



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, mars 2015

Birt: 1. apríl 2015

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

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

I Þróun í efnahags- og peningamálum

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

Fjármálamarkaðir

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

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

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

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

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

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

II Vaxtaákvörðunin

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 13. maí 2015.