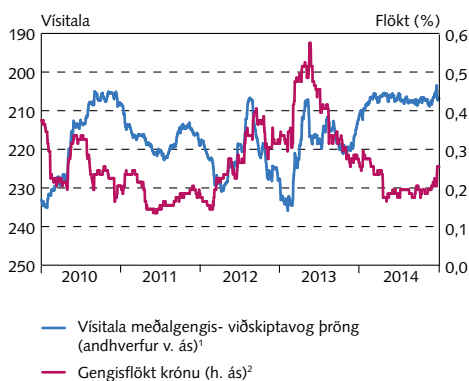
1. Fram til maí 2014 er miðað við meðaltal innlánsvaxta og hámarksvaxta á innstæðubréfum með 28 daga binditíma sem nafnvexti bankans en frá maí 2014 er miðað við vexti 7 daga bundinna innlána. 2. Fram til janúar 2012 er miðað við 12 mánaða verðbólgu, verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs, verðbólguvæntingar 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: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3
Ávöxtunarkrafa skuldabréfa
Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 31. desember 2014



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4
Gengi krónu og gengisflökt
Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 31. desember 2014



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

Þrátt fyrir lækkun nafnvaxta bankans hefur taumhald peningastefnunnar ekki slaknað frá því að síðasta skýrsla peningastefnufndar var send Alþingi. Raunvextir bankans miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum voru 2,1% í lok desember 2014 sem er svipað og í lok júní. Miðað við liðna ársverðbólgu hafa raunvextir bankans hins vegar hækkað síðan í júní en áhrif þeirrar þróunar á eftirspurn eru hins vegar vandmetin í ljósi snarprar lækkunar olíuverðs sem óvíst er hversu lengi varir. Langtímaraunvextir á skuldabréfamarkaði hafa í meginatriðum þróast í takt við vexti bankans.

Viðskiptavegið gengi krónunnar hefur lækkað um rúmlega ½% frá því í lok júní sl. en hækkað um 1,7% frá lokum ársins 2013. Gjaldeyriviðskipti Seðlabankans á undanförunum misserum hafa dregið verulega úr hækkun á gengi krónunnar og stuðlað að auknum stöðugleika hennar en á seinni helmingi ársins 2014 keypti bankinn gjaldeyri fyrir 72,2 ma.kr. af viðskiptavökum á gjaldeyrismarkaði en seldi gjaldeyri fyrir tæplega 1 ma.kr.

Verðbólga hefur hjaðnað töluvert á undanförunum mánuðum. Ársverðbólga miðað við vísitölu neysliverðs mældist 0,8% í desember sl. en var 2,2% í júní 2014. Hún hefur jafnframt verið undir verðbólgu markmiði Seðlabankans í ellefu mánuði samfleytt. Undirliggjandi ársverðbólga, mæld með kjarnavísitölu 3, sem auk skattaáhrifa undanskilur áhrif sveiflukenndra matvöruliða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, var 1,4% í desember og hafði lækkað úr 2,6% í júní. Verðlækkun innfluttrar vöru, þá einkum verð á olíu og ýmsum innfluttum varningi líkt og t.d. húsbúnaði og raftækjum, hafði mest áhrif á seinni hluta ársins ásamt lækkun flugfargjalda. Hækkun húsnæðisverðs vó hins vegar upp á móti. Án húsnæðisliðar hefur hjöðnun verðbólgunnar verið enn skarpari og hafði vísitala neysliverðs án húsnæðis lækkað um 0,4% í desember frá fyrra ári.

Lítill undirliggjandi verðbólga endurspeglar að hjöðnun hennar byggist á nokkuð breiðum grunni. Lítil alþjóðleg verðbólga og stöðugt gengi krónu hafa því haldið aftur af verðbólgu þrátt fyrir töluverðar launahækkunar á árinu 2014. Þessi þróun, ásamt því að langtímaverðbólguvæntingar hafa lækkað í markmið á flesta mælikvarða, gerði peningastefnufnd kleift að lækka vexti bankans tvívegis í lok ársins 2014. Var það mat nefndarinnar að eftir þessa vaxtalækkun væru nafnvextir bankans nálægt því sem ætla mætti að samrýmist jafnvægi í þjóðarþúskapnum og verðbólgu við markmið. Hins vegar taldi nefndin að horft fram á við gætu miklar launahækkunar og vöxtur eftirspurnar grafið undan nýfengnum verðstöðugleika og valdið því að hækka þyrfti vexti á ný.

Í ljósi þess að verðbólga miðað við vísitölu neysliverðs fór niður fyrir neðri fráviksmörk verðbólgu markmiðsins sem eru 1% í desember 2014 ritaði Seðlabankinn fjármála- og efnahagsráðherra greinargerð þar sem fjallað var um ástæður fráviksins og líklegan tíma sem taka myndi að ná verðbólgu inn fyrir mörkin aftur (sjá itarefni). Þar kom m.a. fram að undirliggjandi verðbólga væri lítil og ef horft væri fram hjá húsnæðislið vísitölu neysliverðs mældist lítills háttar verðhjöðnun. Mikil hjöðnun verðbólgu í lok ársins 2014 ásamt verulegri lækkun olíuverðs mun gera það að verkum að verðbólga verður líklega nokkru

minni fram eftir árinu 2015 en spáð var í *Peningamálum* í nóvember sl. Hins vegar eru taldar litlar líkur á langvarandi verðhjöðnunarskeiði þar sem nafnvöxtur eftirspurnar væri enn töluverður og talið væri að slakinn í þjóðarþúskapnum væri við það að hverfa. Aðstæður hér á landi væru því frábrugðnar aðstæðum í flestum viðskiptaríkjum Íslands. Að auki væri hagkerfi Íslands lítið, opið og útflutningsdrifið þar sem ætti að vera hægt að hindra verðhjöðnun með því að knýja fram lækkun á gengi krónunnar með lækkun vaxta eða kaupum á erlendum gjaldeyri.

Ítarefni

Með þessari skýrslu fylgir eftirfarandi ítarefni:

1. Yfirlýsingar peningastefnunefndar frá ágúst til desember 2014.
2. Fundargerðir peningastefnunefndar frá ágúst til desember 2014.
3. Yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabanka um verðbólguþröngun, mars 2001.
4. Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu undir fráviksmörkum, 29. desember 2014.

Fyrir hönd peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,



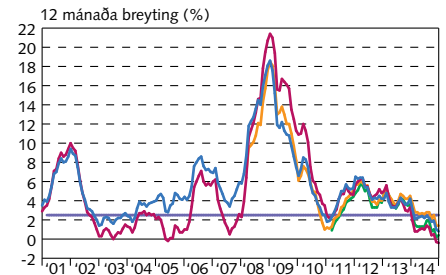
Már Guðmundsson

seðlabankastjóri og formaður peningastefnunefndar

Mynd 5

Verðbólga á ýmsa mælikvarða¹

Janúar 2001 - desember 2014



- Vísitala neysluverðs
- Vísitala neysluverðs án húsnæðis
- Kjarnavísitala 3 án skattaáhrifa
- Kjarnavísitala 4 án skattaáhrifa
- Verðbólguþröngun

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

Yfirlit yfir fylgiskjöl

	Bls.
Yfirlýsing peningastefnunefndar 20. ágúst 2014	7
Yfirlýsing peningastefnunefndar 1. október 2014	8
Yfirlýsing peningastefnunefndar 5. nóvember 2014	9
Yfirlýsing peningastefnunefndar 10. desember 2014	10
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, ágúst 2014	11
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, október 2014	16
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, nóvember 2014	22
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2014	30
Yfirlýsing um verðbólguþröng og breytta gengisstefnu	37
Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu undir fráviksmörkum	39

Yfirlýsing peningastefnunefndar 20. ágúst 2014

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Efnahagshorfur til næstu þriggja ára eru samkvæmt nýrri spá Seðlabankans sem birtist í dag í stórum dráttum svipaðar og spáð var í maíhefti *Peningamála*. Horfur eru þó á að vöxtur innlendar eftirspurnar verði ívið meiri í ár og út spátímann.

Verðbólguhorfur hafa heldur batnað frá maíspánni og útlit er fyrir að verðbólga verði nálægt markmiði á spátímanum. Framleiðsluspenna myndast seinna og verður ekki eins mikil og í síðustu spá. Verðbólguvæntingar hafa lítið breyst að undanfögnu og eru enn yfir markmiði ef horft er til lengri tíma.

Gjaldeyrisviðskipti Seðlabankans undanfarið ár hafa stuðlað að auknum stöðugleika krónunnar. Á þessu ári hefur bankinn keypt gjaldeyri verulega umfram það sem hann hefur selt bæði í reglulegum kaupum og óreglulegum viðskiptum. Stefnt er að því að regluleg kaup haldi áfram í núverandi umfangi svo lengi sem aðstæður breytast ekki umtalsvert. Eftir sem áður mun Seðlabankinn beita óreglulegum viðskiptum í því skyni að draga úr sveiflum í gengi krónunnar.

Slakinn í taumhaldi peningastefnunnar er líklega horfinn og miðað við grunnspá bankans er útlit fyrir að núverandi vaxtastig dugi til að halda verðbólgu í markmiði. Kröftugur vöxtur innlendar eftirspurnar á komandi misserum og vaxandi spenna á vinnumarkaði gætu þó leitt til aukins verðbólguþrýstings og orðið til þess að nafnvextir Seðlabankans þyrftu að hækka frekar.

Yfirlýsing peningastefnunefndar 1. október 2014

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Nokkuð dró úr hagvexti á fyrri hluta ársins en þróunin var þó í meginatriðum í samræmi við ágústspá *Peningamála*.

Verðbólga, sem mælist nú 1,8%, hefur verið undir markmiði í átta mánuði samfleytt og horfur eru á minni verðbólgu næstu mánuði en spáð var í ágúst. Verðbólguvæntingar hafa þokast nær markmiði að undanfögnu en langtímavæntingar eru enn nokkuð yfir því. Gjaldeyrisinnstreymi hefur haldið áfram en gjaldeyrisviðskipti Seðlabankans hafa stuðlað að stöðugleika krónunnar.

Aðhald peningastefnunnar hefur aukist meira en áður var búist við samfara hraðari hjöðnun verðbólgu og lækkun verðbólguvæntinga. Nokkur óvissa er þó um túlkun haggagna sakir breyttra uppgjörsaðferða þjóðhagsreikninga sem eykur tímabundið vandann við mat á æskilegu taumhaldi peningastefnunnar. Kröftugur vöxtur innleðrur eftirspurnar á komandi misserum og vaxandi spenna á vinnumarkaði gætu eftir sem áður leitt til aukins verðbólguþrýstings og orðið til þess að nafnvextir Seðlabankans þyrftu að hækka.

Yfirlýsing peningastefnunefndar

5. nóvember 2014

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur.

Samkvæmt spá bankans, sem birtist í *Peningamálum* í dag, eru horfur á heldur minni hagvexti í ár en spáð var í ágúst. Áfram er gert ráð fyrir kröftugum vexti innlendrar eftirspurnar og þróttmiklum hagvexti á næstu þremur árum. Batinn á vinnumarkaði heldur einnig áfram, þótt nokkuð hafi dregið úr vexti vinnuafleiftirspurnar.

Verðbólga hefur verið undir markmiði í níu mánuði samfleytt. Hún hefur minnkað enn frekar á haustmánuðum og skýrist hún að mestu leyti af hækkun húsnæðisverðs. Lítil alþjóðleg verðbólga og stöðugt gengi krónu stuðla að lítilli verðbólgu þrátt fyrir töluverðar launahækkanir. Verðbólguhorfur til skemmri tíma eru af þessum sökum betri en í ágúst. Samkvæmt spá bankans eru líkur á að verðbólga hjaðni frekar á næstu mánuðum og verði við eða undir markmiði fram yfir mitt næsta ár. Verðbólguvæntingar hafa lækkað á undanförunum mánuðum og nálgast nú verðból gumarkmiðið.

Meiri þjóðhagslegur sparnaður og viðskiptaafgangur en gert var ráð fyrir í fyrri spám hafa viðhaldið verulegu gjaldeyrisinnstreymi en gjaldeyrisviðskipti Seðlabankans hafa lagst gegn óhóflegri hækkun á gengi krónunnar og dregið úr gengissveiflum.

Nafnvextir Seðlabankans hafa verið óbreyttir í tvö ár, en raunvextir bankans hafa að undanförunu hækkað meira en búist var við sökum hraðari hjöðnunar verðbólgu og verðbólguvæntinga og umfram það sem staða hagsveiflunnar og nærhorfur gefa tilefni til. Því eru forsendur til að draga úr hækkun raunvaxta.

Framvinda nafnvaxta ræðst eins og alltaf af þróun eftirspurnar og verðbólgu. Verði launahækkanir í komandi kjarasamningum í samræmi við verðból gumarkmið 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

10. desember 2014

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að lækka vexti bankans um 0,5 prósentur.

Hagvöxtur á þessu ári, þar af einkum vöxtur einkaneyslu, stefnir í að verða minni en áður var spáð, ef marka má nýjustu þjóðhagsreikninga. Þær tölur eru hins vegar verulega á skjön við aðrar vísbendingar um þróun eftirspurnar, hvort heldur gögn um innflutning eða ýmsa mælikvarða á veltu. Batinn á vinnumarkaði heldur áfram, þótt eitthvað hafi hægt á vexti vinnuafleseftirspurnar. Áfram er útlit fyrir góðan vöxt innlendrar eftirspurnar og landsframleiðslu á næstu misserum.

