



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, nóvember 2015

Birt: 18. nóvember 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 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 2. og 3. nóvember 2015, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 4. 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, innlendan þjófbarúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 30. september, eins og þær birtust í nýrri spá og óvissumati í *Peningamálum* 2015/4 hinn 4. nóvember.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar var nánast óbreytt frá septemberfundi nefndarinnar gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu þar sem hreyfingar gagnvart stærstu gjaldmiðlum vógu hver aðra upp. Hækkaði gengi krónunnar um 1,4% gagnvart evru en lækkaði um 2,3% gagnvart bresku pundi og um 0,8% gagnvart Bandaríkjadal.

Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu 198 milljónum evra (28,1 ma.kr.) á milli funda eða sem nemur 57% af veltu á gjaldeyrismarkaði. Kaupin hafa numið um 1,5 milljörðum evra (220 ma.kr.) það sem af er þessu ári sem er meira en tvöföld kaup bankans á sama tímabili árið 2014.

Vextir á millibankamarkaði með krónur hafa þróast í takt við meginvexti Seðlabankans og eru vextir til einnar nætur á markaðnum sem fyrr í neðri hluta vaxtagangsins nálægt meginvöxtum bankans. Velta á millibankamarkaði hefur numið 305,5 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.

Mælt út frá raunvöxtum Seðlabankans hafði taumhald peningastefnunnar styrkst lítillega frá septemberfundi nefndarinnar vegna minni verðbólgu og lægri verðbólguvæntinga. Raunvextir bankans voru 3,6% miðað við ársverðbólgu á nóvemberfundinum og 2,2% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar. Það eru um 0,1-0,2 prósentum hærrí vextir en rétt eftir vaxtatilkynninguna í september.

Miðlun vaxta bankans yfir í aðra markaðsvexti hefur í meginatriðum verið hnökralaus á síðustu misserum. Miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn hefur þó veikst að undanfögnu þar sem hærrí Seðlabankavextir hafa að undanfögnu ekki skilað sér eins og ætla mætti í lengri vöxtum á skuldabréfamarkaði. Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hafði lækkað um 0,3-0,6 prósentur á milli funda. Frá júnifundinum nam lækkunin hins vegar allt að 2,1 prósentu en á sama tíma höfðu nafnvextir bankans verið hækkaðir um 1 prósentu. Ávöxtunarkrafa lengstu bréfanna hafði lækkað mest. Krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa lækkaði um 0,2-0,4 prósentur á milli funda og um allt að ½ prósentu frá því í júní. Ávöxtunarkrafa sértryggðra bréfa viðskiptabanka hafði einnig lækkað í takt við skuldabréfavextina. Lægri verðbólguvæntingar og minni ótti við verðbólgu í kjölfar kjarasamninga kann að einhverju leyti að skýra þessa þróun ásamt væntingum um minna framboð ríkisbréfa og betri skuldastöðu ríkissjóðs í kjölfar birtingar áætlunar um losun fjármagnshafna. Lækkunin skýrist þó líklega að mestu leyti af aukinni nýfjárfestingu erlendra aðila í lengri óverðtryggðum ríkisbréfum sem hefur lækkað líftímaálag á skuldabréfamarkaði. Er það í samræmi við álit meirihluta svarenda í nýlegri könnun bankans á væntingum markaðsaðila. Nýfjárfesting erlendra aðila í lengri óverðtryggðum ríkisbréfum hafði numið tæplega 49 ma.kr. frá miðjum júní sl.

