



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, maí 2015

Birt: 27. maí 2015

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

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

I Þróun í efnahags- og peningamálum

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

Fjármálamarkaðir

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

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

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

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

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

Innlendur þjórðarbúskapur og verðbólga

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

II Vaxtaákvörðunin

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunnar nefndarinnar verður birt miðvikudaginn 10. júní 2015.