Verðbólga minnkaði í 1% í nóvember og lítils háttar verðhjöðnun mælist sé horft fram hjá áhrifum húsnæðiskostnaðar. Lítil alþjóðleg verðbólga og stöðugt gengi krónu halda aftur af verðbólgu þrátt fyrir töluverðar launahækkanir. Því eru horfur á minni verðbólgu á næstunni en við síðustu vaxtaákvörðun í nóvember. Verðbólga verður því ef að líkum lætur nokkuð undir markmiði a.m.k. fram yfir mitt næsta ár. Verðbólguvæntingar hafa einnig lækkað á undanförunum mánuðum og eru nú á helstu mælikvarða við verðbólgu markmiðið.

Þrátt fyrir lækkun nafnvaxta í nóvember hafa raunvextir bankans hækkað frekar sökum umtalsverðrar hjöðnunar verðbólgu og verðbólguvæntinga og eru hærri en staða hagsveiflunnar og nærhorfur gefa tilefni til. Því eru forsendur til að draga hluta hækkunar raunvaxta til baka.

Framvinda nafnvaxta ræðst eins og alltaf af þróun eftirspurnar og verðbólgu. Nafnvextir eru nú nálægt því sem ætla má að samrýmist jafnvægi í þjóðarbúskapnum og verðbólgu við markmið. Haldist verðbólga undir markmiði og verði launahækkanir í komandi kjarasamningum í samræmi við verðbólgu markmið 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.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, ágúst 2014

Birt: 3. september 2014

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 18.-19. ágúst 2014, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 20. ágúst og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 11. júní, eins og þær birtust í uppfærðri spá í *Peningamálum 2014/3* 20. ágúst.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar hafði lækkað lítillega gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu og evru frá júnífundum peningastefnunefndar en um 1-1½% gagnvart Bandaríkjadal og bresku pundum. Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði voru töluverð á sama tíma og námu 176 milljónum evra (um 27,2 ma.kr.) eða sem nemur um 47% af veltu á gjaldeyrismarkaði á þeim tíma.

Lausafjárstaða fjármálafyrirtækja var að mestu leyti óbreytt milli funda og velta á millibankamarkaði var áfram með minnsta móti.

Taumhald peningastefnunnar hafði lítið breyst þar sem lítil breyting varð á verðbólgu í júlí og nafnvextir voru óbreyttir. Virkir raunvextir bankans voru 2,9% miðað við ársverðbólgu í júlí en 2,2% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum.

Hinn 8. júlí 2014 gaf Ríkissjóður Íslands út fimm ára skuldabréf fyrir 750 milljónir evra sem jafngildir 116 ma.kr. Skuldabréfin bera 2,5% fasta vexti og eru gefin út til sex ára á ávöxtunarkröfunni 2,56%.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands, miðað við vaxtamun á skuldabréfum ríkissjóðs í erlendri mynt og sambærilegum bréfum annarra ríkja, hafði lækkað og var á bilinu 1,4-1,8 prósentur miðað við Bandaríkin og 2,1 prósentu samanborið við Þýskaland. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs hafði einnig lækkað og mældist 1,4 prósentur fyrir fundinn.

Óbreyttir vextir Seðlabankans í ágúst virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn og voru í samræmi við væntingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja. Vísaði rökstuðningur þeirra helst til þess að stutt væri lítið frá síðustu ákvörðun og að lítið hefði gerst í þjóðarbúskapnum sem kallaði á aðgerðir af hálfu nefndarinnar.

Peningamagn hélt áfram að vaxa á milli ára á öðrum ársfjórðungi og jókst M3 um 4,8% milli ára á fjórðungnum en um 5,7% sé lítið fram hjá innlánnum slitastjórna fallinna fjármálafyrirtækja og sértækra félaga.

Leiðréttur heildarstofn útlána innlánsstofnana til innlendra aðila jókst um 1,4% milli ára í júní. Hrein ný útlán innlánsstofnana til innlendra aðila námu þá 11,1 ma.kr. eða um 0,5% af heildarútlánastofninum.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði lækkað um 3% milli funda og uppsöfnuð velta á aðalmarkaði frá upphafi árs til loka júlí dregist saman um 0,7% miðað við sama tímabil fyrir ári.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í lok júlí, eru horfur á minni hagvexti í heiminum á þessu ári en í aprílspá sjóðsins en spáin fyrir 2015 er óbreytt. Spáð er 3,4% hagvexti í ár í stað 3,7% í síðustu spá og 4% hagvexti á næsta ári. Spáin um vöxt alþjóðaviðskipta í ár hefur einnig verið lækkuð um 0,3 prósentur í 4% en er óbreytt fyrir næsta ár en þá er gert ráð fyrir 5,3% vexti. Spá um verðbólgu fyrir þróaðri ríki er lítið breytt og er gert ráð fyrir 1,6% verðbólgu á þessu ári. Spá um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár var endurskoðuð lítillaga niður á við og er spáð 1,8% hagvexti. Óvissan í spá sjóðsins er ennþá töluverð og eru taldar meiri líkur á að hagvöxtur verði lakari en í spánni heldur en að hann verði meiri.

Halli var á vöruviðskiptum Íslands í júní og júlí. Nam hann 7,6 ma.kr. í júní og 1,2 ma.kr. í júlí samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands. Útflutningur dróst saman um tæplega 5½% að raunvirði á fyrstu sjö mánuðum ársins frá sama tímabili fyrir ári en innflutningur jókst um 6%. Samdráttur útflutnings skýrist einkum af 8% minni útflutningi sjávarafurða en útflutningur iðnaðarvöru dróst einnig saman á milli ára. Vöxtur innflutnings stafar einkum af auknum innflutningi flutningstækja og neysluvöru frá fyrra ári.

Álverð hefur hækkað nokkuð skarpt frá fundi peningastefnufundar í júní. Meðalverð var um 9% hærra fyrri hluta ágúst en að meðaltali í júní. Verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldeyri hækkaði fjórða mánuðinn í röð í júní, um 1,2% á milli mánaða.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Svipað og í maíspá *Peningamála* var árstíðarleiðrétt atvinnuleysi, samkvæmt skrá Vinnumálastofnunar (VMS), nánast óbreytt milli fjórðunga á öðrum fjórðungi ársins. Atvinnuleysi eins og það er mælt í Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) minnkaði hins vegar um 0,6 prósentur milli fjórðunga. Atvinnuleysi minnkaði um 0,7-0,9 prósentur milli

ára á öðrum fjórðungi ársins, á báða mælikvarða, og var 3,8% að teknu tilliti til árstíðar samkvæmt skráningu VMS en 4,6% á mælikvarða VMK.

Samkvæmt niðurstöðum VMK fjölgaði heildarvinnustundum á öðrum fjórðungi ársins um 2,6% milli ára. Sem fyrr er meginskýring fjölgunar heildarvinnustunda sú að starfandi fólki fjölgaði en meðalvinnutími jókst um 0,7%.

Á öðrum fjórðungi ársins fluttu fleiri til landsins en frá því, sjöunda fjórðunginn í röð. Fjölgunin nam 0,1% af vinnuaflinu og stafar nánast eingöngu af fjölgun erlendra ríkisborgara en það styður við aðrar vísbendingar um aukna eftirspurn eftir vinnuafli.

Launahækkningar voru heldur meiri á öðrum fjórðungi ársins, samkvæmt launavísitölu Hagstofunnar, en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Launavísitalan hækkaði um 5,2% milli ára á fyrri helmingi ársins og hefur hækkað um rúmlega 4% frá því að fyrstu kjarasamningar voru gerðir í desember. Í júní nam árshækkun vísitölunnar 5,4% og hafði kaupmáttur hennar vaxið um 3,1% á sama tíma.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á öðrum ársfjórðungi gefa til kynna töluverðan vöxt á fjórðungnum. Greiðslukortavelta á fjórðungnum jókst um 5,2% milli ára og um 1,4% frá fjórðungnum á undan. Einnig jukust smásöluvelta og nýskráning bifreiða nokkuð. Þá náði vísitala fyrirhugaðra stórkaupa neytenda sínu hæsta gildi frá falli bankanna.

Húsnæðisverðvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok júlí, stóð í stað frá fyrri mánuði en lækkaði um 0,4% þegar leiðrétt hafði verið fyrir árstíðarsveiflu. Húsnæðisverð á landinu öllu hefur því hækkað um sem nemur 6,9% frá fyrra ári og 9% á fyrstu sjö mánuðum ársins frá sama tíma fyrir ári. Svipaða sögu er að segja af vísitölu íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu sem reiknuð er af Þjóðskrá Íslands fyrir fyrstu sex mánuði ársins. Á fyrstu sex mánuðum ársins var þinglýst 15% fleiri kaupsamningum en á sama tíma árið 2013. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var 4½ mánuður í júní og hefur lengst nokkuð á undanförunum mánuðum. Hann er þó tæpum mánuði styttri en á sama tíma í fyrra.

Í júní hækkaði vísitala neysluverðs um 0,4% frá fyrri mánuði en lækkaði um 0,17% í júlí. Lækkunina í júlí má rekja til útsöluáhrifa en á móti vó einkum hækkun flugfargjalda til útlanda. Útsöluáhrifin voru svipuð og fyrir ári en nokkru minni en áhrif útsölnunnar í janúar sl. Ársverðbólga mældist 2,4% í júlí. Undirliggjandi ársverðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3, án skattaáhrifa, var 2,8% í júlí eða nánast óbreytt frá því í maí. Hins vegar var undirliggjandi verðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 4, án skattaáhrifa, sem undanskilur húsnæðisverð, 1,9% í júlí og hafði aukist úr 1,3% í maí. Aukninguna má rekja til grunnáhrifa vegna mikillar lækkunar vísitölunnar í júlí í fyrra.

Skammtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila, samkvæmt könnun Seðlabankans sem var framkvæmd um miðjan ágúst, hafa lítið breyst frá síðustu könnun í maí. Ennfremur hafa vísbendingar um verðbólguvæntingar út frá verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði lítið breyst frá júnífundum peningastefnunnendrar. Á þessa mælikvarða virðast verðbólguvæntingar til næstu tveggja ára vera í kringum 3½%. Vísbendingar um langtímaverðbólguvæntingar (bæði út frá könnun á væntingum markaðsaðila og vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa) hafa einnig breyst lítið og benda þær til þess að verðbólguvæntingar til fimm og tíu ára séu nálægt 4%.

Verðbólga hefur verið við markmið frá því snemma á þessu ári og samkvæmt uppfærðri spá sem birtist í *Peningamálum* 2014/3 eru verðbólguhorfur heldur betri en í maí. Þar vegur þyngst að nú er talið að slakinn í þjóðarbúinu sé heldur meiri. Á móti vegur að

launakostnaður á framleidda einingu er nú talinn vaxa hraðar, aðallega vegna hægari framleiðnivaxtar en áður var spáð en einnig vegna þess að laun hafa hækkað meira á árinu en gert var ráð fyrir. Verðbólguhorfur til skamms tíma eru svipaðar og búist var við í maí en samkvæmt spánni verður meðalverðbólga á þessu ári 2,4%. Á árinu 2015 er því spáð að verðbólga aukist lítillega samhliða því að slakinn í þjóðarþúinu minnkar og að hún verði að meðaltali um 2,8% og 2,9% árið 2016. Samkvæmt spánni er verðbólga mest um 3% á seinni hluta spátímans en tekur síðan að hjaðna í átt að markmiði um mitt ár 2017.

Alþjóðlegur hagvöxtur hefur verið heldur lakari það sem af er ári en vænst var í maí en áfram er þó búist við því að hann sæki í sig veðrið á næstu tveimur árum. Bati í viðskiptakjörum þjóðarþúsins verður þó æ greinilegri og hafa horfur um útflutningsverð glæðst enn frekar. Útflutningshorfur hafa einnig batnað og munar þar mestu um vöxt útfluttrar þjónustu í ár.

Bati á vinnumarkaði heldur einnig áfram. Á öðrum ársfjórðungi fjölgaði heildarvinnustundum nokkru meira en spáð var í maí. Horfur fyrir næstu tvö ár eru einnig betri en í maí og er spáð um 1,8% vexti að meðaltali á spátímanum. Spáð er að skráð atvinnuleysi verði 3,7% í ár og að það verði komið niður í 3,4% árið 2016 sem er svipað og gert var ráð fyrir í maí.

Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að landsframleiðslan hafi staðið í stað á fyrsta ársfjórðungi þrátt fyrir að neysla og fjárfesting hafi til samans aukist um ríflega 5% frá fyrra ári. Þetta er töluvert minni hagvöxtur en spáð var í maí og skýrist fyrst og fremst af einkisþáttum sem ekki eru taldir endurspeglja undirliggjandi hagvaxtarþróun. Því er spáð 3,4% hagvexti í ár eða lítillega minni en spáð var í maí. Gert er ráð fyrir því að hagvöxtur aukist áfram á næsta ári og verði 3,9%. Gætir þá áhrifa mikillar fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og eftirspurnarhvetjandi aðgerða stjórnvalda. Líkt og í maí er því spáð að hagvöxtur minnki í 2,8% árið 2016, þegar dregur úr vexti innlendrar eftirspurnar. Nú er búist við að þjóðarútgjöld vaxi að meðaltali um 5½% á ári á spátímanum í stað rúmlega 4½% í maí.