Lækkun ávöxtunarkröfunnar á skuldabréfamarkaði hefur jafnframt haft áhrif til lækkunar á vöxtum sjóðfélagalána hluta lífeyrissjóða sem eru nú u.þ.b. ½ prósentu lægri en vextir sambærilegra lána viðskiptabanka. Vextir íbúðalána stóru viðskiptabankanna þriggja hafa hins vegar í meginatriðum þróast í takt við vexti Seðlabankans en einn af stóru bönkunum tilkynnti þó nýlega um vaxtalækkun.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hafði lækkað milli funda. Skuldabindingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs hafði lækkað um 0,3 prósentur og mældist um 1,2% rétt fyrir nóvemberfundinn. Þá hafði áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands, miðað við vaxtamun á lengri skuldabréfum ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðlum og sambærilegum bréfum ríkissjóðs Bandaríkjanna, einnig lækkað um 0,3 prósentur og var um 1,5 prósentur rétt fyrir fund nefndarinnar. Sambærilegt áhættuálag miðað við Þýskaland var hins vegar nánast óbreytt og mældist vaxtamunurinn 1,6 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar óbreyttra nafnvaxta Seðlabankans í nóvember og vísuðu þær allar til þess að skammtímaverðbólguhorfur hefðu batnað og að hærrí gengi krónunnar og lækkun hrávöruverðs skapaði svigrúm til að bíða með frekari vaxtahækkanir þrátt fyrir undirliggjandi verðbólguþrýsting og vaxandi innlenda eftirspurn.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um rúmlega 13% á þriðja fjórðungi ársins frá sama tíma í fyrra en sé leiðrétt fyrir innlánnum slitastjórna innlánsstofnana í slitameðferð var aukningin 7%.

Gengis- og verðlagsleiðréttur heildarstofn útlána innlánsstofnana til heimila hefur vaxið um ½% frá áramótum til septemberloka en dregist saman um tæplega 5% að meðtöldum útlánastofni íbúðalánasjóðs. Sé leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda fæst u.þ.b. 1% samdráttur útlánastofnsins. Nokkur óvissa er þó um þessa þróun og virðist hún ekki í takt við aðrar vísbendingar af lánamarkaði. Á fyrstu níu mánuðum ársins námu hrein ný útlán innlánsstofnana og íbúðalánasjóðs (þ.e. ný útlán að frádregnum uppgreiðslum eldri lána) til heimila um 24 ma.kr. en þegar tekið hefur verið tillit til skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda má

gera ráð fyrir að þau hafi aukist um rúmlega 70 ma.kr. Útlán til atvinnufyrirtækja hafa einnig farið vaxandi á árinu. Leiðréttur útlánastofn innlánsstofnana til fyrirtækjanna jókst um tæplega 4% frá áramótum til septemberloka sem er heldur meira en á sama tímabili í fyrra þegar hann dróst saman um u.þ.b. 1½%. Hrein ný útlán innlánsstofnana til atvinnufyrirtækja námu rúmlega 126 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins sem er umtalsvert meira en á sama tíma í fyrra.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði hækkað um 9,3% milli funda. Velta á aðalmarkaði var tæplega 263 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins eða um 43% meiri en á sama tíma í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Í helstu viðskiptalöndum Íslands mældist hagvöxtur 1,9% á fyrri hluta ársins sem er lítillega meiri vöxtur en gert var ráð fyrir í ágústspánni. Horfur fyrir árið í heild eru hins vegar heldur lakari en þá var áætlað.

Halli af vöruskiptum Íslands nam 13,6 ma.kr. fyrstu níu mánuði ársins en var 2 ma.kr. minni á sama tíma í fyrra. Verðmæti útflutnings jókst um 12,7% á föstu gengi en verðmæti innflutnings um 12,9%. Meiri útflutningur skýrist einkum af 17% vexti útflutnings iðnaðarvara og 13% aukningu útflutnings sjávarafurða. Vöxtur innflutnings stafar einkum af tæplega 35% aukningu innflutnings flutningatækja, 24% aukningu innflutnings neysluvöru og 23% aukningu innflutnings hrá- og rekstrarvara frá sama tímabili síðasta árs.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag var 90,4 stig í september og hækkaði um 2,3% milli mánaða en um 8,4% milli ára. Á fyrstu níu mánuðum ársins hefur það hækkað um 2,9% frá sama tíma í fyrra og má rekja hækkunina að mestu leyti til 1,8% hærra nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var einnig um 1 prósentu meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands á tímabilinu.

Álverð miðað við skráð heimsmarkaðsverð hafði lækkað um rúm 5% frá septemberfundi nefndarinnar og var meðalverð í október rúmlega 21% lægra en fyrir ári. Verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum stóð hins vegar í stað á milli mánaða í september en hafði hækkað um 7% frá fyrra ári.

Viðskiptakjör bötnuðu um 10½% á fyrri hluta ársins frá sama tíma í fyrra og kemur það til viðbótar ríflega 3% bata í fyrra. Skýrist batinn fyrst og fremst af lækkun alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs og hækkun verðlags sjávarafurða.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Launavísitalan hækkaði um 3,5% milli fjórðunga á þriðja fjórðungi ársins og um 7,9% milli ára. Kaupmáttur launa var 2,8% meiri á þriðja fjórðungi en á fjórðungnum á undan og 5,8% meiri en á sama fjórðungi í fyrra.

