



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2016

Birt: 28. desember 2016

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 13. desember 2016, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 14. 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 vaxtaákvörðun nefndarinnar 16. nóvember.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar hafði hækkað um 1,3% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu frá nóvemberfundi nefndarinnar, um 2,6% gagnvart evru, um 0,8% gagnvart Bandaríkjadal en lækkað um 1,4% gagnvart bresku pundi. Hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu 171 milljón evra (20,5 ma.kr.) á milli funda og var hlutdeild Seðlabankans á markaðnum um 53% af veltu. Það sem af var ári höfðu hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans numið 2.789 milljónum evra (374 ma.kr.).

Vextir á millibankamarkaði með krónur höfðu þróast í takt við meginvexti bankans. Raunvextir bankans höfðu lítið breyst miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum og voru 2,9%.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa og verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði lítið breyst á milli funda nefndarinnar.

Vextir óverðtryggðra og verðtryggðra inn- og útlána stóru viðskiptabankanna voru óbreyttir frá nóvemberfundinum líkt og meðaltal húsnæðislánavaxta lífeyrissjóða.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands var svipað og á síðasta fundi nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum mældist enn um 0,9% og áhættuálag mælt sem vaxtamunur á útgáfum ríkissjóðs í erlendum gjaldmiðli og sambærilegum bréfum Bandaríkjanna og Þýskalands hafði hækkað um 0,1-0,2 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu þess ýmist að nafnvöxtum Seðlabankans yrði haldið óbreyttum í desember eða að þeir yrðu lækkaðir. Sem rök fyrir óbreyttum vöxtum vísuðu þær til kröftugs vaxtar innlendrar eftirspurnar, spennu á vinnumarkaði og óvissu vegna stefnunnar í ríkisfjármálum og losunar fjármagnshafta. Helstu rök fyrir lækkun vaxta voru þau að þrátt fyrir að þjóðhagsreikningar fyrir fyrstu níu mánuði ársins sýndu meiri hagvöxt en Seðlabankinn spáði í nóvember sl. benti samsetning hagvaxtarins til að verðbólguþrýstingur væri líklega minni. Gengisstyrking krónunnar að undanförunu hefði einnig aukið aðhald peningastefnunnar meira en Seðlabankinn hefði spáð.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 4,1% milli ára í september og 5,7% í október sé leiðrétt fyrir innlánnum innlánsstofnana í slitameðferð, sem er meiri vöxtur en hafði verið sex mánuði þar á undan. Sem fyrr skýrist aukningin einkum af meiri innlánnum heimila en innlán atvinnufyrirtækja hafa einnig aukist milli ára.

Leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda jókst heildarstofn útlána lánakerfisins til innlendra aðila um 1,9% að nafnvirði milli ára í október en um 3,4% sé tekið tillit til áhrifa gengisbreytinga á stofn lána í erlendum gjaldmiðlum. Sem fyrr skýrist vöxturinn að mestu leyti af auknum útlánnum til atvinnufyrirtækja. Útlán lífeyrissjóða og innlánsstofnana til heimila hafa aukist áfram en stofn útlána Íbúðalánasjóðs hefur dregist saman. Samanlögð útlánaaukning lánakerfis til heimila er því enn hófleg og var ársaukningin 2,4% í október sé leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, var nánast óbreytt á milli funda en hafði lækkað um 9,5% frá áramótum. Velta á aðalmarkaði var rúmlega 520 ma.kr. á fyrstu ellefu mánuðum ársins eða um 42% meiri en á sama tímabili 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 lítillaga 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 0,1 prósentu minni vöxtur en stofnunin spáði í júní en spáin um hagvöxt fyrir næsta ár er óbreytt, 3,3%. Spá OECD um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands er nær óbreytt fyrir árið í ár frá því sem gert var ráð fyrir í júní eða 1,6% en hefur verið endurskoðuð niður á við um 0,2 prósentur í 1,7% fyrir næsta ár sem er í takt við nóvemberspá *Peningamála*. Stofnunin færði verðbólguþrýstingur fyrir viðskiptalönd Íslands í ár lítillaga upp en hélt spánni fyrir næsta ár óbreyttri. Spáð er að verðbólga verði 1% í viðskiptalöndunum á þessu ári, 1,6% á því næsta og 1,9% árið 2018.