Gert er ráð fyrir að afgangur af undirliggjandi viðskiptajöfnuði verði um 1% af landsframleiðslu í ár en eins og í maí er búist við að halli myndist strax á næsta ári og að hann verði um 2½% af landsframleiðslu árið 2016 sem er heldur meiri halli en þá var gert ráð fyrir.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti peningastefnunefndina um gang mála frá síðasta fundi nefndarinnar vegna vinnu innan Seðlabankans og á vegum annarra stjórnvalda í tengslum við losun fjármagnshafta.

Nefndin ræddi reynsluna af gjaldeyrisviðskiptum Seðlabankans undanfarið ár. Fram kom að gengi krónunnar hefði haldist nánast óbreytt milli funda þrátt fyrir töluverð gjaldeyriskaup Seðlabankans og að á þessu ári hefði bankinn keypt gjaldeyri verulega umfram það sem hann seldi, bæði í reglulegum kaupum og óreglulegum viðskiptum. Voru nefndarmenn sammála um að gjaldeyrisviðskipti bankans undanfarið ár hefðu stuðlað að auknum stöðugleika krónunnar. Í því ljósi taldi nefndin rétt að bankinn héldi áfram reglulegum kaupum í núverandi umfangi svo lengi sem aðstæður breyttust ekki umtalsvert en beitti eftir sem áður óreglulegum viðskiptum í því skyni að draga úr sveiflum í gengi krónunnar.

Nefndin ræddi um horfur í þjóðarþúskapnum, þar á meðal nýja þjóðhagsspá Seðlabankans. Nefndin veitti því athygli að tölur Hagstofunnar um hagvöxt á fyrsta fjórðungi ársins lituðust

af miklum innflutningi þjónustu og óvenjumiklum samdrætti sjávarafurðabirgða. Nefndarmenn töldu þær því ekki góða vísbendingu um undirliggjandi hagvaxtarþróun. Var nefndin sammála því að efnahagshorfur til næstu þriggja ára, eins og kemur fram í nýrri spá bankans, væru í stórum dráttum svipaðar og gert var ráð fyrir í þeirri spá sem birtist í maihefti *Peningamála*. Hins vegar veitti nefndin því athygli að nú væru horfur á að vöxtur innlendrar eftirspurnar yrði ívið meiri í ár og út spátímann en í maíspánni. Sem fyrr höfðu nefndarmenn áhyggjur af minnkandi þjóðhagslegum sparnaði í ljósi greiðslujafnaðarvanda þjóðarbúsins, sérstaklega þar sem nú er spáð lítillega meiri viðskiptahalla á seinni hluta spátímans en gert var í maí, þótt á móti komi að hallinn endurspeglar að hluta aukna fjárfestingu í atvinnugreinum sem skapa munu útflutningstekjur síðar meir.

Nefndarmenn voru sammála um að verðbólguhorfur hefðu heldur batnað frá síðustu spá bankans. Það mætti að miklu leyti rekja til þess að framleiðsluspenna væri talin myndast seinna og yrði ekki eins mikil og áður var búist við. Því væru horfur á að verðbólga yrði nálægt markmiði á spátímanum. Nefndarmenn voru þó sammála um að horft til næstu missera væri hætta á að verðbólgu væri vanspáð vegna vaxandi spennu í aðdraganda kjarasamninga. Á móti gæti vegið að áhætta tengd alþjóðlegri verðbólgu væri meiri niður á við en upp á við. Í ljósi lítillar alþjóðlegrar verðbólgu, nýlegrar gengisþróunar og þróunar innfluttrar verðbólgu ræddi nefndin hvort líkur væru á að verðbólga gæti hjaðnað enn frekar á allra næstu mánuðum. Eins og áður höfðu nefndarmenn hins vegar áhyggjur af því að verðbólguvæntingar hefðu lítið breyst að undanfögnu og væru enn nokkuð yfir verðbólgu markmiðinu ef horft væri til lengri tíma.

Í ljósi umræðunnar lagði seðlabankastjóri til að vöxtum yrði haldið óbreyttum: innlánsvöxtum (vöxtum á viðskiptareikningum) í 5%, vöxtum af bundnum innlánnum til 7 daga í 5,25%, vöxtum af lánnum gegn veði til sjö daga í 6% og daglánvöxtum í 7%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndin var sammála um að slakinn í taumhaldi peningastefnunnar væri líklega horfinn og miðað við grunnsþá bankans væri útlit fyrir að núverandi vaxtastig dygði til að halda verðbólgu í markmiði. Það var þó mat nefndarinnar að hætta væri á að kröftugur vöxtur innlendrar eftirspurnar á komandi misserum og vaxandi spenna á vinnumarkaði gætu leitt til aukins verðbólguþrýstings og orðið til þess að nafnvextir Seðlabankans þyrftu að hækka frekar.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 1. október 2014.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, október 2014

Birt: 15. október 2014

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[opinberlega skuli] birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra“. Í samræmi við lögin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 30. september 2014, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 1. október 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 20. ágúst.

Fjármálamarkaðir

Litlar breytingar höfðu orðið á fjármálamörkuðum milli funda samkvæmt helstu vísbendingum þaðan.

Gengi krónunnar var nánast óbreytt gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu þrátt fyrir að hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði hefðu numið 157 milljónum evra (um 24,1 ma.kr.) eða um 51% af veltu á gjaldeyrismarkaði.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands, miðað við vaxtamun á skuldabréfum ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðlum og sambærilegum bréfum annarra ríkja, hafði lækkað lítillega og var rétt fyrir fund nefndarinnar á bilinu 1,1-1,5 prósentur miðað við Bandaríkin og 1,8 prósentur samanborið við Þýskaland. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs hafði einnig lækkað lítillega og var 1,3 prósentur.

Peningamagn hélt áfram að vaxa á milli ára og hafði M3 aukist um 5,5% í ágúst sé litið fram hjá innlánum slitastjórna fallinna fjármálafyrirtækja og sértækra félaga.

Leiðréttur heildarstofn útlána innlánsstofnana til innlendra aðila jókst lítillega í ágúst. Á fyrstu átta mánuðum ársins hefur uppsöfnuð útlánaaukning til innlendra aðila verið tæplega 8½% meiri en á sama tímabili í fyrra.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði hækkað lítillega milli funda og velta á aðalmarkaði hafði dregist saman.

Taumhald peningastefnunnar hafði hins vegar heldur styrkst milli funda miðað við ársverðbólgu sem hjaðnaði nokkuð milli mánaða í september. Virkir raunvextir bankans voru um 2,3% miðað við mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum, sem er lítillega hærra en á síðasta fundi.

Óbreyttir vextir Seðlabankans í október virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn og voru í samræmi við væntingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja. Vísaði rökstuðningur þeirra helst til þess að þrátt fyrir að ársverðbólga væri undir markmiði og raunstýrivextir hefðu hækkað væru verðbólguvæntingar enn yfir markmiði og horfur í efnahagsmálum lítið breyttar frá síðasta fundi.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í byrjun september eru horfur á minni hagvexti í heiminum í ár og á næsta ári en gert var ráð fyrir í júlispá sjóðsins. Hið sama á við um spána fyrir alþjóðaviðskipti. Hagvaxtarhorfur fyrir iðnríkin eru óbreyttar fyrir árið í ár. Spáð er 1,7% hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár sem er 0,1 prósentu minni vöxtur en gert var ráð fyrir í júlí. Óvissa í hagvaxtarspá sjóðsins hefur heldur aukist og eru taldar meiri líkur á að hagvexti sé ofspáð fremur en vanspáð. Almenn gerir sjóðurinn ráð fyrir óbreyttum verðbólguhorfum. Uppfærð spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) fyrir hagvöxt í viðskiptalöndum Íslands sem birt var í september er í samræmi við spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

Halli af vöruviðskiptum Íslands nam 9 ma.kr. fyrstu átta mánuði ársins en á sama tíma í fyrra var tæplega 26 ma.kr. afgangur. Verðmæti útflutnings dróst saman um 3,9% á föstu gengi en verðmæti innflutnings jókst um 5,9%. Samdráttur útflutnings skýrist einkum af 7,4% minni útflutningi sjávarafurða og 2% minni útflutningi iðnaðarvöru. Aukning innflutnings fyrstu átta mánuði ársins stafar einkum af 38% aukningu á innflutningi flutningatækja.

Raugengi mælt út frá hlutfallslegri vísitölu neysluverðs var 83,8 í ágúst mánuði og hefur verið nánast óbreytt í sjö mánuði en hækkað um 4,2% frá fyrra ári. Hækkunina má að mestu rekja til 3,1% hærra nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var einnig meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Álverð hafði lækkað um tæplega 7% frá síðasta fundi peningastefnunefndar en meðalverð í september var þó rúmlega 13% hærra en fyrir ári. Verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hækkaði um 2,4% í ágúst frá fyrri mánuði og um 8,6% milli ára.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í september var hagvöxtur á fyrri hluta ársins 0,6% og 2,4% á öðrum ársfjórðungi. Árstíðarleiðrétt landsframleiðsla jókst um 3,9% frá fyrri fjórðungi miðað við árstíðarleiðréttar tölur Seðlabankans. Þjóðhagsreikningarnir eru nú birtir samkvæmt nýjum staðli ásamt því að aðrar endurbætur hafa verið gerðar en það flækir allan samanburð við áður birtar tölur og spár. Landsframleiðsla síðasta árs hækkaði um 4,9% að nafnvirði frá fyrri birtingu Hagstofunnar og hagvöxtur síðasta árs jókst um 0,2 prósentur í 3,5%.

Aðrar endurbætur höfðu nokkur áhrif á vöxt einkaneyslu sem er nú talin hafa aukist um 4% milli ára á fyrri hluta ársins. Aðrir undirþættir innlendrar eftirspurnar lögðu minna til hagvaxtar og var vöxtur þjóðarútgjalda í heild 2,8% á fyrri hluta ársins. Framlag utanríkisviðskipta var neikvætt þar sem innflutningur jókst meira en útflutningur eða um 9% á fyrstu sex mánuðum ársins miðað við 3,7% vöxt útflutnings.

Í samanburði við spá Seðlabankans sem birt var í *Peningamálum* í ágúst var hagvöxtur um hálfri prósentu meiri á öðrum ársfjórðungi en vegna endurskoðunar á fyrsta fjórðungi til lækkunar var hagvöxturinn aðeins minni á fyrri helmingi ársins en spáð var eða 0,6% í stað 0,9% í spánni.

Við endurskoðun þjóðhagsreikninga hækkaði fjárfesting sem hlutfall af landsframleiðslu árið 2013 frá fyrri birtingu úr 13,6% í 15,1% og undirliggjandi viðskiptaafgangur jókst úr 6,2% af landsframleiðslu í 7,8%. Þjóðhagslegur sparnaður síðasta árs jókst því milli birtinga úr 19,7% af landsframleiðslu í 22,5%. Miðað við nýjar tölur jókst þjóðhagslegur sparnaður í fyrra einnig heldur meira milli ára en fyrri tölur sögðu til um eða um 2,9 prósentur samanborið við 2 prósentur í fyrri birtingu.

Undirliggjandi viðskiptaafgangur nam 2,7% af landsframleiðslu á öðrum fjórðungi ársins (12,8 ma.kr.) en var 2,3% af landsframleiðslu á sama fjórðungi í fyrra. Afgangurinn í ár stafar af afgangi á vöru- og þjónustujöfnuði sem nam 3,2% af landsframleiðslu og afgangi á jöfnuði frumþáttatekna sem nam 0,2% af landsframleiðslu. Rekstrarframlög voru hins vegar neikvæð um 0,7% af landsframleiðslu.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu gefa til kynna áframhaldandi vöxt hennar á þriðja ársfjórðungi, t.d. jókst greiðslukortavelta í júlí og ágúst um rúm 4% frá sama tímabili í fyrra. Þá fjölgaði nýskráningum bifreiða umtalsvert og smásöluvelta, einkum sérvara, jókst verulega.

Mælingar á væntingum neytenda í ágúst og september benda til þess að bjartsýni þeirra sé heldur að aukast. Í september var einnig birt vísitala fyrirhugaðra stórkaupa. Hún hækkaði um 0,6 stig milli ársfjórðunga og um tæp 6 stig milli ára og hefur ekki mælst hærrí frá september 2008.

Samkvæmt frumvarpi til fjárlaga fyrir árið 2015 er áætlað að afgangur á ríkissjóði verði talsvert meiri í ár en gert var ráð fyrir í fjárlögum 2014, vegna mun meiri arðgreiðslna frá Landsbankanum og Seðlabanka Íslands. Samkvæmt frumvarpinu er stefnt að afgangi á ríkissjóði á rekstrargrunni á árunum 2014-2018. Verði frumvarpið óbreytt að lögum má gera ráð fyrir að frum- og heildarjöfnuður versni um 1,8% af landsframleiðslu árið 2015. Milli áráanna 2015 og 2018 er áætlað að heildarjöfnuður batni um 1,2% af landsframleiðslu en frumjöfnuður um 0,8%. Aðhald ríkisfjármálastefnunnar mun slakna lítilllega gangi forsendur frumvarpsins eftir þar sem hagsveifluleiðréttur afgangur á frumjöfnuði ríkissjóðs mun minnka um sem nemur 0,1% af landsframleiðslu milli áráanna 2014 og 2015.

