



SKÝRSLA PENINGASTEFNUNEFNDAR TIL ALÞINGIS

2013 • 2

Skýrsla peningastefnunefndar til Alþingis

27. janúar 2014

Lög um Seðlabanka Íslands kveða á um að peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands skuli gefa Alþingi skýrslu um störf sín tvisvar á ári og að ræða skuli efni skýrslunnar í þeirri þingnefnd sem þingforseti ákveður.

Lögin kveða á um að peningastefnunefnd haldi fundi að minnsta kosti átta sinnum á ári. Frá því að síðasta skýrsla var send Alþingi hefur nefndin haldið fjóra reglulega fundi, síðast 11. desember. Eftirfarandi skýrsla fjallar um störf nefndarinnar frá júlí til desember 2013.

Mótun peningastefnunnar

Eins og kveðið er á um í lögum um Seðlabanka Íslands er það meginmarkmið hans að stuðla að stöðugu verðlagi. Þetta markmið er útfært nánar sem 2½% verðbólguþröngun í sameiginlegri yfirlýsingu Seðlabankans og ríkisstjórnar frá 27. mars 2001. Í lögum um Seðlabanka Íslands er jafnframt kveðið á um að hann skuli stuðla að framgangi stefnu ríkisstjórnarinnar í efnahagsmálum, enda telji hann það ekki ganga gegn meginmarkmiði sínu um stöðugt verðlag. Þá skal bankinn stuðla að fjármálastöðugleika. Peningastefnunefnd tekur, samkvæmt lögnum, ákvarðanir um beitingu stjórnþækja bankans í peningamálum, sem eru vextir bankans, viðskipti við lánastofnanir önnur en þrautavarlán, bindiskylda og viðskipti á gjaldeyrismarkaði sem hafa það að markmiði að hafa áhrif á gengi krónunnar. Ákvarðanir peningastefnunefndar skulu byggjast á vönduðu mati á ástandi og horfum í efnahags- og peningamálum og fjármálastöðugleika.

Við framkvæmd peningastefnunnar byggir peningastefnunefndin ákvarðanir sínar m.a. á mati á stöðu efnahagsmála og horfum um þjóðarbúskapinn eins og það birtist í riti bankans, *Peningamálum*. Í yfirlýsingu og fundargerðum peningastefnunefndar, sem fylgja þessari skýrslu, er að finna röksemdir fyrir ákvörðunum nefndarinnar.

Þróunin frá júlí til desember 2013

Peningastefnunefnd Seðlabankans hefur haldið vöxtum Seðlabankans óbreyttum síðan í nóvember 2012. Veðlánavextir bankans hafa því haldist 6%, vextir á viðskiptareikningum 5%, vextir á innstæðubréfum 5,75% og daglánavextir 7% (sjá töflu 1 og mynd 1). Þar sem lausafjárstaða fjármálakerfisins er tiltölulega rúm er eftirspurn fjármála-fyrirtækja eftir lausafjárþyrngreiðslu frá Seðlabankanum takmörkuð og því liggja peningamarkaðsvextir nærri innlánsvöxtum Seðlabankans. Lætur nærri að einfalt meðaltal vaxta á innlánsreikningum fjármála-

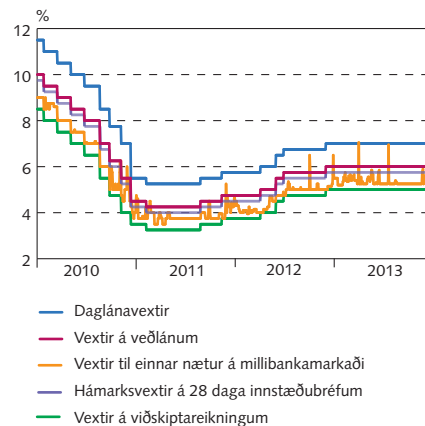
Tafla 1. Vextir Seðlabanka Íslands 2013 (%)

Dags.	Við- skipta- reikningur	28 daga inn- stæðubréf (hámark)	7 daga veðlán	Daglána- vextir
11. desember	5,00	5,75	6,00	7,00
6. nóvember	5,00	5,75	6,00	7,00
2. október	5,00	5,75	6,00	7,00
21. ágúst	5,00	5,75	6,00	7,00

Mynd 1

Vextir Seðlabankans og skammtíma-
markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 31. desember 2013

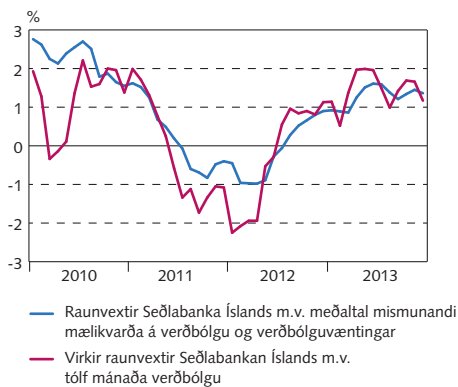


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Virkir raunvextir Seðlabanka Íslands¹

Janúar 2010 - desember 2013



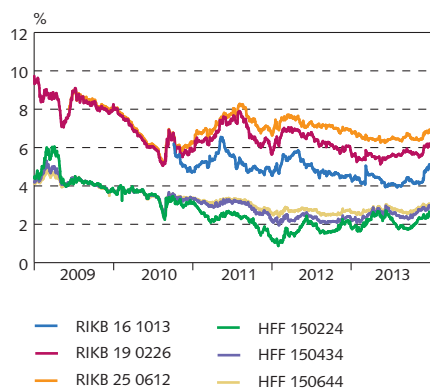
1. Fram til janúar 2012 er miðað við 12 mánaða verðbólgu, verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs, verðbólguvæntingar heimila til eins árs, verðbólguálag á fjármálamarkaði og spá Seðlabankans um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga. Frá febrúar 2012 er einnig miðað við verðbólguvæntingar markaðsaðila til eins árs samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans.

Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Ávöxtunarkrafa skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 30. desember 2013

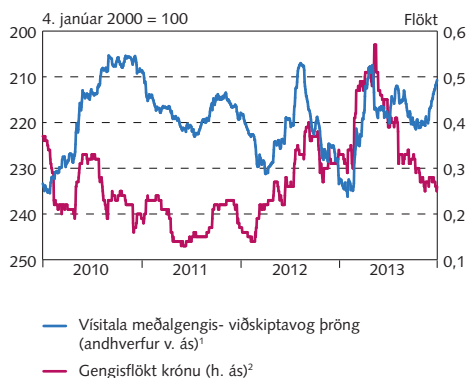


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Gengi krónu og gengisflókt

Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 31. desember 2013



1. Verð erlendra gjaldmiðla í krónum. Vinstri ás er viðsnúinn þannig að styrking krónunnar kemur fram sem hækkun ferilsins.
2. Flókt krónu er 3 mánaða staðalfrávik daglegra breytinga.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

fyrirtækja í Seðlabankanum og hámarksvaxta innstæðubréfa sé besti mælikvarðinn á áhrif vaxta Seðlabankans á peningamarkaðsvefni. Þetta meðaltal, sem kalla má virka vexti, var tæplega 5½% í árslok 2013.

Þrátt fyrir að nafnvextir Seðlabankans hafi verið óbreyttir síðan í nóvember 2012 hefur taumhald peningastefnunnar breyst með verðbólgu og verðbólguvæntingum. Þannig voru virkir raunvextir bankans, miðað við tólf mánaða verðbólgu, 2% um mitt ár 2013 en voru í lok árs 2013 1,1% á þann mælikvarða. Sé horft til meðaltals nokkurra mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntinga voru raunvextir bankans 1,3% í lok árs 2013 og höfðu lækkað um rúmlega 0,3 prósentur frá miðju þess árs, en voru 0,3 prósentum hærrí í lok 2013 en í lok 2012. Langtímaraunvextir á skuldabréfamarkaði hafa í meginatriðum þróast í takt við vexti bankans.

Peningastefnunefnd ákvað í maí 2013 að auka virkni Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði í samræmi við umboð nefndarinnar í lögum um Seðlabanka Íslands og tillögur bankans um endurbætur rammans um verðbólguþætti (sjá t.d. umfjöllun í „Peningastefnan eftir höft“, Sérítt nr. 4, desember 2010). Markmið aukinnar notkunar gjaldeyrisinngrípa er að draga úr gengissveiflum og stuðla þannig að aðlögun innlends verðlags að stöðugri krónu fyrir en ella. Seðlabankinn mun eftir sem áður stefna að því að byggja upp gjaldeyrisforða sem ekki er fjármagnaður með erlendum lántökum með því að kaupa gjaldeyri á markaði en þar er um markmið til lengri tíma að ræða.

Á seinni helmingi ársins 2013 keypti Seðlabanki Íslands gjaldeyri fyrir rúmlega 10 ma.kr. í beinum inngrípum á millibankamarkaði með gjaldeyri en seldi gjaldeyri fyrir um 1,9 ma.kr. Frá ákvörðun peningastefnunefndar í maí 2013 um aukna virkni Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði hafa hrein gjaldeyriskaup bankans numið rúmlega 7 ma.kr. en rúmlega 1 ma.kr. á árinu í heild. Að meðtöldum greiðslum vegna framvirkra samninga aflaði bankinn gjaldeyris sem nam um 22,7 ma.kr. á árinu 2013 umfram það sem hann seldi og rann sú fjárhæð til að styrkja gjaldeyrisforða bankans.

Viðskiptavegið gengi krónunnar hefur styrkst um rúmlega 3% frá því að Seðlabankinn sendi Alþingi skýrslu á miðju ári. Á seinni helmingi ársins dró einnig úr sveiflum krónunnar gagnvart öðrum gjaldmiðlum. Styrkingu gengisins og aukinn stöðugleika krónunnar á seinni helmingi ársins má skoða í samhengi við ákvörðun peningastefnunefndar um aukin inngríp á gjaldeyrismarkaði.

Ársverðbólga miðað við vísitölu neysluverðs hefur aukist um tæplega eina prósentu síðan skýrsla peningastefnunefndar var síðast send Alþingi. Verðbólgan mældist 4,2% í desember á þennan mælikvarða en var 3,3% í júní.¹ Undirliggjandi ársverðbólga, mæld með kjarnavísitölu 3 án óbeinna skatta, sem auk skattaáhrifa undanskilur áhrif sveiflukendra matvöruliða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, hefur aukist um tæplega eina

1. Samkvæmt mælingu Hagstofu Íslands fór tólf mánaða verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs út fyrir efri fráviksmörk verðbólguþættis sem er 4% í ágúst 2013 og aftur í desember. Af því tilefni ritaði Seðlabankinn fjármála- og efnahagsráðherra greinargerð, þar sem gerð var grein fyrir ástæðum fráviksins, fyrirhuguðum viðbrögðum bankans og líklegum tíma sem taka myndi að ná verðbólgu inn fyrir mörkin aftur. Greinargerðirnar eru fylgiskjöl með þessari skýrslu.

prósentu og var 4,5% í desember. Undirliggjandi verðbólga samkvæmt kjarnavísitölu 4 án skattaáhrifa, sem undanskilur til viðbótar markaðsverð húsnaðis, nam 3,6% í desember en var 3,3% í júní sl. Á seinni hluta ársins 2013 höfðu verðhækkunarir á matvöru og aukinn kostnaður vegna húsnaðis mest áhrif á verðbólgunu.