Niðurstöður Vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar sýna að vinnuafleiftirspurn var heldur meiri á þriðja fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir í spánni sem birt var í *Peningamálum* í ágúst. Þar var gert ráð fyrir 1,9% fjölgun heildarvinnustunda milli ára en þeim fjölgaði í raun um 2,4%. Ólíkt því sem var á fyrri hluta ársins skýrist aukningin bæði af fjölgun starfandi fólks og lengri meðalvinnutíma. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 4% á þriðja fjórðungi ársins og minnkaði um 0,2 prósentur milli fjórðunga.

Helstu vísbendingar um einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi benda til áframhaldandi vaxtar og að jafnvel hafi bætt í vöxtinn. Greiðslukortavelta á fjórðungnum jókst um hátt í 7% milli ára en vöxturinn var þó meiri í upphafi fjórðungsins en í lok hans. Nýskráningum bifreiða fjölgaði um

rúm 55% á fjórðungnum. Dagvöruvelta minnkaði hins vegar lítillega milli ára en flestar aðrar smásöluvísitölur hafa hækkað milli ára.

Væntingavísitala Gallup mældist 108,9 stig í október og hækkaði um 5,3 stig milli mánaða og um 33 stig milli ára. Þetta er hæsta gildi vísitölunnar frá janúar 2008 en nokkur stígandi hefur verið í vísitölunni undanfarin misseri og hafa neytendur ekki verið bjartsýnni á atvinnuástandið frá október 2007.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok október, hækkaði um 1,2% frá fyrri mánuði en um 1,3% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflum. Vísitalan hefur hækkað um 7,9% undanfarna tólf mánuði. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 1,2% milli mánaða í september og um 9,3% frá fyrra ári. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um tæplega 16% milli ára á fyrstu níu mánuðum ársins miðað við sama tímabil í fyrra.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,07% milli mánaða í október. Ársverðbólga mældist 1,8% og hjaðnaði lítillega frá síðasta fundi peningastefnunefndar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis lækkaði um 0,2% milli mánaða og var verðbólga á þann mælikvarða 0,3%. Undirliggjandi verðbólga miðað við kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa hafði einnig hjaðnað milli funda og var 1,9%. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu benda til þess að hún sé á bilinu 2-4%. Helsti áhrifapáttur í október var lækkun á verði húsnæðis sem hafði um 0,17 prósentna áhrif til lækkunar á vísitölu neysluverðs. Á móti vó lækkun á verði innfluttrar vöru og almennri þjónustu.

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur lækkað töluvert síðan í sumar. Lækkunin endurspeglar líklega að einhverju leyti gengishækkun krónunnar, litla alþjóðlega verðbólgu og minni svartsýni um verðbólguþróun í kjölfar kjarasamninga en mátti sjá í aðdraganda samninganna. Erfitt er þó að túlka þróun verðbólguálagsins vegna mikils innflæðis fjármagns að undanförunu sem hefur leitt til þess að ávöxtunarkrafa á löngum óverðtryggðum ríkisskuldabréfum hefur lækkað töluvert eins og fjallað var um hér að framan. Verðbólguálag eftir tvö ár var að meðaltali um 3,3% í október og hafði lækkað um tæplega ½ prósentu síðan í september. Verðbólguálag eftir fimm og tíu ár var að meðaltali um 2,7% í október og hafði einnig lækkað um tæplega ½ prósentu síðan í september en lækkunin síðan í júní nam rúmlega 2 prósentum.

Samkvæmt könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í lok október þjuggust þeir við 3,8% verðbólgu eftir eitt ár sem er 0,1 prósentu minna en í síðustu könnun í ágúst. Væntingar þeirra um ársverðbólgu eftir tvö ár höfðu hins vegar hækkað um ½ prósentu síðan í ágúst og námu 4%. Langtímaverðbólguvæntingar þeirra breyttust lítið milli kannana og þjuggust þeir við að verðbólga yrði að meðaltali tæplega 3½% á næstu tíu árum. Þessar niðurstöður benda því til þess að einungis hluta lækkunar verðbólguálagsins megi rekja til raunverulegrar lækkunar verðbólguvæntinga.