Skráð atvinnuleysi, sem Vinnumálastofnun birtir, var að meðaltali 3,8% að teknu tilliti til árstíðar í júlí og ágúst eða 0,8 prósentum minna en á sama tíma í fyrra. Atvinnuleysi var hins vegar óbreytt milli ára samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar og nam 5,1%.

Launavísitalan hækkaði um 0,6% milli mánaða í ágúst og nam árshækkun hennar 6,3%. Kaupmáttur miðað við launavísitölu jókst um 0,3% milli mánaða og um 3,9% milli ára.

Samkvæmt niðurstöðum könnunar Capacent Gallup, sem var framkvæmd í september meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, vildu um 7,4 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga

starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum. Þetta er lítillega minni bjartsýni en var í sambærilegri könnun í júní en töluvert meiri bjartsýni en í september í fyrra.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup í september voru stjórnendur fyrirtækja mun bjartsýnni á horfur í efnahagsmálum en í síðustu könnun í júní. Tæplega þriðjungur svarenda áleit núverandi aðstæður góðar og rúmlega helmingur taldi þær hvorki góðar né slæmar. Stjórnendur voru hins vegar mun bjartsýnni á framtíðarhorfur en tæp 46% svarenda bjuggust við að aðstæður myndu batna á næstu sex mánuðum og svipað hlutfall svarenda taldi að aðstæður yrðu óbreyttar. Stjórnendur í öllum atvinnugreinum nema sjávarútvegi voru bjartsýnni en í júní en mest varð breytingin til hins betra í verslun og fjármálastarfsemi.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið hækkaði um 0,8% milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi að teknu tilliti til árstíðar og um 7,6% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 3% milli mánaða í ágúst að teknu tilliti til árstíðar og um 9,3% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 14% á fyrstu átta mánuðum ársins miðað við sama tíma í fyrra. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var rétt rúmí fjórir mánuðir á fyrstu átta mánuðum ársins samanborið við fimm mánuði á sama tíma fyrir ári.

Vísitala neysliverðs lækkaði um 0,12% milli mánaða í september eftir að hafa hækkað um 0,24% í ágúst. Mikil lækkun flugfargjalda til útlanda hafði mest áhrif í september eða 0,5 prósentur til lækkunar vísitölunnar. Ýmsar innfluttar vörur lækkuðu einnig í verði þ.á m. innflutt matvæli, bensín og húsgögn og heimilisbúnaður. Sumarútsölur héldu áfram að ganga til baka og hækkaði verð á fötum og skóm um 3,3% frá því í ágúst. Svo virðist sem útsölnar hafi ekki gengið að fullu leyti til baka, líklega vegna gengisstyrkingar krónunnar og aukins stöðugleika að undanfögnu. Ársverðbólga mældist 1,8% í september og hefur hjaðnað um 0,6 prósentur frá síðasta fundi peningastefnunnar. Framlag húsnæðis til ársverðbólgu nam 1,4 prósentum og skýrir því mikinn meirihluta hennar. Vísitala neysliverðs án húsnæðis lækkaði um 0,4% í september og var ársverðbólga á þann mælikvarða 0,4%. Undirliggjandi ársverðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3, án skattaáhrifa, var 2,1% í september en 0,8% á mælikvarða kjarnavísitölu 4 sem undanskilur til viðbótar húsnæðisverð. Á báða mælikvarða hafði verðbólga hjaðnað töluvert frá ágústfundinum.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum heimila sem framkvæmd var í september mældust þær 4% bæði til eins og tveggja ára og voru óbreyttar frá síðustu könnun í maí. Í sambærilegri könnun meðal fyrirtækja sem gerð var í september voru verðbólguvæntingar til eins árs einnig óbreyttar frá síðustu könnun og námu 3% en væntingar þeirra til tveggja ára höfðu hins vegar lækkað um ½ prósentu og voru einnig 3%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hafði hins vegar heldur lækkað frá ágústfundi peningastefnunnar en það gæti bent til þess að verðbólguvæntingar séu að hjaðna. Verðbólguálagið var um 3,2% til næstu tveggja ára samanborið við 3,4% um miðjan ágúst. Langtímaverðbólguvæntingar virðast að sama skapi hafa hjaðnað og var verðbólguálagið til fimm og tíu ára um 3½% sem er lækkun um ½ prósentu frá því í ágúst.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti peningastefnunnar um gang mála frá síðasta fundi nefndarinnar vegna vinnu innan Seðlabankans og á vegum annarra stjórnvalda í tengslum við losun fjármagnshafta. Þá skýrði hann nefndinni frá vinnu innan bankans vegna beiðni

um undanþágur frá lögum um gjaldeyrismál í tengslum við lengingu og breytta skilmála skuldabréfa milli LBI hf. og Landsbankans hf.

Nefndin ræddi nýjar tölur um þjóðhagsreikninga og áhrif innleiðingar nýrra staðla og annarra breytinga sem gerðar höfðu verið á þeim. Nefndarmenn töldu jákvætt að þjóðhagslegur sparnaður væri nú talinn hafa verið meiri á síðasta ári en fyrri tölur sýndu, en meiri þjóðhagslegur sparnaður auðveldar lausn greiðslujafnaðarvanda þjóðarbúsins.

Einnig fjallaði nefndin um frumvarp til fjárlaga fyrir árið 2015 og langtímaáætlun í ríkisfjármálum.

Nefndarmenn veittu því athygli að gengi krónunnar hafði haldist nánast óbreytt milli funda, þrátt fyrir að gjaldeyrisinnstreymi hefði haldið áfram. Voru þeir sammála um að gjaldeyrisviðskipti Seðlabankans hefðu stuðlað að auknum stöðugleika krónunnar sem hefði átt þátt í að verðbólga hefði verið undir markmiði í átta mánuði samfleytt og að horfur væru á minni verðbólgu á næstu mánuðum en spád var í ágúst.

Að mati nefndarmanna voru bæði rök fyrir því að halda vöxtum óbreyttum að þessu sinni og að lækka þá. Helstu rök fyrir lækkun vaxta, sem komu fram í umræðunni á fundinum, voru þau að aðhald peningastefnunnar hefði aukist meira en áður var búist við samfara hraðari hjöðnun verðbólgu. Einnig væru horfur á hagstæðari verðbólguþróun á næstu mánuðum en spád var í ágúst. Núverandi vextir gætu því verið of háir. Jafnframt var bent á að verðbólguvæntingar hefðu þokast nær markmiði að undanfögnu þótt nefndin væri sammála um að það væri áfram áhyggjuefni að þær væru nokkuð yfir verðbólguþróun bankans. Verðbólguvæntingar yfir markmiði væru enn sem fyrr rök fyrir að halda vöxtum óbreyttum þrátt fyrir hjöðnun mældrar verðbólgu. Að sama skapi töldu nefndarmenn að kröftugur vöxtur innlendrar eftirspurnar á komandi misserum og vaxandi spenna á vinnumarkaði gæti leitt til aukins verðbólguþrýstings og orðið til þess að hækka þyrfti nafnvexti bankans.

Nefndin taldi að óvissan um efnahagsþróunina væri að þessu sinni meiri en ella. Einkum höfðu nefndarmenn áhyggjur af því að breyttar uppgjörsaðferðir þjóðhagsreikninga sköpuðu tímabundið meiri óvissu um túlkun haggagna og að mat á æskilegu taumhaldi peningastefnunnar væri af þeim sökum erfiðara en ella.

Í ljósi umræðunnar lagði seðlabankastjóri til að vöxtum yrði haldið óbreyttum: innlámsvöxtum (vöxtum á viðskiptareikningum) í 5%, vöxtum af bundnum innlánnum til 7 daga í 5,25%, vöxtum af lánum gegn veði til sjö daga í 6% og daglánvöxtum í 7%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans auk fulltrúa fjármálaráðuneytisins hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 5. nóvember 2014.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, nóvember 2014

Birt: 19. nóvember 2014

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 3.-4. nóvember 2014, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 5. nóvember og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 1. október, eins og þær birtust í spá og óvissumati í *Peningamálum* 2014/4 5. nóvember.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar hafði hækkað um 0,3% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu frá síðasta fundi nefndarinnar og um 0,1% gagnvart bresku pundi en lækkað hins vegar um 0,5% gagnvart evru og um 1% gagnvart Bandaríkjadal. Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu um 84 milljónum evra (um 12,9 ma.kr.) á sama tíma eða sem nemur um 42% af veltu á gjaldeyrismarkaði.

Lausafjárstaða fjármálafyrirtækja var að mestu leyti óbreytt milli funda og velta á millibankamarkaði var áfram með minnsta móti.

Taumhald peningastefnunnar hafði styrkst lítillega milli funda miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum. Virkir raunvextir bankans á þann mælikvarða höfðu hækkað um 0,1 prósentu og voru tæplega 2½%. Miðað við ársverðbólgu voru raunvextir 3,4% og höfðu lækkað um 0,1 prósentu milli funda.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands, miðað við vaxtamun á skuldabréfum ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðlum og sambærilegum bréfum annarra ríkja, hafði hækkað lítillega og var rétt fyrir fund nefndarinnar á bilinu 1½-2 prósentur miðað við

Bandaríkin og 1,9 prósentur samanborið við Þýskaland. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs hafði einnig hækkað lítillega og var 1,4 prósentur.

Óbreyttir vextir Seðlabankans í nóvember virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn og voru í samræmi við væntingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja. Vísaði rökstuðningur þeirra helst til þess að þrátt fyrir að ársverðbólga væri undir markmiði og raunstýrivextir hefðu hækkað væru verðbólguvæntingar lítið breyttar og óvissa væri um þróun á vinnumarkaði.

Peningamagn hélt áfram að vaxa á milli ára á þriðja ársfjórðungi og jókst M3 um 6,1% milli ára sé lítið fram hjá innlánum slitastjórna fallinna fjármálafyrirtækja og sértækra félaga. Vöxturinn er enn að mestu drifinn af aukningu innlána fyrirtækja þótt innlán heimila vaxi einnig.

Leiðréttur heildarstofn útlána innlánsstofnana til innlendra aðila jókst um 1,4% milli ára á þriðja fjórðungi ársins. Hrein ný útlán innlánsstofnana til innlendra aðila jukust um 4,3% á fyrstu níu mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra og námu um 113 ma.kr.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði hækkað um 4,2% milli funda og uppsöfnuð velta á aðalmarkaði frá upphafi árs til loka október aukist um rúm 2% miðað við sama tímabil fyrir ári.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Halli af vöruskiptum Íslands nam rúmlega 16 ma.kr. fyrstu níu mánuði ársins en á sama tíma í fyrra var tæplega 27 ma.kr. afgangur. Verðmæti útflutnings dróst saman um 1,6% á föstu gengi en verðmæti innflutnings jókst um 8,9%. Samdráttur útflutnings skýrist einkum af 7,7% minni útflutningi sjávarafurða og 1% minni útflutningi iðnaðarvöru. Aukning innflutnings stafar einkum af 63% aukningu í innflutningi flutningatækja og 15% aukningu í innflutningi neysluvöru.

Raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag var 83,5 stig í september og hefur verið nær óbreytt í átta mánuði en hækkað um 5,5% milli ára. Árshækkunina má að mestu rekja til 4,6% hærra nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var einnig tæpri prósentu meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Álverð hafði hækkað um rúmlega 7% frá síðasta fundi peningastefnunefndar og var meðalverð í október 7% hærra en fyrir ári. Verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum lækkaði hins vegar um 1,7% í september frá fyrri mánuði en hefur hækkað um 6,8% milli ára.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt niðurstöðum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum heldur hægar á þriðja fjórðungi ársins en undanfarin misseri eða um 0,7% milli ára. Meginskýring fjölgunar heildarvinnustunda er sú að starfandi fólki fjölgaði en meðalvinnutími styttist hins vegar um 0,7%.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 5,2% á þriðja fjórðungi ársins samkvæmt VMK. Jókst það lítillega milli fjórðunga en minnkaði um 0,2 prósentur milli ára. Atvinnuleysi, eins og það er skráð hjá Vinnumálastofnun, mældist 3,8% á fjórðungnum að teknu tilliti til árstíðar og hafði minnkað lítillega milli fjórðunga en um 0,8 prósentur milli ára.

Á þriðja fjórðungi ársins fluttu fleiri til landsins en frá því, áttunda fjórðunginn í röð. Fjölgunin nam 0,2% af vinnuaflinu og stafar nánast eingöngu af fjölgun erlendra ríkisborgara.

Launavísitalan hækkaði um 1,5% milli annars og þriðja fjórðungs og um 6,1% milli ára. Kaupmáttur hennar jókst um 4% á sama tíma.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi gefa til kynna að hún hafi aukist umtalsvert frá sama tíma í fyrra. Greiðslukortavelta á fjórðungnum jókst um nærri 4% milli ára en veruleg aukning varð í greiðslukortaveltu erlendis. Smásöluvelta hélt einnig áfram að aukast, sérstaklega velta í verslun með varanlegar neysluvörur á borð við raftæki. Þá var einnig umtalsverð aukning í nýskráningum bifreiða á fjórðungnum.

Húsnæðisverðvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok október, hækkaði um 0,6% frá fyrri mánuði en um 1,3% að teknu tilliti til árstíðar. Vísitalan hefur hækkað um 9,3% undanfarna tólf mánuði. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrár Íslands reiknar út, stóð í stað milli mánaða í september en hækkaði um 8,4% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um tæplega 14% milli ára á fyrstu níu mánuðum ársins miðað við sama tíma í fyrra. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var rétt rúmíur fjórir mánuðir á fyrstu níu mánuðum ársins samanborið við fimm mánuði á sama tíma í fyrra.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup dró úr bjartsýni neytenda milli mánaða í október og mældist væntingavísitalan 75,9 stig. Vísitalan mældist þó 8,4 stigum hærrí en í október í fyrra. Allar undirvísitölur lækkuðu þó nokkuð milli mánaða og mældust þær allar undir 100 stigum. Í september mældist vísitala Capacent Gallup yfir fyrirhuguð stórkaup neytenda 59,7 stig sem er hæsta gildi vísitölnnar frá september 2008.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,14% í október frá fyrri mánuði og mældist ársverðbólga 1,9% eða 0,1 prósentu meiri en í september. Mest áhrif hafði lækking brensiverðs eða 0,15 prósentur en hækking húsnæðisverðs vó upp á móti. Mistök voru gerð í útreikningi flugfargjalda í september þar sem áhrifin af lækking þeirra milli mánaða voru ofmetin. Þetta var leiðrétt í október og höfðu flugfargjöld 0,14 prósentna áhrif til hækkingar vísitölnnar en þau hefðu annars verið nánast óbreytt. Vísitala neysliverðs án húsnæðis hækkaði um 0,03% í október og var ársverðbólga á þann mælikvarða 0,5%. Undirliggjandi ársverðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3, án skattaáhrifa, var 2,5% í september en 1% á mælikvarða kjarnavísitölu 4 sem undanskilur til viðbótar húsnæðisverð. Á báða þessa mælikvarða jókst verðbólga frá því í september þótt hún sé ennþá minni en hún hefur verið að jafnaði á árinu.

Skammtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila, samkvæmt könnun Seðlabankans sem var framkvæmd í lok október, hafa lækkað frá því í ágúst. Markaðsaðilar bjuggust við að verðbólga yrði 2,8% eftir eitt ár og 3% eftir tvö ár og hafa væntingar þeirra því lækkað um ½ prósentu frá ágústkönnuninni. Langtímaverðbólguvæntingar þeirra hafa einnig lækkað. Markaðsaðilar bjuggust við að verðbólga yrði að meðaltali 3% á næstu fimm árum og 3,2% á næstu tíu árum sem er hjöðnun um u.þ.b. 0,8 prósentur frá könnuninni í ágúst. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til tveggja ára, reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, var rúmlega 3% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði lítið breyst frá októberfundinum. Verðbólguálagið, bæði til fimm og tíu ára, var um 3,7% og var einnig nánast óbreytt frá síðasta fundi nefndarinnar en tæplega ½ prósentu lægra en í október í fyrra.

Samkvæmt þeirri spá sem birt var í *Peningamálum* 5. nóvember veldur betri upphafsstaða verðbólgunnar því að horfur eru á að hún verði minni en spáð var í ágúst það sem eftir lifir þessa árs og út næsta ár sé horft framhjá áhrifum óbeinna skatta á verðlag. Þegar frá líður veldur þrýstingur frá vinnumarkaði og minnkandi slaki í þjóðarþúinu því að verðbólga þokast upp á ný og verður líkt og í ágústspánni á bilinu 2½-3% á seinni hluta spátímans.

Alþjóðlegur hagvöxtur reyndist minni á fyrri hluta ársins en áður hafði verið gert ráð fyrir. Horfur um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands eru einnig lakari á seinni hluta ársins og til næstu þriggja ára en þær voru í ágúst. Stafar það fyrst og fremst af verri hagvaxtarhorfum fyrir evrusvæðið og nýmarkaðsríki en horfur eru betri fyrir Bretland, Bandaríkin og Norðurlöndin. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands verði 1,8% í ár og rúmlega 2% á ári næstu þrjú ár. Óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur hefur einnig aukist þótt hún sé nokkru minni en fyrir ári.

Samkvæmt endurskoðuðum tölum Hagstofunnar rýrnuðu viðskiptakjör nokkru meira á undanförnum árum en áður var talið eða um 20% frá árinu 2006 í stað 17% í fyrri tölum. Eins og spáð var í ágúst tóku viðskiptakjör að batna á öðrum fjórðungi þessa árs eftir samfellda rýrnun frá ársbyrjun 2011. Talið er að þau batni um 1% í ár sem er meira en spáð var í ágúst. Horfur fyrir næstu þrjú ár eru hins vegar heldur lakari en þá var gert ráð fyrir.

Endurskoðun Hagstofunnar á tölum um útflutning á síðasta ári hefur leitt í ljós töluvert meiri vöxt en samkvæmt fyrri áætlun. Hægari vöxtur í ár endurspeglar því að einhverju leyti neikvæð grunnáhrif frá fyrra ári. Í takt við lakari alþjóðlegar hagvaxtarhorfur er spáð heldur hægari vexti útflutnings en í ágúst; gert er ráð fyrir að útflutningur vaxi um tæplega 3% að meðaltali á ári sem er svipað vexti innflutnings helstu viðskiptalanda.

Hagvaxtarhorfur fyrir árið í heild hafa heldur versnað frá því í ágúst. Nú er talið að hagvöxtur verði ríflega 5% á seinni hluta ársins og 2,9% á árinu í heild eða um ½ prósentu minni en í ágústspánni. Líkt og í ágúst er talið að hagvöxtur aukist aftur á næsta ári og verði 3,5% en að hann minnki á ný í tæplega 3% árið 2016 og í tæplega 2½% árið 2017.

Sem fyrr er áætlað að hagvöxtur verði að mestu drifinn áfram af vexti innlendrar eftirspurnar einkaaðila en að framlag utanríkisviðskipta verði neikvætt á spátímanum. Gangi spáin eftir verður hagvöxtur að meðaltali um 2,9% á ári á spátímanum sem er lítillega yfir meðalhagvexti síðustu þrjátíu ára og vel yfir spám um 2,1% meðalhagvöxt í helstu viðskiptalöndum á spátímanum.

Áfram er gert ráð fyrir að slakinn á vinnumarkaði hverfi fljótlega þrátt fyrir að nokkuð hafi dregið úr vexti vinnuafseftirspurnar. Spáð er að atvinnuleysi, skilgreint eins og í Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar, haldi áfram að minnka og er áætlað að það verði um 4% á næstu árum. Talið er að vinnustundum muni fjölga að meðaltali um tæplega 2% á ári á næstu þremur árum og að hlutfall starfandi verði um 77½% í lok spátímans. Framleiðnivöxtur verður hins vegar einungis um 1% að meðaltali á ári á næstu þremur árum, sem er rétt helmingur af sögulegum meðalvexti og heldur minna en spáð var í ágúst.

Vegna endurskoðunar á launum og launatengdum gjöldum jókst launakostnaður á framleidda einingu að meðaltali lítillega minna en áður var talið á undanförnum árum. Gert er ráð fyrir að launakostnaður á framleidda einingu aukist svipað í ár og búist var við í ágústspánni eða um tæplega 5% þar sem minni framleiðnivöxtur vegur upp minni hækkun launa. Horfur eru á meiri vexti en spáð var í ágúst á næstu tveimur árum þegar meiri launahækkunir og hægari framleiðnivöxtur leggjast á sömu sveif. Gangi spáin eftir verður vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu hins vegar orðinn í takt við verðbólgu markmiðið árið 2017.

Nú er talið að slakinn hafi verið lítillega minni í fyrra en gert var ráð fyrir í ágúst og búist er við að hann hverfi á seinni hluta þessa árs eða heldur fyrr en þá var spáð. Spennan sem myndast á næstu misserum er einnig talin verða lítillega meiri en horfur voru á í ágúst en þó minni en í maíspá bankans. Talið er að framleiðsluspenna verði tæplega 1% að meðaltali á næstu tveimur árum en að hún taki síðan að minnka á ný og verði nánast horfin í lok spátímans.

Grunnspáin 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 grunnspánni. Verði gengi krónunnar t.d. lægra eða launahækkar meiri en gert er ráð fyrir er hætta á að verðbólguhorfur grunnspárinnar, eða forsendan um það vaxtastig Seðlabankans sem dugir til að tryggja hjöðnun verðbólgu að markmiði, séu of bjartsýnar. Hið sama á við ef slakinn í þjóðarbúinu er ofmetinn eða ef umsvif í orkufrekum iðnaði verða meiri á komandi árum en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Vegna þess að langtímaverðbólguvæntingar skortir enn trausta kjölfestu geta frávikin orðið meiri en ella. Verðbólga gæti hins vegar reynst minni en spáð er ef slakinn er vanmetinn, ef krafturinn í innlendri eftirspurn reynist minni en gert er ráð fyrir eða ef alþjóðlegar efnahagshorfur reynast lakari. Hið sama á við ef hægari alþjóðlegur hagvöxtur hefur einnig í för með sér meiri lækkar alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti peningastefnunefndina um gang mála frá síðasta fundi nefndarinnar vegna vinnu innan Seðlabankans og á vegum annarra stjórnvalda í tengslum við losun fjármagnshafta. Þá skýrði hann nefndinni frá vinnu innan bankans vegna beiðni um undanþágur frá lögum um gjaldeyrismál í tengslum við lengingu og breytta skilmála skuldabréfa milli LBI hf. og Landsbankans hf. Einnig var fjallað um fjárhagsleg samskipti ríkissjóðs og Seðlabanka og þær viðræður sem væru í gangi um breytingar á rammanum í kringum samskipti þessara aðila.

Nefndarmenn ræddu skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika*, sem var birt eftir októberfund peningastefnunefndar, stöðu fjármálastofnana og úrræði þeirra til endurskipulagningar sem og framvinduna við endurskipulagningu einkageirans. Einnig var rætt um áhættu fjármálakerfisins vegna greiðslujafnaðarvanda þjóðarbúsins og möguleg áhrif þess að ekki yrði lengt í ofangreindu skuldabréfi milli gamla og nýja Landsbankans á fjárhagslega stöðu nýja bankans og fjármálalegan stöðugleika.

Nefndin ræddi um horfur í þjóðarbúskapnum, þ. á m. nýja þjóðhagsspá Seðlabankans. Voru nefndarmenn sammála um að horfur væru á heldur minni hagvexti í ár en spáð var í ágúst en jafnframt að verðbólguhorfur til skemmri tíma væru betri en verðbólga hafði minnkað enn frekar á haustmánuðum. Verðbólga skýrist að mestu leyti af hækkun húsnæðisverðs á meðan innlend vöru- og þjónustuverðbólga hefur hjaðnað og var við markmið í október. Lítil alþjóðleg verðbólga og stöðugt gengi krónu hafa hins vegar stuðlað að lítilli verðbólgu þrátt fyrir töluverðar launahækkar. Hjöðnun verðbólgu virtist byggjast á tiltölulega breiðum grundvelli og horfur á að hún hjaðni frekar á næstu mánuðum og verði við eða undir markmiði fram yfir mitt næsta ár. Að sama skapi virtist nokkur árangur hafa náðst við að bæta kjölfestu verðbólguvæntinga en þær hafa lækkað á undanförunum mánuðum og nálgast nú verðbólgu markmiðið.

Nefndin hafði hins vegar áhyggjur af því að litið lengra fram á veginn gerði spáin ráð fyrir að verðbólga ykist á ný. Einnig væri gert ráð fyrir áframhaldandi kröftugum vexti innlendrar

eftirspurnar og þróttmiklum hagvexti á næstu þremur árum. Slakinn væri nálægt því að snúast í spennu og horfur væru á að launaprýstingur frá vinnumarkaði muni aukast, enda gert ráð fyrir áframhaldandi bata á vinnumarkaði þótt nokkuð hafi dregið úr vexti vinnuafseftirspurnar undanfarið.

Nefndarmenn töldu jákvætt að horfur væru á að þjóðhagslegur sparnaður og viðskiptaafgangur yrði meiri en gert var ráð fyrir í fyrri spám, en það auðveldar lausn á greiðslujafnaðarvanda þjóðarbúsins. Nýjar tölur sýndu einnig að minni halli hefði verið á viðskiptajöfnuði á fyrri hluta ársins en áður var talið. Að mati nefndarmanna hefur það átt þátt í að viðhalda verulegu gjaldeyrisinnstreymi, en gjaldeyrisviðskipti Seðlabankans hafa lagst gegn óhóflegri hækkun á gengi krónunnar og dregið úr gengissveiflum.

Að mati nefndarmanna voru bæði rök fyrir því að lækka vexti og halda þeim óbreyttum. Eins og á síðasta fundi nefndarinnar voru helstu rök fyrir lækkun vaxta þau að aðhald peningastefnunnar hefði aukist meira en áður var búist við. Nafnvextir Seðlabankans hefðu verið óbreyttir í tvö ár en raunvextir bankans hækkað meira að undanfögnu en gert var ráð fyrir sökum hraðari hjöðunar verðbólgu og verðbólguvæntinga og umfram það sem staða hagsveiflunnar og nærhorfur gæfu tilefni til. Verðbólguvæntingar hefðu hnigið að markmiðinu að undanfögnu og væru á suma mælikvarða komnar nálægt því, sérstaklega horft til skemmri tíma. Samkvæmt spánni væri gert ráð fyrir að verðbólga yrði nálægt verðbólgu markmiðinu nánast allt spátímabilið. Því væru forsendur til að draga úr hækkun raunvaxta. Sumir nefndarmenn töldu einnig líklegt að draga myndi úr hækkun húsnæðiskostnaðar á næstunni, í ljósi þess að byggingarkostnaður væri stöðugur og einnig eftirspurn. Hjöðnun verðbólgu virðist einnig byggjast á tiltölulega breiðum grunni sem gæfi tilefni til að ætla að hún héldist áfram lítil. Alþjóðlegur efnahagsbati væri að sama skapi hægari og alþjóðleg verðbólga lítil sem hefði áhrif á eftirspurn eftir útflutningsvörum Íslands en einnig yrðu verðbólguáhrif þaðan óveruleg og líklega áfram neikvæð á næstu misserum. Einnig væru hagvaxtarhorfur hér á landi lakari en áður var talið. Bati á vinnumarkaði væri einnig heldur hægari en hann hefði verið að undanfögnu og hægari en spáð var í ágúst, t.d. hefði jafnt og þétt dregið úr fjölgun heildarvinnustunda undanfarið ár. Alþjóðleg þróun verðlags og lækkandi verðbólguvæntingar ykju einnig líkur á því að niðurstöður kjarasamninga yrðu í samræmi við verðbólgu markmið. Verðbólguþrýstingur væri því ekki mikill ef vel tækist til við gerð kjarasamninga og eftirspurn færi ekki úr böndunum.