Halli af vöruskiptum Íslands nam um 92 ma.kr. á fyrstu ellefu mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra var rúmlega 24 ma.kr. halli. Verðmæti útflutnings dróst saman um 4,8% á föstu gengi en verðmæti innflutnings jókst um 9,2%. Útflutningsverðmæti iðnaðarvöru dróst saman um tæp 11% en útflutningsverðmæti sjávarafurða um tæplega 2%. Vöxtur innflutnings stafar einkum af því að innflutningur flutningatækja jókst um 39% frá sama tíma í fyrra, innflutningur „annarrar“ neysluvöru um fimmtungu og innflutningur fjárfestingarvöru um 15%.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð hækkaði álverð um 1,6% frá fundi peningastefnunefndar í nóvember og var meðalverð í nóvember 18,4% hærra en fyrir ári. Er það mesta árshækkun síðan í júlí 2011. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hækkaði um 1,7% milli mánaða í október en um 8,3% milli ára.

Raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag hefur hækkað í hverjum mánuði í eitt ár. Var það 98,1 stig í nóvember og því tæplega 21% hærra en 25 ára meðaltal þess. Á fyrstu ellefu mánuðum ársins nam hækkunin 12,2% frá sama tíma árið á undan. Hana má fyrst og fremst rekja til hækkunar nafngengis krónu um 11,2%, en verðbólga hér á landi var 0,7 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í desember var árshagvöxtur 10,2% á þriðja ársfjórðungi 2016. Þjóðarútgjöld jukust um 9,6% milli ára á fjórðungnum. Þar af jukust neysla og fjárfesting alls um 8,7% en framlag birgðabreytinga var jákvætt á fjórðungnum. Útflutningur jókst um 16,4% en á móti jókst innflutningur litlu meira eða um 16,9%. Á fyrstu níu mánuðum ársins var hagvöxtur 6,2% þar sem vógust á 9,3% vöxtur þjóðarútgjalda og neikvætt framlag utanríkisviðskipta.

Endurskoðun eldri gagna gerir samanburð við spá Seðlabankans frá nóvember erfiðan en hún hefur í för með sér tilfærslu úr einkaneyslu í útflutta þjónustu. Hagvöxturinn á fyrstu níu mánuðum ársins var 6,2% sem er 1,2 prósentum meira en spáð var. Sé horft fram hjá tilfærslunni úr einkaneyslu í útflutning munar mestu um að vöxtur fjárfestingar atvinnuveganna var nokkru meiri en spáð var á tímabilinu eða rúm 34% samanborið við 31% í nóvemberspánni.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 100,4 ma.kr. á þriðja ársfjórðungi eða sem nemur 15,3% af landsframleiðslu. Þetta er mesti afgangur af viðskiptum við útlönd svo langt aftur sem gögn ná. Afgangurinn á fjórðungnum stafar af 121,6 ma.kr. þjónustuafgangi og 1,3 ma.kr. afgangi af jöfnuði frumpáttatekna og rekstrarframlaga en á móti vó 22,5 ma.kr. halli af vöruskiptum. Endurskoðun á áður birtum tölum sýnir tæplega 2 ma.kr. meiri afgang á fyrri helmingi ársins sem skýrist að mestu af áðurnefndri tilfærslu úr einkaneyslu í þjónustuafgang.

Þrátt fyrir að þjóðhagsreikningar sýni að vöxtur einkaneyslu hafi verið minni það sem af er ári en áður var talið var hann myndarlegur og vísbendingar um einkaneyslu í upphafi fjórða ársfjórðungs gefa til kynna að framhald verði þar á þótt hann kunni að verða heldur minni en hann var framan af ári.

Væntingavísitala Gallup í nóvember var 133,2 stig, sem er ríflega 15 stigum meira en á sama tíma í fyrra en rúmum 11 stigum minna en mældist í október.