Samkvæmt spá sem birt var í *Peningamálum* 4. nóvember 2015 eru verðbólguhorfur lítið breyttar til lengri tíma frá ágústspánni þrátt fyrir að horfur til skemmri tíma hafi batnað nokkuð. Verðbólga var að meðaltali 2% á þriðja ársfjórðungi sem er 0,4 prósentum minni verðbólga en spáð var í ágúst. Skýrist frávikinu fyrst og fremst af herra gengi krónunnar og meiri lækkun hrávöru- og olíuverðs á heimsmarkaði en þá var spáð. Einnig virðast verðlagsáhrif af nýlegum kjarasamningum vera minni en þá var gert ráð fyrir, líklega að hluta til vegna gengishækkunar krónunnar og batnandi viðskiptakjara undanfarna mánuði. Samkvæmt spánni er töluverður og vaxandi innlendir verðbólguþrýstingur til staðar sem gæti brotist hratt út þegar áhrif herra gengis og lægra innflutningsverðs taka að fjara út. Gert er ráð fyrir að verðbólga verði 2,3% á síðasta fjórðungi ársins sem er 1½ prósentu minni verðbólga en áætlað var í ágúst. Spáð er að

verðbólga haldi áfram að þokast upp en þó nokkru hægar en þá var talið og gert er ráð fyrir að hún verði um og yfir 4% í lok næsta árs og fram á seinni hluta árs 2017 en taki síðan að þokast niður á ný.

Talið er að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði hinn sami í ár og í fyrra eða 1,7% en aukist í 2% á næsta ári. Spáð er 2¼% hagvexti að meðaltali á árunum 2017-2018. Hagvaxtarhorfur fyrir allt spátímabilið hafa því versnað frá því í ágúst og óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum aukist á ný.

Gert er ráð fyrir að viðskiptakjör batni um liðlega 5% í ár. Er það ½ prósentu minni bati en spáð var í ágúst. Horfur fyrir næstu ár eru hins vegar óbreyttar frá því í ágúst en óvissa hefur aukist í takt við aukna óvissu í alþjóðlegum efnahagsmálum.

Samkvæmt spánni hægir nokkuð á útflutningsvexti á næstu þremur árum í takt við hækkandi raungengi. Horfur eru á minni vöruútflutningi á næsta ári en spáð var í ágúst enda hækkun raungengis meiri og eftirspurn viðskiptalanda minni en þá var gert ráð fyrir. Á móti vega betri horfur í ferðamannaíðnaði.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var 5,6% hagvöxtur á öðrum ársfjórðungi. Er það mesti hagvöxtur sem mælst hefur á einum fjórðungi frá ársbyrjun 2008. Hagstofan endurskoðaði einnig áður birtar tölur og telur nú að hagvöxtur hafi verið 4,8% á fyrsta fjórðungi en hafði áður metið hann 2,9%. Hagvöxtur á fyrri hluta ársins er nú talinn hafa verið 5,2% sem er nokkru meiri vöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Þótt mikill hagvöxtur á fyrri hluta ársins endurspegli að nokkru leyti einskisráðgjafi kröftugs þjónustuútflutnings hafa hagvaxtarhorfur fyrir árið í heild verið endurskoðaðar upp á við frá ágústspánni og er nú gert ráð fyrir 4,6% hagvexti í ár. Það er 0,4 prósentum meiri hagvöxtur en spáð var í ágúst en sami vöxtur og spáð var í maí. Betri horfur endurspeglar bæði kröftugri vöxt innlendrar eftirspurnar og lítillaga jákvæðara framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar. Líkt og í ágústspánni er gert ráð fyrir að heldur hægi á hagvexti á næstu árum, þótt áfram sé spáð hagvexti umfram langtímameðaltal á meginhluta spátímans. Gert er ráð fyrir 3,2% hagvexti á næsta ári en um 3% árið 2017 og um 2½% árið 2018.