Helstu rök fyrir að halda vöxtum óbreyttum voru sem fyrr að verðbólguvæntingar væru enn yfir markmiði og þær hefðu áður lækkað svipað og nú en síðan hækkað á ný. Jafnframt var bent á það að betri verðbólguhorfur til skamms tíma skýrðust af betri upphafsstöðu fremur en að horfur fram á við hefðu batnað. Horft lengra fram á veginn mætti búast við auknum verðbólguþrýstingi þar sem áfram væri gert ráð fyrir kröftugum vexti innlendrar eftirspurnar á komandi misserum, útlit væri fyrir að slakinn í þjóðarbúskapnum hyrfi fyrr en áður var talið og slaki á vinnumarkaði væri við það að hverfa. Spáð væri að launakostnaður á framleidda einingu ykist nokkru meira en áður var gert ráð fyrir og umfram það sem gæti samrýmst verðbólgu markmiðinu. Svigrúm til launahækkana í komandi kjarasamningum væri heldur ekki mikið í ljósi þess hversu hægur framleiðnivöxtur væri. Því gætu verið rök fyrir því að bíða eftir að gerð kjarasamninga helstu stéttarfélaganna væri lokið sérstaklega þegar tafir í miðlun peningastefnunnar væru hafðar í huga.

Nokkur umræða spannst einnig um hvort rétt væri að bíða næsta fundar en stutt væri í hann og þá lægju fyrir þjóðhagsreikningar fyrir þriðja fjórðung ársins, ný verðbólgu mæling og nýjar tölur af vinnumarkaði.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að stýrivextir yrðu lækkaðir um 0,25 prósentur sem myndi hafa í för með sér að innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) lækkuðu í 4,75%, vextir af bundnum innlánnum til sjö daga í 5%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga í 5,75% og daglánvextir í 6,25%.

Fjórir nefndarmenn greiddu atkvæði með tillögu seðlabankastjórans en einn þeirra hefði þó heldur kosið að halda vöxtum óbreyttum að þessu sinni. Var hann sammála því að dregið hafi úr skriðþunga efnahagsbatans en hafði hins vegar nokkrar áhyggjur af þeim óróleika sem nú einkenndi vinnumarkaðinn og áhrifum skuldalækkunar á eftirspurn þegar niðurstöður lægju fyrir. Hefði hann því frekar kosið að bíða með lækkun vaxta fram í desember, þegar betra færi gæfist til þess að taka mið af nýjum upplýsingum þjóðhagsreikninga, frekari staðfesting á hjöðnun verðbólgu og verðbólguvæntinga hefði fengist, niðurstaða skuldaleiðréttingaraðgerða stjórnvalda lægi fyrir og eftir að markaðurinn hefði verið búinn undir að lækkun vaxta kunní að vera í spilunum með yfirlýsingu nefndarinnar nú. Hann var þó þeirrar skoðunar að munurinn væri það lítill að hann gæti fallist á tillögu seðlabankastjóra.

Einn nefndarmanna sem studdi tillögu seðlabankastjóra taldi að hjöðnun verðbólgu mætti þakka hófsömum kjarasamningum á liðnu ári, innstreymi gjaldeyris og inngrípastefnu Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði. Jákvæðir raunvextir hefðu síðan aukið innlendan sparnað og komið í veg fyrir að bólur mynduðust á fasteigna- og hlutabréfamarkaði. Hins vegar væru raunvextir um þessar mundir of háir, sérstaklega ef miðað væri við útlánvexti viðskiptabankanna en ekki vexti Seðlabankans.

Einn nefndarmaður greiddi atkvæði gegn tillögu bankastjóra og kaus að halda vöxtum óbreyttum. Taldi hann að þrátt fyrir mikinn árangur að undanförunu snerist vaxtaákvörðun hverju sinni um að hafa áhrif á þróunina fram á við en ætti ekki að endurspeglu nýliðna þróun. Þótt gert væri ráð fyrir því að verðbólga hjaðnaði enn frekar á næstunni væri, litið lengra fram á veginn, búist við að hún þokaðist aftur upp vegna verðbólguþrýstings frá vinnumarkaði og minnkandi slaka í þjóðarbúskapnum. Þótt langtímaverðbólguvæntingar hefðu nú færst nær verðbólgu markmiði bankans væri rétt að stíga varlega til jarðar í ljósi sögunnar og horfa á vinnumarkaði. Óvissan um verðbólguhorfur væri einnig heldur meiri upp á við.

Nefndin var sammála um að framvinda nafnvaxta ráðist eins og alltaf af þróun eftirspurnar og verðbólgu. Það var mat nefndarinnar að 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 peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 10. desember 2014.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2014

Birt: 24. desember 2014

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 9. desember 2014, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 10. desember og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 5. nóvember.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar hafði hækkað um rúmlega ½% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu og ¾% gagnvart bresku pundi frá síðasta fundi nefndarinnar en hins vegar lækkað um rúmlega 0,1% gagnvart evru og 1,4% gagnvart Bandaríkjadal. Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu um 60 milljónum evra (um 9,2 ma.kr.) á sama tíma eða sem nemur um 35% af veltu á gjaldeyrismarkaði.

Lausafjárstaða fjármálafyrirtækja hefur áfram haldist rúm og vextir til einnar nætur á millibankamarkaði verið í neðri hluta vaxtagangsins. Vextirnir lækkuðu um 0,35 prósentur í kjölfar vaxtalækkunar Seðlabankans hinn 5. nóvember sl. en höfðu hækkað á ný samhliða aukinni veltu á markaðnum og voru um 5,25% rétt fyrir fund nefndarinnar. Velta á millibankamarkaði nam tæplega 102 ma.kr. á milli funda og um 188 ma.kr. það sem af er ári sem er um helmingi minni velta en á sama tímabili í fyrra.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa lækkaði um 0,2-0,4 prósentur í kjölfar vaxtalækkunar bankans í nóvember. Krafa óverðtryggðra bréfa lækkaði enn frekar eftir að vísitala neysluverðs var birt í lok nóvember og eftir birtingu þjóðhagsreikninga í

desember en raunávöxtun þeirra hækkaði. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra bréfa hafði hins vegar hækkað á ný og var svipuð og á nóvemberfundi nefndarinnar.

Þrátt fyrir að nafnvextir bankans hefðu verið lækkaðir hafði taumhald peningastefnunnar styrkst á milli funda vegna hjöðunar verðbólgu og verðbólguvæntinga. Raunvextir bankans voru 2,6% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum og höfðu hækkað um 0,2 prósentur en um 0,4 prósentur sé eingöngu horft á þá mælikvarða þar sem nýjar mælingar lágu fyrir frá því í nóvember. Miðað við ársverðbólgu voru raunvextir 4% og höfðu hækkað um 0,7 prósentur.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands, miðað við vaxtamun á skuldabréfum ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðlum og sambærilegum bréfum annarra ríkja, hafði lítið breyst og var rétt fyrir fund nefndarinnar um 1½ prósentu miðað við Bandaríkin og 2 prósentur miðað við Þýskaland. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs hafði einnig lítið breyst milli funda og var 1,4%.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu 0,25-0,5 prósentna lækkunar nafnvaxta Seðlabankans í desember. Vísaði rökstuðningur þeirra helst til þess að raunvextir bankans hefðu hækkað þrátt fyrir vaxtalækkun í nóvember og að hagvaxtartölur fyrir fyrstu níu mánuði ársins hefðu verið talsvert undir væntingum.

Peningamagn hélt áfram að vaxa á milli ára í október og jókst M3 um 4,7% milli ára sé lítið 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 jókst um 2,6% milli ára í október. Hrein ný útlán innlánsstofnana til innlendra aðila jukust um 1,8% á fyrstu tíu mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra og námu um 137 ma.kr.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði hækkað um tæplega 10% milli funda og uppsöfnuð velta á aðalmarkaði frá upphafi árs til loka nóvember aukist um tæplega 9% miðað við sama tímabil fyrir ári.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD), sem birt var í nóvember, er gert ráð fyrir að hagvöxtur og verðbólga í ríkjum OECD verði heldur minni í ár en stofnunin hafði spáð í maí. Sama gildir um alþjóðaviðskipti. Minni hagvöxtur á þessu ári skýrist aðallega af því að nú er spáð minni hagvexti í Bandaríkjunum, Japan, á evrusvæðinu og Norðurlöndunum. Spáð er 2,3% hagvexti í ríkjum OECD á næsta ári sem er um hálfri prósentu minna en gert var ráð fyrir í maí. Munar þar mestu um 0,6 prósentna lækkun á spám fyrir evrusvæðið og Noreg og um 0,4 prósentna lækkun fyrir Bandaríkin, Japan og Danmörku. Spáin um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands á næsta ári hefur því verið endurskoðuð niður á við um 0,6 prósentur í 1,9%. Spá OECD gerir ráð fyrir 2,3% hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands árið 2016. Spár *Consensus Forecasts* fyrir helstu viðskiptalönd Íslands árin 2014 og 2015 voru óbreyttar frá nóvemberfundi peningastefnunnar.

Afgangur af vöruskiptum Íslands nam um 900 m.kr. fyrstu ellefu mánuði ársins en á sama tíma í fyrra var tæplega 47 ma.kr. afgangur. Verðmæti útflutnings stóð í stað mælt á föstu gengi en verðmæti innflutnings jókst um 9,2%. Útflutningsverðmæti iðnaðarvara jókst um rúm 3% en verðmæti sjávarafurða dróst saman um tæplega 8%. Aukning innflutnings stafar

einkum af 52% aukningu í innflutningi flutningatækja, tæplega 8% aukningu í mat- og drykkjarvörum og 7% aukningu „annarra“ neysluvara.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag var 83,1 stig í nóvember og hefur verið nær óbreytt í tíu mánuði en hækkað um 5,7% milli ára. Árshækkunina má nær algerlega rekja til 5,6% hærra nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var litlu meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Álverð hafði lækkað um rúmlega 5% frá síðasta fundi peningastefnunefndar en meðalverð í nóvember var þó 17½% hærra en fyrir ári. Verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hækkaði hins vegar um 2,1% í október frá fyrri mánuði og hefur hækkað um rétt rúm 10% milli ára.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í desember dróst landsframleiðslan saman um 0,2% milli ára á þriðja ársfjórðungi. Í samanburði við spá Seðlabankans sem birt var í *Peningamálum* í nóvember var hagvöxtur því umtalsvert minni en gert hafði verið ráð fyrir en spáð var 3,2% hagvexti á þriðja ársfjórðungi. Spáskekkjan skýrist af veikari vexti einkaneyslu og fjárfestingar. Þrátt fyrir smávægilegan samdrátt í raunvirði landsframleiðslunnar jókst nafnvirði hennar um 5,8% milli ára. Að hluta til er líklegt að þessi veiki hagvöxtur á þriðja fjórðungi skýrist af því að Hagstofuna skortir gögn um birgðasöfnun í innlendri smásölu við gerð ráðstöfunaruppgjörs þjóðhagsreikninga. Mikil aukning innflutnings neysluvara í fjórðungnum kemur því fram sem frádráttarliður í landsframleiðslunni en á móti vantar jákvæð áhrif birgðaaukningar. Þegar birgðirnar seljast kemur það síðan fram sem einkaneysla en engin neikvæð áhrif á birgðaminnkun mælast á móti. Innflutningurinn býr því til sveiflu í landsframleiðslunni milli tímabila sem smásölubirgðir ættu að eyða ef gögn um þær væru fyrir hendi.

Áður birtar tölur fyrir fyrri helming ársins voru einnig endurskoðaðar og hafði sú endurskoðun í för með sér að hagvöxtur þess tímabils er nú talinn hafa verið um 0,9% í stað 0,6%. Á fyrstu þremur fjórðungum ársins jókst landsframleiðslan um 0,5% að magni til frá sama tíma í fyrra en í nóvember spá Seðlabankans var gert ráð fyrir 1,5% hagvexti. Fráviknið skýrist að mestu af mikilli hækkun verðvísitölu landsframleiðslunnar á þriðja fjórðungi því að nafnvöxtur landsframleiðslunnar á fyrstu þremur fjórðungum ársins var áþekkur því sem spáð var eða 3,4% samanborið við 3,7% í spánni. Hagvöxtur var drifinn áfram af vexti þjóðarútgjalda sem jukust um 3% (þar af neysla og fjárfesting um 3,9%) en framlag utanríkisviðskipta var neikvætt á tímabilinu um rúmlega 2 prósentur. Fjármunamyndun jókst um 12% og jukust allir undirliðir hennar töluvert milli ára.