Samkvæmt niðurstöðum vetrarkönnunar Gallup, sem framkvæmd var í nóvember meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, voru stjórnendur lítillega svartsýnni um núverandi efnahagsaðstæður en í haustkönnuninni sem var gerð í september og töluvert svartsýnni um horfurnar á næstu sex mánuðum. Að teknu tilliti til árstíðar töldu um 78% svarenda núverandi aðstæður vera góðar og tæp 19% þær hvorki vera góðar né slæmar. Um 59% stjórnenda töldu að aðstæður myndu haldast óbreyttar (þ.e. góðar) en um fimmtungur að þær myndu batna. Stjórnendur í öllum atvinnugreinum voru svartsýnni um aðstæður eftir sex mánuði en í haustkönnuninni að teknu tilliti til árstíðar og voru stjórnendur í sjávarútvegi svartsýnastir. Allir svarendur voru svartsýnni en á sama tíma í fyrra. Rúmur fimmtungur stjórnenda taldi að aðstæður yrðu verri á næstu sex mánuðum. Stjórnendur voru mjög bjartsýnir um innlenda eftirspurn en um 57% þeirra töldu að hún myndi aukast á næstu sex mánuðum að teknu tilliti

til árstíðar, en þeim sem búast við vexti fækkaði þó lítillega frá haustkönnuninni. Væntingar um erlenda eftirspurn voru einnig töluverðar, en um 38% fyrirtækja telja að hún muni aukast. Þær hafa þó minnkað lítillega frá því í haustkönnuninni.

Samkvæmt könnuninni vildu um 30 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum að teknu tilliti til árstíðar. Þetta er heldur lægra hlutfall en var í haustkönnuninni. Hlutfallið er hátt í flestum greinum eða á bilinu 35-65% í iðnaði, samgöngum, byggingastarfsemi og annarri þjónustu, en um 20% í verslun og 17% í fjármálastarfsemi. Jafn mörg fyrirtæki í sjávarútvegi vildu hins vegar fjölga starfsfólki og vildu fækka.

Hlutfall fyrirtækja sem töldu vera skort á starfsfólki var 38% í vetrarkönnuninni að teknu tilliti til árstíðar og hefur þetta hlutfall sveiflast í kringum 40% í sl. þremur könnunum. Hlutfall fyrirtækja í byggingastarfsemi sem telja sig búa við skort jókst um tæplega 30 prósentur en um 83% fyrirtækja í greininni töldu sig búa við skort í vetrarkönnuninni.

Launavísitalan hækkaði um 0,3% milli mánaða í október en árshækkun hennar nam 10,4%. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna hafði aukist um 8,5% milli ára í október.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok nóvember, hækkaði um 1,7% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar og um 13,3% milli ára. Í október hækkaði vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, um 1,9% milli mánaða þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og um 13,6% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 8,9% á fyrstu tíu mánuðum ársins miðað við sama tímabil í fyrra.

Vísitala neysliverðs var óbreytt milli mánaða í nóvember, annan mánuðinn í röð. Ársverðbólgan mældist 2,1% og hafði aukist úr 1,8% frá nóvemberfundi peningastefnunefndar. Aukningu verðbólgunnar má rekja til óhagstæðra grunnáhrifa vegna mikillar lækkunar verðlags í nóvember í fyrra. Sé litið fram hjá húsnæðislið vísitölunnar hafði verðlag hins vegar lækkað um 0,3% frá nóvember í fyrra. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu bentu flestir til þess að hún hafi verið óbreytt milli mánaða í nóvember og legið á bilinu 2-2,5%. Undirliggjandi verðbólga hefur því verið nokkru nær verðbólgu markmiðinu undanfarið en mæld verðbólga.

Helsti áhrifaþáttur í nóvember var hækkun kostnaðar vegna eigin húsnæðis en á móti vó lækkun á matvælaverði og árstíðarbundin lækkun flugfargjalda til útlanda. Verð almennrar þjónustu hafði hækkað um 1,4% milli ára í nóvember samanborið við 0,9% í október og má að miklu leyti rekja hækkunina til grunnáhrifa.