Batinn á vinnumarkaði heldur áfram og er slakinn þar horfinn á flesta mælikvarða. Mikil fjölgun starfa skýrir minnkandi atvinnuleysi en á móti vegur að atvinnuþátttaka hefur einnig aukist talsvert og er árstíðarleiðrétt atvinnuþátttaka nú 3 prósentum meiri en hún var á síðasta fjórðungi 2011 þegar hún var minnst í kjölfar fjármálakreppunnar og nálgast nú það sem hún varð mest í byrjun árs 2007. Hlutfall starfandi hefur að sama skapi hækkað töluvert og var á þriðja fjórðungi 1½ prósentu hærra en á sama tíma í fyrra. Aðrar vísbendingar af vinnumarkaði hníga í sömu átt. Líkt og í fyrri spám bankans er gert ráð fyrir áframhaldandi bata á vinnumarkaði með minnkandi atvinnuleysi og fjölgun starfa og heildarvinnustunda. Batinn er þó talinn verða heldur hægari en í ágúst enda gert ráð fyrir meiri hækkunum launakostnaðar. Atvinnuleysi minnkar úr 4,4% í ár í 4% árið 2018 og heildarvinnustundum fjölgar um riflega 2% að meðaltali á ári.

Úrskurður gerðardóms í ágúst og samkomulag aðila á vinnumarkaði í kjölfarið hefur haft í för með sér meiri launahækkunir á spátímanum en gert var ráð fyrir í ágústspánni. Þótt heldur hraðari framleiðnivöxtur á seinni hluta spátímans vegi á móti er eftir sem áður gert ráð fyrir mjög mikilli hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á spátímanum eða 9% í ár og 8% á næsta ári. Gangi spáin eftir verður meðalhækkun í ár og á næstu þremur árum því 6,7% á ári sem er langt umfram það sem getur samrýmst verðstöðugleika til lengri tíma liðið.

Í takt við endurskoðun Hagstofunnar á sögulegum hagvaxtartölum er nú talið að slakinn í þjóðarþúinu hafi verið tæplega ½ prósentu meiri á ári á árunum 2011-2014 en fyrri tölur gáfu til

kynna. Líkt og í ágúst er þó talið að slakinn hafi horfið í byrjun þessa árs og meiri hagvöxtur í ár og á spátímabilinu í heild leiði til þess að heldur meiri framleiðsluspenna myndast á spátímanum en áður var spáð. Hún er talin ná hámarki í 1½% af framleiðslugetu í byrjun næsta árs og verður á svipuðu stigi fram á mitt ár 2017 en tekur þá að minnka á ný.

Grunnspáin endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála næstu þrjú árin. Hún byggist á spám og forsendum um þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarbúskapar og mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Óvissuþættirnir sem fjallað er um í nóvemberhefti *Peningamála* undirstrika að verðbólguhorfur til næstu þriggja ára gætu hæglega breyst frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Verðbólguþrýstingur kann að vera vanmetinn sem að öðru óbreyttu myndi kalla á hærra vaxtastig en felst í grunnspánni til að halda verðbólgu í markmiði, ef t.d. fyrirtæki velta kostnaðarauka nýgerðra kjarasamninga í ríkari mæli út í verðlag en gert er ráð fyrir í spánni eða ef áhrif mikillar tímabundinnar hækkunar kaupmáttar ráðstöfunartekna á einkaneyslu og húsnæðisverð eru vanmetin. Verðbólga gæti einnig orðið þrálátari en spáð er ef hinar miklu launahækkanir ná að grafa enn frekar undan kjölfestu verðbólguvæntinga. Svipaða sögu má segja ef gengi krónunnar reynist lægra á spátímanum en gert er ráð fyrir í grunnspánni eða ef spennan í þjóðarbúskapnum verður meiri, t.d. ef umsvif í orkufrekum iðnaði reynast meiri en spáð er eða ef slakinn í ríkisfjármálum reynist meiri. Nýlegir brestir í miðlunarferli peningastefnunnar gætu einnig gert henni erfiðara fyrir að halda aftur af innlendri eftirspurn sem að öðru óbreyttu gæti leitt til meiri verðbólgu en spáð er. Verðbólga gæti hins vegar reynst minni en spáð er ef alþjóðlegar efnahagshorfur reynast lakari eða ef alþjóðlegt hrávöru- og olíuverð gefur enn frekar eftir. Gengi krónunnar gæti einnig reynst hærra en grunnspáin gerir ráð fyrir og fyrirtæki gætu brugðist við mikilli hækkun launakostnaðar í meira mæli í gegnum lækkun eigin hagnaðarhlutdeildar eða með aukinni hagræðingu. Framleiðnivöxtur gæti einnig orðið meiri en í grunnspánni sem vega myndi í meira mæli gegn verðbólguþrýstingi af vinnumarkaði.