Einkaneysla jókst um 2,8% á fyrstu þremur ársfjórðungunum frá sama tíma í fyrra samkvæmt tölum Hagstofunnar en vöxturinn á þriðja ársfjórðungi var talsvert minni en helstu vísbendingar gefa tilefni til að ætla. Til að mynda jókst kortavelta um tæp 4% á fjórðungnum að raunvirði og innflutningur neysluvöru um rúm 15% á föstu gengi.

Afgangur á undirliggjandi viðskiptajöfnuði nam 10,7% af landsframleiðslu á þriðja ársfjórðungi eða sem nemur 55 ma.kr. sem er svipað og í síðustu spá bankans. Afgangurinn stafar að mestu leyti af 80 ma.kr. afgangi af þjónustuviðskiptum en tæplega 10 ma.kr. halli var af vöruskiptum og 12,9 ma.kr. halli af undirliggjandi jöfnuði frumþáttatekna og rekstrarframlögum. Endurskoðun á áður birtum tölum fyrir árið 2013 og fyrri helming 2014

sýnir að afgangurinn í fyrra var litlu minni en áður var talið en afgangurinn á fyrri helmingi ársins var nokkru meiri.

Samkvæmt niðurstöðum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum um 1% milli ára í október vegna 1,5% fjölgunar starfandi fólks en meðalvinnutími styttest hins vegar um 0,5%.

Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi mældist 5,6% í október samkvæmt VMK. Jókst það nokkuð milli mánaða en minnkaði milli ára. Hefur það sveiflast í kringum rúmlega 5% frá því á seinni hluta ársins 2012. Atvinnuleysi, eins og það er skráð hjá Vinnumálastofnun, minnkaði hins vegar að teknu tilliti til árstíðar bæði milli mánaða og ára og mældist 3,4% í október.

Launavísitalan hækkaði um 0,6% milli mánaða í október og um 6,6% milli ára. Kaupmáttur hennar jókst um 4,6% á sama tíma.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu í upphafi fjórða ársfjórðungs gefa til kynna nokkuð kröftugan vöxt hennar, t.d. jókst greiðslukortavelta í október um 5,5% að raunvirði frá sama tímabili í fyrra. Þá hefur verið talsverður vöxtur í bílakaupum og smásöluveltu, sérstaklega í veltu sérvöru.

Væntingavísitala Gallup hækkaði í nóvember um 4,3 stig milli mánaða og um rúm 12 stig frá sama tíma síðasta árs. Vísitalan mælist 80,2 stig.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok nóvember, lækkaði um 0,6% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar og um 7,4% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, lækkaði um 0,3% milli mánaða í október þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Vísitalan hefur hækkað um 6,6% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 12% milli ára á fyrstu tíu mánuðum ársins miðað við sama tíma í fyrra. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var rétt rúmí fjórir mánuðir á fyrstu tíu mánuðum ársins samanborið við fimm mánuði á sama tíma í fyrra.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup sem var gerð í nóvember og desember meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, voru stjórnendur heldur bjartsýnni um horfur í efnahagsmálum á næstu sex mánuðum en í síðustu könnun í september. Tæplega 55% svarenda töldu þó núverandi aðstæður vera hvorki góðar né slæmar og 35% álitu þær góðar. Um 48% stjórnenda töldu að aðstæður í efnahagslífinu myndu batna á næstu sex mánuðum og litlu færri eða um 46% töldu að aðstæður myndu haldast óbreyttar. Stjórnendur í byggingastarfsemi voru bjartsýnni en aðrir um aðstæður eftir sex mánuði en ásamt þeim voru stjórnendur í iðnaði, framleiðslu og sjávarútvegi bjartsýnni en í september. Allir stjórnendur voru bjartsýnni en á sama tíma í fyrra. Aðeins um 6% stjórnenda töldu að aðstæður yrðu verri á næstu sex mánuðum.

Samkvæmt niðurstöðum könnunar Capacent Gallup vildu um 15 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum. Þetta er nokkru meiri bjartsýni en var í sambærilegri könnun í september en svipuð niðurstaða og kom fram í könnunum sem gerðar voru á fyrri hluta ársins. Í nóvember 2013 vildu 2 prósentum fleiri fyrirtæki fækka starfsfólki en fjölga því.

Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,5% í nóvember frá fyrri mánuði og mældist ársverðbólga 1% eða 0,9 prósentum minni en í október. Vísitala neysluverðs án húsnæðis lækkaði um 0,6% milli mánaða og hefur lækkað um 0,3% sl. tólf mánuði. Undirliggjandi ársverðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3, án skattaáhrifa, var 1,4% í nóvember og hafði hjaðnað um 1 prósentu frá því í október. Tölfræðimælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu gáfu svipaða

niðurstöðu. Samkvæmt þeim er undirliggjandi verðbólga á bilinu 0,8-1,3%. Flestir undirliðir vísitölu neysliverðs lækkuðu í verði í nóvember. Mest áhrif hafði 17% lækkun flugfargjalda eða -0,25 prósentur. Lækkun bensínverðs hafði einnig nokkur áhrif en olíuverð á heimsmarkaði hefur lækkað töluvert á undanförunum mánuðum. Einnig lækkaði verð á öðrum undirliðum innfluttrar vöru. Hluti af því var verðlækkun raftækja og heimilistækja vegna fyrirhugaðs afnáms vörugjalda í janúar nk.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum heimila sem gerð var í nóvember mældust þær 3,5% til eins árs og höfðu lækkað um ½ prósentu frá síðustu könnun í september. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára voru óbreyttar í 4%. Í sambærilegri könnun meðal fyrirtækja sem gerð var í nóvember og desember höfðu verðbólguvæntingar þeirra til eins árs einnig lækkað um ½ prósentu frá síðustu könnun í september og voru þær 2,5%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til tveggja ára, reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, var 2,5% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði lækkað um 0,7 prósentur frá nóvemberfundinum. Verðbólguálagið, bæði til fimm og tíu ára, var u.þ.b. 3,2% og hafði lækkað um rúmlega ½ prósentu frá því í nóvember en um ríflega prósentu frá sama tíma í fyrra. Miðað við áhættuálag sem nemur u.þ.b. ½% virðast verðbólguvæntingar á skuldabréfamarkaði því vera svipaðar og verðbólguálagmiðið.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti peningastefnunefndina um gang mála frá síðasta fundi nefndarinnar vegna vinnu innan Seðlabankans og á vegum annarra stjórnvalda í tengslum við losun fjármagnshafna. Þá skýrði hann nefndinni frá niðurstöðu Seðlabanka Íslands um að veita LBI hf. undanþágu frá lögum um gjaldeyrismál og skilyrtu viljrði varðandi undanþágur vegna frekari hlutagreiðslna til forgangskröfuhafa af framtíðarinnheimtum hjá LBI hf.

Einnig fjallaði nefndin um áhrif þeirra breytinga sem gerðar höfðu verið á frumvarpi til fjárlaga fyrir árið 2015 og endurmat á fjárlögum ársins 2014 fyrir aðhald í ríkisfjármálum. Taldi nefndin að þrátt fyrir að gert væri ráð fyrir meiri afgangi á rekstri ríkissjóðs hefði aðhaldið heldur minnkað.

Nefndin ræddi nýlega verðbólguþróun. Verðbólga hafði minnkað í 1% í nóvember og lítils háttar verðhjöðnun mældist sé horft fram hjá áhrifum húsnæðiskostnaðar. Taldi nefndin ljóst að lítil alþjóðleg verðbólga og stöðugt gengi krónu héldi aftur af verðbólgu þrátt fyrir töluverðar launahækkningar á árinu.

Verðbólguvæntingar höfðu einnig lækkað á undanförunum mánuðum og voru á helstu mælikvarða við verðbólguálagmiðið en nefndin taldi það afar jákvætt. Raunvextir bankans höfðu því hækkað töluvert frá síðasta fundi sökum umtalsverðrar hjöðnunar verðbólgu og verðbólguvæntinga.

Í ljósi nýlegrar verðbólguþróunar varð nokkur umræða í nefndinni um það hverjar horfur væru á að verðbólga stefndi fljótlegra á næsta ári í markmið eins og gert er ráð fyrir í síðustu spá bankans. Fram kom að um þetta ríki töluverð óvissa og toguðust á mismunandi kraftar. Þannig hefur vöxtur erlendrar eftirspurnar verið veikur og útlit fyrir að svo verði áfram á komandi mánuðum. Nýleg þróun í viðskiptalöndunum hefði ítrekað verið lakari en búist hefði verið við og útlit væri fyrir að alþjóðlegur efnahagsbati yrði hægur fram eftir næsta ári. Verðbólguáhrif frá útlöndum yrðu því líklega áfram neikvæð næstu mánuðina. Á móti kæmi

að slaki á vinnumarkaði væri því sem næst horfinn og því líklegt að niðurstöður komandi kjarasamninga myndu að minnsta kosti stuðla að því að verðbólga þokist aftur upp að markmiði. Óvissa væri hins vegar um hvenær samningar myndu takast á nýju ári.

Nefndin skoðaði ítarlega fyrstu tölur um þjóðhagsreikninga Hagstofu Íslands fyrir þriðja fjórðung ársins en þær höfðu komið mjög á óvart. Sýndu þær að hagvöxtur á þessu ári, þar af einkum vöxtur einkaneyslu, stefnir í að verða minni en áður var spáð. Taldi nefndin hins vegar að styrkurinn í þjóðarbúskapnum væri meiri en fyrstu tölur gefa til kynna því að þær væru verulega á skjön við aðrar vísbendingar um þróun eftirspurnar, hvort heldur gögn um innflutning eða aðra mælikvarða á veltu. Nefndarmenn voru sammála um að áfram væri útlit fyrir ágætan vöxt innlendrar eftirspurnar og landsframleiðslu á næstu misserum. Batinn á vinnumarkaði héldi einnig áfram, þótt eitthvað hafi hægt á vexti vinnuafleifstirspurnar. Það sem hins vegar hefði breyst frá síðustu vaxtaákvörðun væri að nú væru horfur á minni verðbólgu á næstunni en þá var gert ráð fyrir. Var það mat nefndarinnar að verðbólga yrði líklega nokkuð undir markmiði a.m.k. fram yfir mitt næsta ár.

Voru nefndarmenn sammála um að þrátt fyrir lækkun nafnvaxta í nóvember væru raunvextir nú hærri en staða hagsveiflunnar og nærhorfur gæfu tilefni til. Með svipuðum rökum og komu fram á síðasta fundi töldu nefndarmenn forsendur fyrir að draga hluta þeirrar raunvaxtahækkunar til baka og lækka vexti. Að mati nefndarinnar voru bæði rök fyrir að lækka vexti um 0,25 og 0,5 prósentur. Umræðan um þessa tvo kosti snerist að nokkru leyti um mat á horfum á nýju ári og í hvaða mæli aðhaldsstig peningastefnunnar um þessar mundir ætti að endurspegla hættuna á að kjarasamningar á nýju ári færu úr böndunum.

Helstu rökin fyrir því að taka stærra skref voru að ella yrði aðhaldsstig peningastefnunnar meira en stefnt var að með vaxtalækkuninni í nóvember án þess að það hefði stuðning í nýjum vísbendingum um eftirspurn, mælingum á verðbólguvæntingum eða í nýlegri verðbólguþróun. Þrátt fyrir slíka lækkun myndi vaxtastigið áfram endurspegla áhættuna tengda vinnumarkaði í einhverjum mæli. Í þessu sambandi skipti máli eðli þeirrar ólgu sem væri á vinnumarkaði. Ekki væri að sjá að almenn umframeftirspurn eftir vinnuafli væri enn sem komið er helsta undirrot hennar. Fremur væri um að ræða átök um hlutfallslegar launabreytingar sem gætu átt sér stað við mismunandi verðbólgustig. Viðbúnaðurinn við hættunni á því að kjarasamningar fari úr böndum og ógni verðbólgu markmiðinu ætti því á þessu stigi aðallega að vera sá að útskýra vel að slík þróun myndi kalla á vaxtahækkunir. Þá yrði að líta til þess að líklegt væri að verðbólga minnkaði frekar á næstunni og það þyrfti að taka með í matið á þróun taumhalds peningastefnunnar fram að næsta fundi nefndarinnar.