Verðbólguvæntingar heimila hækkuðu samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Gallup. Verðbólguvæntingar þeirra til eins árs voru 3% en höfðu mælst 2,5% í sambærilegri könnun í september. Verðbólguvæntingar heimila til tveggja ára hækkuðu einnig um ½ prósentu frá fyrri könnun og mældust 3,5%. Samkvæmt vetrarkönnun Gallup meðal stjórnenda fyrirtækja voru verðbólguvæntingar þeirra til eins árs óbreyttar frá haustkönnuninni og mældust 2%. Vísbendingar um lækkun langtímaverðbólguvæntinga mátti hins vegar lesa úr verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði en tíu ára álagið hafði mælst á bilinu 2,1-2,3% það sem af var fjórða ársfjórðungi en hafði mælst ríflega 2,5% á fjórðungnum á undan. Ekki lágu fyrir nýjar mælingar á verðbólguvæntingum markaðsaðila en samkvæmt könnun sem framkvæmd var í byrjun nóvember væntu þeir að verðbólga yrði 2,8% að meðaltali á næstu tíu árum sem er 0,2 prósentum minna en þeir væntu í ágúst.

II Vaxtaákvörðunin

Nefndin ræddi gang mála í tengslum við losun fjármagnshafta og gjaldeyrisinngrípastefnu bankans. Ákvað nefndin að gera ekki breytingu á inngrípastefnunni en endurmeta stöðuna á næsta fundi nefndarinnar eftir að næsta skref að losun fjármagnshafta á einstaklinga og fyrirtæki hefði verið tekið.

Nefndarmenn ræddu um það hvort þróunin frá síðasta fundi hefði breytt mati þeirra á því hvort taumhald peningastefnunnar væri hæfilegt og hvort horfurnar hefðu breyst, en á fundinum í nóvember hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum þrátt fyrir að hækkun gengis krónunnar fæli í sér aukið aðhald. Rökin fyrir þeirri afstöðu meirihluta nefndarinnar voru einkum þau að óvissa bæði innan lands og utan hefði aukist og að kröftugur vöxtur eftirspurnar kallaði á varkárni við ákvörðun vaxta.

Nýbirtir þjóðhagsreikningar fyrir fyrstu níu mánuði ársins sýna meiri hagvöxt en Seðlabankinn spáði í nóvember en svipaðan vöxt þjóðarútgjalda. Töldu nefndarmenn jákvætt að samsetning þjóðarútgjalda væri hagstæðari en spád hafði verið að því leyti að atvinnuvegafjárfesting hefði aukist meira en spád hafði verið og einkaneysla minna. Jafnframt var horft til þess að vöxtur útflutnings skýrði hagvöxtinn í ríkari mæli en hafði verið spád og munaði þar fyrst og fremst um kröftugan þjónustuútflutning. Jafnframt horfði nefndin til þess að metafgangur hafði verið á viðskiptajöfnuði á þriðja fjórðungi ársins. Voru nefndarmenn sammála um að tölur um viðskiptajöfnuð á fjórðungnum staðfestu mat hennar á síðasta fundi um að nýleg gengishækkun krónunnar endurspeglaði að miklu leyti gjaldeyrisinnstreymi vegna afgangi á viðskiptum við útlönd vegna aukins útflutnings, sérstaklega aukinna umsvifa í ferðaþjónustu.

Nefndin veitti því athygli að verðbólga hafði verið í takt við nóvemberspá bankans og væntingar hennar á síðasta fundi. Hafði hún mælst 2,1% í nóvember og hefur því haldist undir markmiði um tæplega þriggja ára skeið þrátt fyrir miklar launahækkunir og öran vöxt eftirspurnar. Að mati nefndarinnar hafa hagfelld ytri skilyrði og hækkun á gengi krónunnar vegið á móti áhrifum launakostnaðar og innlendrar eftirspurnar en aðhaldssöm peningastefna jafnframt skapað verðbólguvæntingum kjölfestu, stuðlað að sparnaði og haldið útlánavexti í skefjum.