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 fjallaði um skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika*, sem var birt eftir septemberfund peningastefnunefndar, stöðu fjármálastofnana, áhættu fjármálakerfisins í tengslum við losun fjármagnshafta og framvinduna við endurskipulagningu skulda einkageirans.

Nefndin ræddi einnig áhrif hækkunar bindiskyldu á lausafjárstöðu innlánsstofnana. Svo virtist sem hækkun hlutfallsins hafi haft tilætluð áhrif og stuðlað að undirbúningi stofnananna fyrir uppgjör slitabúa gömlu bankanna og það útboð sem áformað er í því skyni að leysa út eða binda svokallaðar aflandskrónur. Nefndarmenn voru því sammála um að hreyfa ekki bindiskylduna frekar að þessu sinni.

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. Á síðasta fundi hafði nefndin ákveðið að staldra við og halda vöxtum óbreyttum vegna þess að sterkari króna og alþjóðleg verðlagsþróun hefði gefið svigrúm til að hækka vexti aðeins hægar en áður hafði

verið talið nauðsynlegt. Þó voru nefndarmenn sammála um að betri nærhorfur breyttu ekki þörfinni fyrir aukið aðhald á næstu misserum.

Að mati nefndarinnar var vöxtur efnahagssumsvifa miðað við nýja spá bankans í meginatriðum í samræmi við mat hennar á septemberfundinum, en þó heldur kröftugri, enda myndi hagvöxtur verða 4,6% á þessu ári samkvæmt nýju spánni eða ½ prósentu meiri en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Nefndin taldi hagvaxtarhorfur til næstu ára einnig hafa batnað. Nefndarmenn veittu því athygli að gert er ráð fyrir að vöxtur innlendrar eftirspurnar verði töluvert meiri en hagvöxtur í ár.

Nefndin ræddi að verðbólga hefði reynst nokkru minni á þriðja fjórðungi ársins en spáð var í ágústhefti *Peningamála* og að hún væri enn undir markmiði, sérstaklega ef horft væri fram hjá húsnæðislið vísitölu neysluverðs. Töldu nefndarmenn að það stafaði einkum af meiri lækkun alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs og hækkun á gengi krónunnar en gert var ráð fyrir í fyrri spám Seðlabankans sem hefði vegið á móti auknum verðbólguþrýstingi af innlendum toga. Verðbólguhorfur til skamms tíma væru því betri en bankinn hafði spáð í ágúst.

Nefndarmenn voru hins vegar sammála um að til lengri tíma litið hefðu verðbólguhorfur lítið breyst, því að innlendir verðbólguþrýstingur, aðallega vegna mikilla launahækkana, myndi leiða til þess að verðbólga fari yfir markmið þegar drægi úr áhrifum lítillar alþjóðlegrar verðbólgu.

Þar sem langtímahorfur samkvæmt spánni voru í samræmi við mat nefndarinnar á septemberfundinum taldi nefndin eðlilegt að halda áfram að herða taumhald peningastefnunnar eins og hún hafði boðað á fyrri fundum sínum. Nefndarmenn voru sammála um að mikill kraftur væri í þjóðarbúskapnum, slaki horfinn og framleiðsluspenna tekin að myndast, sem myndi leiða til aukinnar verðbólgu þegar áhrif gengishækkunar krónunnar og lækkunar hráefna- og eldsneytisverðs hefðu fjarað út. Því væri líklega þegar farið að reyna á þanþol þjóðarbúsins. Nefnt var að mikilli eftirspurn yrði að einhverju leyti áfram mætt með innflutningi vinnuafis, en á móti var bent á að teikn væru um að fyrirtæki ættu erfiðara með að mæta skorti á starfsfólki á þennan hátt. Einnig var bent á að innflutningur vinnuafis hefði í för með sér aukna eftirspurn, t.d. eftir húsnæði, sem yki enn á eftirspurnarþrýstinginn.