Helstu rök fyrir því að taka minna skref voru þau að litið lengra fram á veginn væri gert ráð fyrir að verðbólga ykist á ný vegna verðbólguþrýstings frá vinnumarkaði og minnkandi slaka í þjóðarbúskapnum. Einnig var nefnt að þótt núna væri loksins að myndast tækifæri til að lækka vexti þar sem verðbólguvæntingar væru komnar í markmið, væri tíminn frá því að það gerðist skammur og því ekki fullreynt að þær hefðu trausta kjölfestu í markmiðinu. Hættan væri því sú að verðbólga ykist hratt á ný þegar áhrifa þeirra þátta sem hafa togað hana niður gætir ekki lengur. Rétt væri því að bíða með stærri skref þar til að gerð kjarasamninga helstu stéttarfélagi væri lokið. Einnig var bent á að flestar vísbendingar um innlenda eftirspurn gæfu mun meiri vöxt til kynna en ráða mætti af þjóðhagsreikningum. Einnig væri óvíst hvort áhrif lægra eldsneytisverðs, sem tímabundið stuðli að hjöðnun verðbólgu, yrðu langvarandi og órói á vinnumarkaði benti til þess að töluverð hætta væri enn á því að verðbólga færi á ný yfir markmið. Því væri æskilegt að lækka vexti í smáum skrefum uns aðstæður skýrðust og ólíklegt væri í ljósi vísbendinga um þróttmikinn vöxt

eftirspurnar að það ylli skaða þótt taumhaldið yrði tímabundið þéttara en að var stefnt í nóvember.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu lækkaðir um 0,5 prósentur sem myndi hafa í för með sér að vextir á 7 daga bundnum innlánum (meginstýritæki bankans) lækkuðu í 4,5%. Aðrir vextir bankans myndu lækka samsvarandi: innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) í 4,25%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga í 5,25% og daglánavextir í 5,75%. Þrír nefndarmenn greiddu atkvæði með tillögu seðlabankastjórans. Tveir nefndarmenn greiddu atkvæði gegn tillögu bankastjóra og vildu lækka vexti um 0,25 prósentur.

Nefndin var sammála um að framvinda nafnvaxta ráðist eins og alltaf af þróun eftirspurnar og verðbólgu. Var það mat nefndarinnar að eftir þessa vaxtalækkun væru nafnvextir bankans nálægt því sem ætla mætti að samrýmdist jafnvægi í þjóðarbúskapnum og verðbólgu við markmið. Jafnframt voru nefndarmenn sammála um að það gætu, að öðru óbreyttu, skapast forsendur fyrir frekari lækkun nafnvaxta haldist verðbólga undir markmiði og verði launahækkar í komandi kjarasamningum í samræmi við verðbólgu markmið. Hins vegar taldi nefndin að miklar launahækkar 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 auk fulltrúa fjármálaráðuneytisins hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 4. febrúar 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 þéttu um 2½% verðbólgu eigi síðar en í árslok 2003. Á árinu 2001 skulu efri mörk verðbólgunnar vera 3½% fyrir ofan

verðbólumarkmiðið 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 verðbólguþáttur 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 verðbólumarkmiði 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.



29. desember 2014
1412189

Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu undir fráviksmörkum

Samkvæmt mælingu Hagstofu Íslands, sem birt var 19. desember sl., var tólf mánaða verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs 0,8% í desember. Verðbólga fór því í fyrsta sinn síðan 2½% verðból gumarkmið var tekið upp niður fyrir neðri fráviksmörk sem fram koma í sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands um verðból gumarkmið frá 27. mars 2001. Í yfirlýsingunni er kveðið á um að Seðlabankinn sendi ríkisstjórn greinargerð ef verðbólga fer undir 1% eða yfir 4%. Þessi mörk fela ekki í sér aðra formlega kvöð af hálfu Seðlabankans en að senda frá sér greinargerð þar sem gera skal grein fyrir ástæðum frávíks frá 2½% verðból gumarkmiði, hve lengi bankinn áætli að frávikið vari og eftir atvikum hvort hann telji ástæðu til að grípa til sérstakra aðgerða af þeim sökum.

Verðbólguþróunin undanfarið

Eftir að verðbólga náði hámarki í 18,6% í janúar 2009 minnkaði hún smám saman og var við markmið í lok ársins 2010. Í kjölfar kjarasamninga vorið 2011 sem fólu í sér launahækkningar langt umfram það sem samrýmdist verðból gumarkmiði fór verðbólga hins vegar vaxandi á ný og náði hámarki í 6,5% í janúar 2012. Með aðhaldssamari peningastefnu tókst þó að ná tökum á henni og var verðbólga komin í markmið í ársbyrjun 2014. Frá þeim tíma hefur hún verið við eða undir markmiði og í lok árs fór verðbólga undir 1% fráviksmörk verðból gumarkmiðsins og mældist 0,8% eins og áður hefur komið fram.

Hjöðnun verðbólgunnar hefur verið enn meiri ef horft er á vísitölu neysluverðs án húsnæðis, en á þann mælikvarða var verðbólga um 1% framan af ári og fór undir 1% í september sl. og mældist lítillega neikvæð í nóvember. Í desember hafði verðlag á þennan mælikvarða lækkað um 0,4% frá fyrra ári.

Hjöðnun verðbólgunnar hefur byggst á tiltölulega breiðum grunni og hefur undirliggjandi verðbólga einnig minnkað. Benda mismunandi mælikvarðar kjarnaverðbólgu og tölfræðimælikvarða til þess að

undirliggjandi verðbólga hafi verið á bilinu 0,4-1,4% í desember og 1% sé miðað við miðgildi þessara mælikvarða.

Undanfarin misseri hefur verðbólga fyrst og fremst verið drifin áfram af innlendum þáttum. Framan af stafaði hún einkum af hækkun innlendra vöru og þjónustu. Töluvert hefur hins vegar dregið úr hækkunum þeirra og var innlend verðbólga mæld á þennan hátt 1,8% í desember. Á þessu ári hefur innlend verðbólga því fyrst og fremst verið drifin áfram af hækkun húsnæðisliðar vísitölunnar. Nam ársþækkun húsnæðisliðar vísitölunnar 7,6% í byrjun árs en hafði minnkað í 4,8% í desember.

Alþjóðleg verðbólga hefur verið mjög lítil undanfarið og hjaðnaði enn frekar eftir því sem leið á árið. Undanfarið hefur veruleg lækkun olíuverðs vegið þungt, en heimsmarkaðsverð olíu hefur lækkað um tæplega 50% frá því í sumar. Þessi mikla lækkun olíuverðs hefur ekki einungis birst í lækkun innlands bensínverðs heldur hefur hún einnig haft áhrif á verð fjölda vara og þjónustu, eins og t.d. verð á samgöngum og flutningum. Á sama tíma hefur viðskiptavegið gengi krónunnar hækkað um 2½% frá fyrra ári, þrátt fyrir að Seðlabankinn hefði lagst gegn hækkuninni með miklum gjaldeyriskaupum. Hrein gjaldeyriskaup bankans það sem af er ári námu á Þorláksmessu 112 ma.kr. eða sem samsvarar um 5½% af áætlaðri landsframleiðslu ársins. Verðlag innfluttrar vöru og þjónustu í krónum mælt hefur því lækkað töluvert að undanfögnu og hefur ársþækkunin ágerst á seinni hluta ársins og nam 2,8% í desember.

Skammtímaverðbólguvæntingar hafa lækkað nokkuð undanfarið í takt við minnkandi verðbólgu og nú nýverið voru verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs komnar í 2,5%. Eftir að hafa verið nálægt 4% um nokkurt skeið hafa langtímaverðbólguvæntingar einnig tekið að þokast í átt að markmiði, hvort heldur tekið er mið af væntingakönnunum eða vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa. Ef tekið er tillit til þess að vaxtamunurinn felur í sér áhættuþóknun auk væntinga markaðsaðila um verðbólgu má ætla að vaxtamunurinn feli í sér að langtímaverðbólguvæntingar séu nú nálægt verðbólgu markmiðinu.

Breytir nýleg efnahagsþróun mati á verðbólguhorfum?

Síðasta verðbólguþá Seðlabankans var birt í *Peningamálum* 2014/4 hinn 5. nóvember sl. Spáð var að verðbólga myndi minnka úr 2,1% á þriðja fjórðungi þessa árs í 1,7% á hinum fjórða. Talið var að verðbólga myndi aukast á ný í 2% á fyrsta fjórðungi næsta árs, vera við markmið

um mitt árið og haldast nokkurn veginn þar út spátímann sem náði til ársloka 2017.

Mikil hjöðnun verðbólgu í nóvember gerir það að verkum að verðbólga mældist nokkru minni á fjórða ársfjórðungi en Seðlabankinn hafði spáð, eða 1,3%. Þessi hjöðnun verðbólgu mun hafa umtalsverð áhrif á árstakt verðbólgunnar á næstu mánuðum og gera það að verkum, ásamt mikilli lækkun bensínverðs, að verðbólga verði að öðru óbreyttu nokkru minni fram eftir næsta ári en spáð var í nóvember.

Bankinn mun birta nýja verðbólguþá í *Peningamálum* sem gefin verða út 4. febrúar nk. Þar verður ítarlegra mat lagt á efnahags- og verðbólguhorfur og helstu áhættuþætti spárinnar.

Viðbrögð peningastefnunnar

Peningastefnunefnd Seðlabankans hefur þegar brugðist tvívegis við nýlegri hjöðnun verðbólgu og lækkun langtímaverðbólguvæntinga. Vextir bankans voru lækkaðir um 0,25 prósentur í nóvember og 0,5 prósentur til viðbótar í desember. Lykilvextir bankans standa því nú í 4,5% en voru 5,25% í byrjun árs 2014.¹ Eins og kemur fram í yfirlýsingu peningastefnunefndar frá 10. desember sl. telur nefndin að núverandi vaxtastig sé líklega nálægt því sem ætla má að samrýmist jafnvægi í þjóðarþúskapnum og verðbólgu við markmið. Hins vegar kom fram í yfirlýsingu nefndarinnar að forsendur gætu skapast fyrir frekari lækkun vaxta verði verðbólga áfram undir markmiði og launahækkunir í komandi kjarasamningum í samræmi við verðbólguþámið. Á hinn bóginn gætu óhóflegar launahækkunir og vöxtur eftirspurnar grafið undan nýfengnum verðstöðugleika og valdið því að hækka þurfi vexti á ný.

Eins og áður hefur komið fram er undirliggjandi verðbólga lítil og sé horft fram hjá húsnæðislið vísitölu neysluverðs mælist lítilsháttar verðhjöðnun. Þrátt fyrir það eru litlar líkur taldar á langvarandi verðhjöðnunarskeiði. Nafnvöxtur eftirspurnar er enn töluverður. Jókst nafnvirði landsframleiðslunnar um 3½% á fyrstu þremur fjórðungum ársins og nafnlaun hækkuðu um 5½% á sama tíma miðað við launavísitölu Hagstofunnar. Slakinn í þjóðarþúskapnum hefur jafnframt minnkað og er talið að hann hverfi fljótlega og snúist í lítilsháttar

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 innlánnum.

spennu. Aðstæður hér á landi eru því töluvert frábrugðnar aðstæðum í mörgum viðskiptaríkja Íslands. Í flestum þeirra er enn talinn vera nokkur slaki til staðar, nafnvöxtur eftirspurnar og launa er hverfandi og verðbólguvæntingar hafa lækkað undir verðbólgu markmið. Þess vegna eru nafnvextir þar töluvert lægri en hér á landi.

Langvinn verðhjöðnun getur verið alvarlegt vandamál, sérstaklega í skuldsettum ríkjum sem búa við hægna vöxt efnahagssumsvifa. Því er að jafnaði ekki síður ástæða til þess að vera á varðbergi gagnvart verðhjöðnun en verðbólgu. Þessi hættu er þó minni hér á landi en í öðrum þróuðum löndum og neikvæðar afleiðingar verðhjöðnunar líklega minni, enda er Ísland lítið, opið og útflutningsdrifið hagkerfi þar sem ætti að vera hægt að hindra verðhjöðnun með því að knýja fram lækkun á gengi krónunnar með lækkun vaxta eða kaupum á erlendum gjaldeyri. Þá leiðir víðtæk verðtrygging fjárskuldbindinga til þess að raungreiðslubyrði þeirra eykst almennt ekki hér á landi við skilyrði verðhjöðnunar að óbreyttum tekjum, heldur hið gagnstæða. Ólíkt því sem þekktist í nágrannalöndunum, þar sem vextir eru orðnir eins lágir og þeir geta með góðu móti orðið með hefðbundnum stjórnækjum, gefur núverandi vaxtastig Seðlabankans honum einnig töluvert svigrúm til þess að bregðast við verðhjöðnun með lækkun vaxta.

Langvarandi verðhjöðnun er af margvíslegum ástæðum óæskilegt ástand. Þó svo að mjög litlar líkur séu um þessar mundir á því hér á landi er það hlutverk peningastefnunnar að beina verðbólgunni í átt að því markmiði sem tilgreint er í yfirlýsingunni frá 2001. Í þessu sambandi verður þó að líta til þriggja þátta sem á þessu stigi kalla á varfærin viðbrögð. Í fyrsta lagi að verðbólga er um þessar mundir verulega undir verðbólgu markmiði fyrst og fremst vegna lækunar innflutningsverðs sakir alþjóðlegrar þróunar og tiltölulega stöðugs gengis. Laun hafa hins vegar hækkað að undanfögnu töluvert umfram það sem til lengdar samrýmist verðbólgu markmiðinu. Viðsnúningur í annað hvort erlendri verðbólgu eða gengi krónunnar gæti því aukið verðbólgunu umtalsvert á stuttum tíma. Í öðru lagi þá er stutt síðan verðbólguvæntingar mældust í samræmi við verðbólgu markmiðið og því hefur ekki mikið reynt á kjölfestu þeirra við markmið. Í þriðja lagi, og síðast en ekki síst, þarf að horfa til þess óróleika sem gætir á vinnumarkaði og sem gæti leitt til þess að verðbólga ykist hratt á ný óháð þróun erlendra verðbólgu. Því er óvíst hvort færi gefst á frekari lækkun vaxta bankans fyrr en dregið hefur úr þeirri óvissu sem nú ríkir á vinnumarkaði.

Næsta vaxtaákvörðun peningastefnunefndar verður birt 4. febrúar nk.