Nefndin ræddi taumhald peningastefnunnar sem var nánast óbreytt frá nóvemberfundinum miðað við raunvexti bankans. Gengi krónunnar hafði hins vegar hækkað frekar. Eins og á nóvemberfundinum töldu nefndarmenn bæði rök fyrir því að halda vöxtum óbreyttum að þessu sinni og að lækka þá um 0,25 prósentur. Við vaxtaákvörðunina hafði nefndin til hliðsjónar síðustu spá Seðlabankans að viðbættum nýjum upplýsingum sem birst hefðu eftir nóvemberfundinn.

Helstu rök sem fram komu á fundinum fyrir því að lækka vexti voru þau að gengi krónunnar hefði hækkað um 1½% frá síðasta fundi nefndarinnar. Það væri því þegar orðið nokkru hærra en nóvemberspá bankans gerði ráð fyrir að það yrði að meðaltali á næsta ári. Var það mat nefndarmanna að verðbólguhorfur næstu missera hefðu því líklega batnað enn frekar frá því sem gert var ráð fyrir í spánni. Töldu sumir nefndarmenn því svigrúm til að lækka nafnvexti, þótt margvísleg óvissa sem vísað var til við fyrri vaxtaákvörðun væri enn til staðar. Í ljósi óvissunnar skorti þó eftir sem áður forsendur til að fullyrða um líklega stefnu næstu vaxtabreytinga. Þær myndu ráðast af framvindunni og eftir sem áður væri ástæða til varfærni við ákvörðun vaxta. Eins og á síðasta fundi komu einnig fram þau rök fyrir lækkingu vaxta að æskilegt gæti verið að draga eitthvað úr vaxtamun við útlönd til að auka hvata innlendra aðila til að fjárfesta erlendis þar sem það gæti vegið á móti undirliggjandi þrýstingi til hækkunar gengis krónunnar. Þá skipti máli í áhættumati þeirra sem fylgjandi voru vaxtalækkun að samsetning hagvaxtar væri að því

leyti hagstæðari en spáð var í nóvember að vægi útflutnings og atvinnuvegafjárfestingar væri þyngra.

Helstu rök sem fram komu á fundinum fyrir að halda vöxtum óbreyttum voru þau að enn ríkti töluverð óvissa um launaþróun á komandi misserum og aðhaldsstig opinberra fjármála. Bent var á að þótt samsetning þjóðarútgjalda væri hagstæðari en gert hafði verið ráð fyrir í nóvemberspánni bentu niðurstöður þjóðhagsreikninga til þess að hagvöxturinn yrði jafnvel meiri í ár en spáð hafði verið og framleiðsluspenna því meiri. Jafnframt var bent á að hætta væri á að vaxtalækkun til að draga úr vaxtamun við útlönd við núverandi aðstæður ofhitnunar innlands þjóðarbúskaðar myndi grafa undan nýfenginni kjölfestu verðbólguvæntinga.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu lækkaðir um 0,25 prósentur sem myndi hafa í för með sér að meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum, yrðu 5%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4,75%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 5,75% og daglánavextir 6,75%. Fjórir nefndarmenn greiddu atkvæði með tillögu seðlabankastjóra en einn nefndarmaður greiddi atkvæði gegn tillögunni og vildi halda vöxtum óbreyttum.

Nefndarmenn voru sammála um að kjölfesta verðbólguvæntinga við verðbólguþröngunni virtist hafa styrkst og að aðhald peningastefnunnar hafi að einhverju leyti aukist vegna hækkunar á gengi krónunnar. Að mati meirihluta nefndarmanna gæfi það nefndinni svigrúm til að lækka nafnvexti nú. Eigi að síður töldu þeir að kröftugur vöxtur eftirspurnar og ofangreindir óvissuþættir kölluðu á varkárni við ákvörðun vaxta. Voru nefndarmenn sammála um að aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi misserum muni ráðast af framvindu efnahagsmála og annarri hagstjórn.

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 8. febrúar 2017