Í yfirlýsingum sínum á seinni hluta ársins 2013 lagði peningastefnunefndin áherslu á nauðsyn þess að launahækkunarir í komandi kjarasamningum, stefnan í ríkisfjármálum og aðrir þættir sem hafa áhrif á eftirspurn í þjóðarbúskapnum yrðu þannig að hægt yrði að ná ytra jafnvægi þjóðarbúsins, efnahagslegum stöðugleika og verðbólgu í samræmi við markmið með sem minnstum tilkostnaði. Eftir að síðasti fundur peningastefnunefndar var haldinn 11. desember sl., hafa fjárlög verið samþykkt, aðgerðir stjórnvalda til lækunar húsnaðis-skulda verið kynntar og kjarasamningar verið undirritaðir á almennum vinnumarkaði. Mun nefndin á fyrsta fundi sínum á árinu 2014 leggja mat á áhrif þessara þátta, auk annarra nýrra upplýsinga um efnahagsþróunina, á hæfilegt taumhald peningastefnunar.

Ítarefni

Með þessari skýrslu fylgir eftirfarandi ítarefni:

1. Yfirlýsingar peningastefnunefndar frá ágúst til desember 2013.
2. Fundargerðir peningastefnunefndar frá ágúst til desember 2013.
3. Yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabanka um verðbólguþátt, mars 2001.
4. Greinargerðir til ríkisstjórnarinnar um verðbólgu umfram fráviksmörk, 12. september 2013 og 7. janúar 2014.
5. Fréttatilkynning frá 14. janúar 2014 um innlendan gjaldeyrismarkað og gjaldeyrisforða 2013.

Fyrir hönd peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,



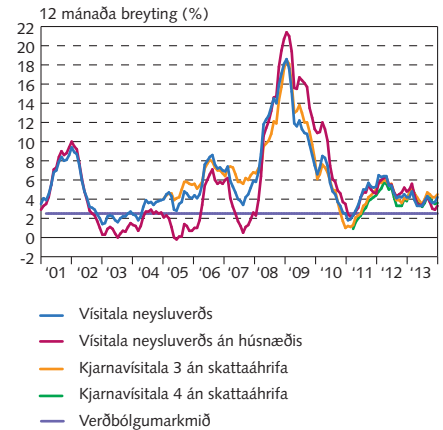
Már Guðmundsson

seðlabankastjóri og formaður peningastefnunefndar

Mynd 5

Verðbólga á ýmsa mælikvarða¹

Janúar 2001 - desember 2013



1. Kjarnavísitala 3 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta, bensins, opinberra þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnaðislána. Í kjarnavísitölu 4 er að auki markaðsverð húsnaðis undanskilið.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Yfirlit yfir ítarefni

	Bls.
Yfirlýsing peningastefnunefndar 21. ágúst 2013	6
Yfirlýsing peningastefnunefndar 2. október 2013	7
Yfirlýsing peningastefnunefndar 6. nóvember 2013	9
Yfirlýsing peningastefnunefndar 11. desember 2013	10
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, ágúst 2013	11
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, október 2013	17
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, nóvember 2013	23
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2013	31
Yfirlýsing um verðbólguþröng og breytta gengisstefnu	37
Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram fráviksmörk, september 2013	39
Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram fráviksmörk, janúar 2014	44
Innlendur gjaldeyrismarkaður og gjaldeyrisforði 2013	46

Yfirlýsing peningastefnunefndar 21. ágúst 2013

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Samkvæmt uppfærðri spá sem nú er birt í *Peningamálum* mun hagvöxtur í ár verða tæplega 2%, sem er svipað og spáð var í maí. Hagvaxtarhorfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar versnað og er nú spáð tæplega 3% hagvexti á ári í stað ríflega 3%, sem einkum má rekja til minni fjárfestingar í orkufrekum iðnaði á næstu misserum. Batinn á vinnumarkaði hefur reynst kröftugri en spáð var í maí og er gert ráð fyrir að hann haldi áfram.

Samkvæmt spánni mun verðbólga aukast lítillega á seinni hluta ársins en taka að hjaðna á ný í átt að markmiði frá og með byrjun næsta árs. Verði launahækkningar í samræmi við verðbólguþéttun mun verðbólga að öðru óbreyttu hjaðna hraðar og vextir verða lægri en ella.

Stefna um viðskipti Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði sem kynnt var í maí hefur stuðlað að minni sveiflum krónunnar og litlar breytingar hafa orðið á gengi hennar frá síðasta fundi peningastefnunefndar. Enn sem komið er hefur þessi þróun þó ekki leitt til lækkunar verðbólguvæntinga.

Peningastefnan hverju sinni þarf að taka mið af stefnunni í opinberum fjármálum og öðrum þáttum sem hafa áhrif á eftirspurn í þjórðarbúskapnum. Óvissa ríkir um áform í opinberum fjármálum á komandi árum en þau munu skýrast með fjárlagafrumvarpi í byrjun október. Brýnt er að jöfnuður náist á ríkissjóði sem fyrst þannig að samspil stefnunnar í peninga- og ríkisfjármálum stuðli með sem minnstum tilkostnaði að ytra jafnvægi þjórðarbúsins, efnahagslegum stöðugleika og verðbólgu í samræmi við markmið.

Laust taumhald peningastefnunnar hefur á undanförunum misserum stutt við efnahagsbatann. Áfram gildir að eftir því sem slakinn hverfur úr þjórðarbúskapnum er nauðsynlegt að slaki peningastefnunnar hverfi einnig. Að hve miklu leyti aðlögunin á sér stað með breytingum nafnvaxta Seðlabankans fer eftir framvindu verðbólgunnar, sem ræðst að miklu leyti af þróun launa og gengishreyfingum krónunnar.