Eins og á síðasta fundi var nokkur umræða um það hvort lítil verðbólga að undanfögnu væri vísbending um að launahækkunum væri í meira mæli mætt með hagræðingu í fyrirtækjum en gert væri ráð fyrir í spánni. Einnig var nefnt að bæði framleiðni og viðskiptakjarabati gæti verið vanmetinn í spánni og því kynni svigrúm til launahækkana án samsvarandi verðbólguáhrifa að vera meira en gert sé ráð fyrir í spánni. Á móti var bent á að þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir miklum launahækkunum í spánni sé líklegt að þær séu vanmetnar í ljósi þess að aðeins er tekið að hluta tillit til þeirra hækkana sem nú eru til umræðu hjá aðilum vinnumarkaðarins. Miðað við þá spennu sem virtist vera að myndast á vinnumarkaði kynni launaskrið einnig að vera vanmetið í spánni. Auk þess var nefnt að þótt verðbólga væri enn lítil gæti hún aukist mjög hratt í ljósi undirliggjandi innlends verðbólguþrýstings frá vinnumarkaði, þótt hann væri enn að mestu hulinn vegna gagnstæðra áhrifa lækkunar alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs og hækkunar á gengi krónunnar. Jafnvel þótt töf yrði á alþjóðlegum efnahagsbata gæti verðbólguþrýstingurinn komið fram vegna þess eins að hrávöru- og olíuverð hætti að lækka og áhrif fyrri lækkunar tækju að fjara út.

Nefndin ræddi horfur í ríkisfjármálum en samkvæmt fjárlagafrumvarpi fyrir næsta ár stefndi í aukinn slaka í ríkisfjármálum. Nefndarmenn voru sammála um að nokkur hætta væri á að aðhald ríkisfjármála yrði jafnvel minna en gert væri ráð fyrir í frumvarpinu. Verðbólguþrýstingur kynni því að vera vanmetinn í spánni enda væri í henni einungis tekið mið af slökun á aðhaldi í ríkisfjármálum að teknu tilliti til hagsveiflu sem gert er ráð fyrir í frumvarpinu. Jafnframt var

áréttað að spáin byggist á þeirri forsendu að aðhald peningastefnunnar sé hert samhliða því að framleiðsluspenna og verðbólga aukist. Gerðist það ekki eða of seint yrði verðbólga meiri á spátímanum en samkvæmt nóvemberspánni.

Nefndarmenn ræddu óvissu um miðlun peningastefnunnar og voru sammála um að hún hefði aukist vegna þess að áhrifa óvenju lágra alþjóðlegra vaxta gætti í vaxandi mæli hér á landi. Því væri líklegt að miðlunin myndi færast yfir í gengisfarveginn í enn ríkari mæli en áður en jafnan er erfiðara að reiða sig á þann farveg en vaxtafarveginn. Gæti það gert nefndinni erfiðara fyrir að ná því aðhaldsstigi sem stefnt væri að. Einn nefndarmaður taldi hættuna á óhóflegu innflæði fjármagns því geta takmarkað möguleika peningastefnunnar til þess að bregðast tímanlega við versnandi langtímaverðbólguhorfum. Var nefndin sammála um að ef innflæði vegna vaxtamunarviðskipta yrði verulegt þyrfti að nýta önnur tæki en vaxtataekið til að takmarka það, sem rætt yrði á sameiginlegum fundi með kerfisáhættunefnd fyrir lok nóvember.

Nefndin ræddi þróun lausafjárstöðu í tengslum við losun fjármagnshafta. Töldu nefndarmenn líklegt að breytingar gætu orðið á lausafjárstöðu sem haft gætu áhrif á þörf fyrir frekari vaxtabreytingar. Þörf fyrir aukið aðhald í peningamálum myndi einnig ráðast af því hvort öðrum stjórnækjum hagstjórnar verði beitt til þess að halda aftur af eftirspurnarþrýstingi á komandi misserum.

Nefndarmenn ræddu ákvörðun um vexti og töldu hvort tveggja koma til greina að halda vöxtum óbreyttum og að hækka þá. Í ljósi fyrri skilaboða um þörf á áframhaldandi herðingu taumhalds töldu sumir þó að óbreyttir vextir í of langan tíma gætu sent röng skilaboð um mat nefndarinnar fyrir aukið aðhald til lengri tíma litið.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu hækkaðir um 0,25 prósentur sem myndi hafa í för með sér að meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 5,75%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 5,5%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 6,5% og daglánavextir 7,5%. 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 hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunnar verður birt miðvikudaginn 9. desember 2015.