



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2015

Birt: 23. desember 2015

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

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 8. desember 2015, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 9. desember og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

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

Fjármálamarkaðir

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

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

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

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

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

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

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

II Vaxtaákvörðunin

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

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

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

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

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

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

Í ljósi betri nærhorfa taldi enginn nefndarmaður ástæðu til að breyta vöxtum heldur væri rétt að staldra við og halda vöxtum óbreyttum að þessu sinni. Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 5,75%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 5,5%, vextir af lánnum gegn veði til sjö daga 6,5% og daglánavextir 7,5%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndin var hins vegar sammála um að þrátt fyrir að sterkari króna og hagstæðari alþjóðleg verðlagsþróun hefðu veitt svigrúm til að hækka vexti hægar en áður var talið nauðsynlegt, breytti það ekki því að miðað við spá Seðlabankans frá því í nóvember væri líklegt að auka þyrfti aðhald peningastefnunnar frekar á næstu misserum í ljósi vaxandi innlends verðbólguþrýstings. Hve mikið og hve hratt það gerist réðist af framvindunni.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunnar verður birt miðvikudaginn 10. febrúar 2016.