Yfirlýsing peningastefnunefndar 2. október 2013

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Bráðabirgðatölur benda til þess að hagvöxtur á fyrri hluta ársins hafi verið rúmlega 2%, sem er nokkru meira en gert var ráð fyrir í ágústspá Seðlabankans. Batinn á vinnumarkaði hefur einnig haldið áfram.

Verðbólga jókst nokkuð á þriðja fjórðungi ársins í takt við ágústspá bankans. Inngríp Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði hafa stuðlað að minni sveiflum krónunnar. Verðbólguvæntingar hafa þó ekki lækkað og kann það að markast af óvissu um áhrif greiðslubyrði erlendra lána, uppgjöra búa fallinna banka og losunar fjármagnshafta á gengisþróun næstu missera. Einnig skiptir máli óvissa vegna komandi kjarasamninga.

Í ágústspá Seðlabankans var gert ráð fyrir launahækkunum í kjarasamningum sem eru umfram það sem samræmist verðbólguþéttunni og var þá byggt á sögulegri reynslu. Verði launahækkunir í samræmi við spána er líklegt að nafnvextir bankans muni að óbreyttu hækka í framhaldinu, sérstaklega ef slakinn í þjóðarþjónunum heldur áfram að minnka. Launahækkunir umfram það auka líkur á vaxtahækkunum enn frekar. Verði launahækkunir hins vegar í samræmi við verðbólguþéttunni mun verðbólga að öðru óbreyttu hjaðna hraðar en gert er ráð fyrir í spánni og vextir verða lægri en ella.

Peningastefnan hverju sinni þarf að taka mið af stefnunni í opinberum fjármálum og öðrum þáttum sem hafa áhrif á eftirspurn í þjóðarþjónunum. Áform í opinberum fjármálum hafa skýrst nokkuð með nýju fjárlagafrumvarpi. Í samræmi við fyrri áætlanir gerir nýtt fjárlagafrumvarp ráð fyrir að afgangur á jöfnuði fyrir fjármagnstekjur og -gjöld (þ.e. frumjöfnuður) aukist frá þessu ári og að skuldir lækki sem hlutfall af landsframleiðslu. Mikilvægt er að heildarafgangur náist á ríkissjóði sem fyrst þannig að samspil stefnunnar í peninga- og ríkisfjármálum stuðli með sem minnstum tilkostnaði að ytra jafnvægi

þjóðarbúsins, efnahagslegum stöðugleika og verðbólgu í samræmi við markmið.

Laust taumhald peningastefnunnar hefur á undanförnum misserum stutt við efnahagsbatann. Áfram gildir að eftir því sem slakinn hverfur úr þjóðarbúskapnum er nauðsynlegt að slaki peningastefnunnar hverfi einnig. Að hve miklu leyti aðlögunin á sér stað með breytingum nafnvaxta Seðlabankans fer eftir framvindu verðbólgunnar, sem ræðst að miklu leyti af þróun launa og gengishreyfingum krónunnar.

Yfirlýsing peningastefnunefndar 6. nóvember 2013

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Samkvæmt þjóðhagsspá Seðlabankans eru horfur á að hagvöxtur í ár verði nokkru meiri en bankinn spáði í ágúst, eða 2,3%, en næstu tvö árin er gert ráð fyrir svipuðum vexti og áður. Batinn á vinnumarkaði heldur áfram af auknum krafti og hefur heildarvinnustundum ekki fjölgað jafn mikið á einu ári frá árinu 2007.

Eftir að hafa aukist nokkuð á þriðja fjórðungi ársins hefur verðbólga minnkað á ný. Samkvæmt spá bankans eru horfur á hægfara hjöðnun verðbólgu á komandi misserum. Hún verður minni á næstunni en áður var reiknað með en verðbólguhorfur til ársins 2016 eru í stórum dráttum svipaðar og áður var spáð. Gert er ráð fyrir að verðbólga hnigi að markmiði undir lok árs 2015. Það er hægfara hjöðnun og sem fyrr næm fyrir þróun gengis og launa á næstu misserum.

Viðskiptakjör Íslands hafa versnað á undanförunum misserum og hefur það rýrt viðskiptaafgang og sett þrýsting á gengi krónunnar. Litið fram á við er óvissa um áhrif þungrar greiðslubyrðar erlendra lána, uppgjöra búa fallinna banka og losunar fjármagnshafta á gengisþróun.

Nú um stundir skiptir þó óvissa vegna komandi kjarasamninga mestu máli. Í spá Seðlabankans er sem fyrr gert ráð fyrir launahækkunum í kjarasamningum sem eru umfram það sem samrýmist verðbólgu markmiðinu og er þá byggt á sögulegri reynslu. Verði launahækkanir í samræmi við spána er líklegt að nafnvextir bankans muni að óbreyttu hækka í framhaldinu, sérstaklega ef slakinn í þjóðarbúskapnum heldur áfram að minnka. Launahækkanir umfram það auka líkur á vaxtahækkunum enn frekar. Verði launahækkanir hins vegar í samræmi við verðbólgu markmið mun verðbólga að öðru óbreyttu hjaðna hraðar en gert er ráð fyrir í spánni og vextir verða lægri en ella. Stefnan í ríkisfjármálum mun einnig hafa áhrif á aðhaldsstig peningastefnunnar. Því er mikilvægt að eftir meðferð Alþingis á frumvarpi til fjárlaga verði aðhald í ríkisfjármálum að minnsta kosti jafn mikið og boðað er í frumvarpinu.

Laust taumhald peningastefnunnar hefur á undanförunum misserum stutt við efnahagsbatann. Áfram gildir að eftir því sem slakinn hverfur úr þjóðarbúskapnum er nauðsynlegt að slaki peningastefnunnar hverfi einnig. Að hve miklu leyti aðlögunin á sér stað með breytingum nafnvaxta Seðlabankans fer eftir framvindu verðbólgunnar, sem ræðst að miklu leyti af þróun launa og gengishreyfingum krónunnar.

Yfirlýsing peningastefnunefndar 11. desember 2013

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Samkvæmt nýbirtum þjóðhagsreikningum var hagvöxtur fyrstu þrjá fjórðunga ársins 3,1%. Það er töluvert meiri vöxtur en Seðlabankinn spáði í nóvember síðastliðnum og samrýmist vísbendingum um sterkan bata á vinnumarkaði sem áður voru komnar fram.

Eftir að hafa aukist nokkuð á þriðja fjórðungi ársins hefur verðbólga minnkað á ný og mældist 3,7% í nóvember. Gengi krónunnar er nokkru sterkara en við síðustu vaxtaákvörðun. Það er þó svipað gengi og gert var ráð fyrir í síðustu verðbólguþá bankans.

Niðurstaða kjarasamninga mun hafa afgerandi áhrif á verðbólguhorfur og þar með á þróun vaxta á næstu misserum. Verði launahækkanir umfram það sem samrýmist verðbólguþá bankans er líklegt að vextir hans muni að óbreyttu hækka í framhaldinu, sérstaklega ef slakinn í þjóðarbúskapnum minnkar áfram.

Sem fyrr er mikilvægt að í meðferð Alþingis verði aðhald í ríkisfjármálum á næstu árum að minnsta kosti jafn mikið og boðað er í frumvarpi til fjárlaga.

Áætlanir ríkisstjórnar um lækkun verðtryggðra skulda heimila liggja nú fyrir í meginatriðum. Þær munu að öðru óbreyttu auka innlenda eftirspurn. Vegna þess að slakinn í þjóðarbúskapnum er óðum að hverfa mun meiri eftirspurn auka verðbólgu að óbreyttu taumhaldi peningastefnunnar. Meiri eftirspurn mun einnig auka innflutning og draga úr viðskiptaafgangi sem stuðlar að lægra gengi en ella.

Miðað við umfang aðgerðanna og dreifingu þeirra yfir tíma ætti þéttara taumhald peningastefnunnar að duga til þess að verðbólguþá náist á næstu misserum, að öðru óbreyttu. Við útfærslu aðgerðanna ætti að huga að því með hvaða hætti megi draga úr neikvæðum hliðarverkunum þeirra á viðskiptajöfnuð og verðbólgu og minnka þannig þörfina á mótvægisáðgerðum peningastefnunnar.

Kröftugri efnahagsbati og ofangreindar aðgerðir stjórnvalda munu að öðru óbreyttu krefjast þess að taumhald peningastefnunnar verði hert hraðar en áður hafði verið búist við. Að hve miklu leyti aðlögunin á sér stað með breytingum nafnvaxta Seðlabankans fer eftir framvindu verðbólgunnar, sem ræðst að miklu leyti af þróun launa og gengishreyfingum krónunnar.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, ágúst 2013

Birt: 4. september 2013

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[o]pinberlega skal 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 19. og 20. ágúst 2013, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 21. ágúst 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 12. júní, eins og þær birtust í uppfærðri spá í *Peningamálum* 2013/3 21. ágúst.

Fjármálamarkaðir

Þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í ágúst var viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði 0,6% hærra en á fundi hennar í júní. Milli funda hafði gengi krónunnar veikst um 0,3% gagnvart evru og 0,2% gagnvart sterlingspundi en styrkst um 0,6% gagnvart Bandaríkjadal. Tilboð í krónur á aflandsmarkaði voru á bilinu 228-262 krónur fyrir hverja evru.

Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu um 6 milljónum evra (um 950 m.kr.) frá síðasta fundi nefndarinnar.

Lausafjárstaða á millibankamarkaði með krónur hélst almennt rúm milli funda og voru vextir til einnar nætur áfram í neðri hluta vaxtagangsins, að jafnaði á bilinu 0,25-0,4 prósentum

hærri en vextir á viðskiptareikningum. Velta á millibankamarkaði nam tæplega 320 ma.kr. það sem af er ári sem er aðeins meiri velta en á sama tímabili í fyrra.

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til næstu fimm ára var 3,8% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði hækkað um 0,7 prósentur frá júnifundinum. Verðbólguálagið næstu fimm ár þar á eftir var 3,9% og hafði hækkað um 0,4 prósentur. Miðað við miðgildi svara í nýlegri könnun Seðlabankans væntu markaðsaðilar þess að verðbólga yrði að meðaltali 4,2% á næstu fimm árum sem er óbreytt frá síðustu könnun í maí sl.

Virkir nafnstýrivextir eru um þessar mundir nálægt einföldu meðaltali innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa. Samkvæmt meðaltali mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum voru raunstýrivextir um 1,3% þegar fundur peningastefnufndar var haldinn í ágúst og höfðu lækkað um 0,3 prósentur frá júnifundinum. Meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum var 4% þegar ágústfundurinn var haldinn.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands hafði haldist nánast óbreytt milli funda og var um 1,6 prósentur. Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs, sem lesa má út úr mun á vöxtum skuldabréfa ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum og sambærilegra bréfa ríkissjóðs Bandaríkjanna, var einnig nánast óbreytt milli funda miðað við fimm ára ríkisbréf þessara landa og mældist 1,7 prósentur. Miðað við tíu ára ríkisbréf landanna hafði álagið hins vegar hækkað um 0,6 prósentur, í 2,6 prósentur.

Óbreyttir vextir Seðlabankans í ágúst virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn og voru í samræmi við væntingar greiningardeilda fjármálafrirtækja. Flestar greiningardeildir nefndu sem rök fyrir óbreyttum vöxtum að hagtolur höfðu lítið breyst milli funda.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 1,3% milli mánaða í júní og um 1,1% frá sama mánuði í fyrra. Sé lítið fram hjá innlánnum eignarhaldsfélaga jókst M3 um 0,1% milli ára í júní.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI6, hafði hækkað um 6,4% milli funda. Velta á aðalmarkaði Nasdaq OMX Iceland var um 154 ma.kr. á fyrstu sjö mánuðum ársins. Markaðsvirði skráðra félaga á aðalmarkaðnum í byrjun ágúst nam um 462 ma.kr. eða u.þ.b. 25% af vergri landsframleiðslu ársins 2012.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var um miðjan júlí eru horfur á lítið eitt minni hagvexti í heiminum á þessu og næsta ári en í síðustu spá sjóðsins sem birt var í apríl, eða 3,1% og 3,8%. Spáin um alþjóðaviðskipti í ár hefur einnig verið endurskoðuð niður á við en er óbreytt fyrir árið 2014. Óvissan í spánni er ennþá töluverð og er talin meiri hætta á að horfur verði lakari en í spánni en að þær verði betri. Óvissuþættirnir eru þeir sömu og hafa verið áður en nú er til viðbótar talin hætta á að tímabil hægari vaxtar í nýmarkaðsríkjum verði lengra en áður var gert ráð fyrir. Spá um verðbólgu fyrir þróaðri ríki er lítið breytt og er gert ráð fyrir 1,5% verðbólgu á þessu ári. Spá um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár er lítillaga lægri en hún var í apríl og er spáð 0,8% hagvexti.

Halli var á vöruviðskiptum Íslands í júní og nam hann 1,1 ma.kr. en samkvæmt bráðabirgðatölum var aftur á móti 7,4 ma.kr. afgangur á vöruviðskiptum í júlí. Verðmæti bæði út- og innflutnings dróst nokkuð saman á fyrstu sjö mánuðum ársins, en verðmæti innflutnings dróst saman um 3% og útflutnings um 1½%. Samdráttur í verðmæti útflutnings skýrist einkum af samdrætti í útflutningi iðnaðarvara, en verðmæti útfluttra sjávarafurða

hefur nánast staðið í stað á milli ára. Samdráttur í verðmæti innflutnings stafar einkum af samdrætti í innflutningi flutningatækja (einkum vegna samdráttar í innflutningi flugvéla), og einnig hefur verið samdráttur í innflutningsverðmæti eldsneytis og smurólía, en innflutningsverðmæti fjárfestingarvara, hrá- og rekstrarvara hefur aftur á móti aukist á milli ára.

Álverð er nú svipað og það var þegar síðasti fundur peningastefnunefndarinnar var haldinn í júní. Álverð var nokkuð stöðugt í júlí eftir að hafa lækkað nokkuð í júní. Meðalverðið í júlí var um 2,7% lægra en í júní og tæplega 6% lægra en í júlí í fyrra. Álverð hefur síðan hækkað nokkuð í ágúst. Verð sjávarafurða hækkaði þriðja mánuðinn í röð í maí, um 0,2% á milli mánaða.

Innlendur þjórðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt niðurstöðum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar (VMK) jókst vinnuafleiftirspurn töluvert meira á öðrum fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir í maíspánni. Þá var spáð 0,7% fjölgun heildarvinnustunda frá fyrra ári en í reynd fjölgaði þeim um 2,7%. Meðalvinnutími lengdist um 0,8% eftir að hafa dregist samfelt saman í fjóra ársfjórðunga. Starfandi fólki hélt áfram að fjölga og nam fjölgunin 1,9% í kjölfar 2,5% fjölgunar á fyrsta ársfjórðungi.

Heildarvinnustundum þeirra sem voru í fullu starfi fjölgaði um 3,2% en fækkaði um 0,9% hjá þeim sem voru í hlutastarfi. Eins og undanfarið ár jókst atvinnuþátttaka og hlutfall starfandi hækkaði. Þeim sem voru utan vinnumarkaðar fækkaði einnig.

Á öðrum fjórðungi ársins fluttu fleiri til landsins en frá því. Þetta er þriðji fjórðungurinn í röð sem það gerist, en ólíkt því sem var á fjórðungunum tveimur á undan, þegar bróðurpartur nettófjölgunarinnar voru erlendir ríkisborgarar, standa íslenskir ríkisborgarar undir tæplega helmingi fjölgunarinnar.

Atvinnuleysi samkvæmt tölum Vinnumálastofnunar (VMST) mældist 4,4% á öðrum fjórðungi ársins og 4,6% að teknu tilliti til árstíðar. Atvinnuleysi í vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) var heldur meira eða 6,8% en 5,8% án þeirra sem þegar höfðu fengið vinnu. Að teknu tilliti til árstíðar var atvinnuleysi 5,5% samkvæmt mælingu VMK.

Tölur VMST sýna að 63% þeirra sem fóru af atvinnuleysissskrá á fyrri helmingi ársins höfðu ráðið sig í launað starf. Þetta er heldur lægra hlutfall en á árunum 2009-2011 en þá var það tæplega 70%. Mun fleiri fara í vinnumarkaðsúræði nú en áður, en flutningur af landi brott átti óverulegan þátt í minnkandi atvinnuleysi í ár. Hlutfall þeirra sem fara af atvinnuleysissskrá vegna þess að þeir eru óvinnufærir er svipað nú og það var að meðaltali á árunum 2009-2011 eða um 3-4%.

Launavísitalan hækkaði um tæplega 2% milli fjórðunga á öðrum ársfjórðungi og nam árshækkun hennar 5,6%. Launapróun hefur verið nokkuð mismunandi eftir atvinnugreinum á yfirstandandi kjarasamningstímabili. Samkvæmt launavísitölu Hagstofunnar hækkuðu laun um rúmlega 16% á vinnumarkaði frá fyrsta ársfjórðungi 2011 til sama tíma í ár. Laun í fjármála- og samgöngugeira hafa hækkað meira, en launahækkun í iðnaði, verslun og þjónustu á almennum vinnumarkaði hefur verið í takt við meðaltalshækkun launa. Laun í byggingariðnaði og hjá hinu opinbera hafa hins vegar hækkað minna.

Helstu vísbendingar um einkaneyslu á öðrum ársfjórðungi benda til þess að hún hafi vaxið hóflega frá sama tíma í fyrra og vísbendingar eru um að vöxtur einkaneyslu hafi haldið áfram

Í upphafi þriðja ársfjórðungs. T.a.m. jókst greiðslukortavelta í júlí um 3% að raunvirði frá fyrra ári.

Húsnæðisverðsýsitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem var birt í lok júlí, hækkaði um 1,4% frá fyrri mánuði en 1% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Húsnæðisverð á landinu öllu hefur því hækkað um sem nemur 5,8% frá fyrra ári. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 1,8% milli mánaða í júní og um 1,3% þegar leiðrétt hefur verið vegna árstíðarsveiflu. Vísitalan hefur því hækkað um 6,9% frá júnímánuði 2012. Um 13% fleiri kaupsamningum var þinglýst í júlí en í sama mánuði í fyrra og á fyrstu sjö mánuðum ársins hafði rúmlega 9% fleiri kaupsamningum verið þinglýst frá sama tímabili árið 2012.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup jókst bjartsýni neytenda umtalsvert á öðrum ársfjórðungi og mældist væntingavísitalan yfir 100 stigum í maí og júní, en það hafði ekki gerst frá hruni fjármálakerfisins haustið 2008. Í júlí dró hins vegar úr bjartsýni neytenda og mældist vísitalan 78,5 stig.

Í júní hækkaði vísitala neysliverðs um 0,53% frá fyrri mánuði en lækkaði um 0,27% í júlí. Lækkunina í júlí má að mestu leyti rekja til útsöluáhrifa en á móti vó aukinn kostnaður vegna eigin húsnæðis og lækkun bensínverðs. Ársverðbólga mældist 3,8% í júlí og hafði aukist úr 3,3% í maí. Nokkur grunnáhrif voru þó fyrir hendi í júlí vegna mikillar lækkunar vísitölu neysliverðs í júlí 2012. Undirliggjandi ársverðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa var 4% í júlí og jókst úr 3,8% í maí.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í ágúst, rétt fyrir útgáfu *Peningamála*, hafa verðbólguvæntingar þeirra bæði til eins og tveggja ára hækkað frá síðustu könnun í maí. Markaðsaðilar vænta þess að ársverðbólga verði 4,2% eftir eitt ár og 4½% eftir tvö ár en gerðu ráð fyrir 4% verðbólgu bæði eftir eitt og tvö ár í síðustu könnun. Langtímaverðbólguvæntingar þeirra hafa hins vegar lítið breyst og eru rétt yfir 4%.

Samkvæmt uppfærðri spá sem birtist í *Peningamálum* 2013/3 hafa verðbólguhorfur til næstu missera heldur versnað frá því í maí. Helstu skýringar á breyttum horfum eru meiri fjölgun heildarvinnustunda á sama tíma og spáð er hægari hagvexti. Framleiðni eykst því hægar næstu árin en áður var spáð. Auk þess eru verðbólguvæntingar hærri en í maí. Gert er ráð fyrir að verðbólga aukist heldur á seinni hluta ársins en að hún taki að hjaðna á ný á fyrri hluta næsta árs og nálgist verðbólgu markmiðið á seinni hluta árs 2015, sem er heldur seinna en spáð var í maí. Í spánni er áætlað að verðbólga verði 3,9% að meðaltali á þessu ári, 3,1% á því næsta og 2,9% árið 2015, en það er aukning um 0,1-0,4 prósentur frá maíspánni.

Alþjóðlegur hagvöxtur hefur verið heldur lakari það sem af er ári en vænst var í maí en nýjustu vísbendingar benda þó til hægfara bata í samræmi við maíspána. Horfur eru á að hagvöxtur næstu tveggja ára verði hægari meðal helstu viðskiptalanda Íslands en þá var gert ráð fyrir. Samfara hægari vexti efnahagssumsvifa hafa horfur um vöxt alþjóðaviðskipta og þróun viðskiptakjara Íslands versnað.

Hagvöxtur á fyrsta fjórðungi þessa árs reyndist nokkru minni hér á landi en gert var ráð fyrir í maí og skýrist fráviknið fyrst og fremst af óhagstæðari birgðapróun en þá var reiknað með. Búist er við að þau áhrif jafnist út innan ársins og að hagvöxtur í ár verði áþekkur því sem spáð var í maí. Hagvaxtarhorfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar heldur versnað frá því í maí og er nú spáð tæplega 3% hagvexti á ári í stað rúmlega 3%. Helstu drifkraftar hagvaxtar á spátímanum eru sem fyrr einkaneysla og fjárfesting. Mikilvæg skýring lakari hagvaxtarhorfa

er að ekki verður af fjárfestingu tengdri stækkun álverksmiðjunnar í Straumsvík. Fjárfesting verður því minni á næsta ári en spáð var í maí, sem leiðir til þess að útflutningur vex hægar árið 2015.

Batinn á innlendum vinnumarkaði hefur hins vegar reynst töluvert kröftugri en spáð var í maí. Starfandi fólki heldur áfram að fjölga, meðalvinnutími er tekinn að lengjast á ný og heildarvinnustundum fjölgaði nokkru meira en spáð var í maí. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi hélt einnig áfram að minnka og virðast flestir þeirra sem hverfa af atvinnuleysisskrá hafa ráðið sig í launað starf. Gert er ráð fyrir áframhaldandi bata á vinnumarkaði, þótt atvinnuleysi minnki lítið frá því sem það er nú.

Áætlaður framleiðsluslaki á spátímanum er nokkurn veginn í samræmi við maíspána. Framleiðsluslakinn hefur minnkað jafnt og þétt frá því að hann var mestur árið 2010. Áætlað er að hann hafi numið um 1,5% af framleiðslugetu á síðasta ári, minnki frekar á þessu ári og því næsta og verði horfinn snemma árs 2015.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri skýrði nefndinni frá umræðu um stöðu og horfur í íslensku efnahagslífi í framkvæmdastjórn Alþjóðgjaldeyrissjóðsins í tengslum við eftirfylgni við efnahagsáætlun íslenskra stjórnvalda og sjóðsins. Seðlabankastjóri greindi einnig frá breytingum á lögum um Seðlabanka Íslands sem samþykktar voru á Alþingi í júlí. Þá skýrði hann frá margvíslegri vinnu sem færi fram innan bankans og tengdist fjármagnshöftum og undirbúningi frekari stefnumótunar á vegum bankans og annarra stjórnvalda varðandi losun þeirra. Þar á meðal væri vinna sem tengist viðræðum um lengingu á skuldum Landsbankans við gamla Landsbankann, hugsanlegar leiðir við uppgjör gömlu bankanna og lækkun kvikra krónueigna frá núverandi stöðu, vinna við mótun varúðarreglna og athuganir á áhrifum mismunandi aðgerða á erlenda skuldastöðu og greiðslujöfnuð til langs tíma.

Nefndin fjallaði um nýliðna þróun á gjaldeyrismarkaði og viðskipti Seðlabanka Íslands á honum. Fram kom að stefna um viðskipti Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði sem kynnt var í maí virtist hafa stuðlað að minni sveiflum á gengi krónunnar. Litlar breytingar höfðu orðið á því frá síðasta fundi peningastefnunefundar. Þegar fundur nefndarinnar var haldinn í ágúst hafði viðskiptavegið gengi krónunnar hækkað um 0,6% frá júnifundinum. Enn sem komið er hefur aukinn gengisstöðugleiki þó ekki leitt til lækkunar verðbólguvæntinga.

Eins og áður hefur verið rakið hafa verðbólguhorfur til næstu missera heldur versnað frá því í maí. Samkvæmt uppfærðri grunnspá Seðlabankans mun verðbólga aukast lítillega á seinni hluta ársins en taka að hjaðna á ný í átt að markmiði frá og með byrjun næsta árs. Helstu skýringar á breyttum horfum eru meiri fjölgun heildarvinnustunda á sama tíma og spáð er hægari hagvexti þannig að framleiðnivóxtur næstu ára verður hægari en áður var spáð og hækkun launakostnaðar á framleidda einingu því meiri en áður var vænst. Í spánni er reiknað með að launakostnaður á framleidda einingu aukist að jafnaði um 4,2% á ári á spátímanum sem er talsvert umfram verðbólgu markmið Seðlabankans og á það stóran þátt í því að verðbólga hjaðnar hægt í átt að markmiði samkvæmt spánni.

Nefndin ræddi ítarlega aðstæður á vinnumarkaði. Voru nefndarmenn sammála um að einn helsti óvissuþáttur verðbólguþátturinn væru kjarasamningar sem eru fram undan. Ljóst væri að launaforsendurnar í spánni væru umfram það sem samrýmdist verðbólgu markmiðinu til lengdar. Verðbólga hjaðnar engu að síður í markmið í spánni þar sem aðrir þættir vega á móti verðbólguþrýstingi þeirra launahækkana sem gert er ráð fyrir í spánni. Breytist þær

horfur til hækkunar, t.d. sakir þess að kjarasamningar leiða til enn meiri launahækkana en reiknað er með í spánni, gæti nefndin þurft að bregðast við af enn meiri festu en spáin gerir ráð fyrir. Verði launahækkanir hins vegar í samræmi við verðbólguþröngun á árunum 2014 og 2015 myndi verðbólga að öðru óbreyttu hjaðna hraðar, verðbólguþröngun nást fyrr og vextir verða lægri en ella.

Nefndarmenn voru sammála um að miðað við þær upplýsingar sem birst höfðu frá síðasta fundi nefndarinnar væru rök fyrir því að halda vöxtum bankans óbreyttum. Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 21. ágúst verður hagvöxtur í ár tæplega 2%, sem er svipað og spáð var í maí. Hagvaxtarhorfur fyrir næstu tvö ár hafa hins vegar versnað og er nú spáð tæplega 3% hagvexti á ári í stað ríflega 3%, sem einkum má rekja til minni fjárfestingar í orkufrekum iðnaði á næstu misserum. Batinn á innlendum vinnumarkaði hefur reynt kröftugri en spáð var í maí og er gert ráð fyrir að hann haldi áfram.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vöxtum yrði haldið óbreyttum: innlánsvöxtum (vöxtum á viðskiptareikningum) í 5%, hámarksvöxtum á 28 daga innstæðubréfum í 5,75%, vöxtum af lánum gegn veði til sjö daga í 6% og daglánvöxtum í 7%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndarmenn töldu að peningastefnan þyrfti hverju sinni að taka mið af stefnunni í opinberum fjármálum og öðrum þáttum sem hafa áhrif á eftirspurn í þjóðarbúskapnum. Nefndin ræddi óvissu sem ríkti um áform í opinberum fjármálum á komandi árum en þau munu verða skýrari þegar fjárlagafrumvarp verður lagt fram í byrjun október nk. Mat á því hvort stefnan í ríkisfjármálum kalli á viðbrögð af hálfu peningastefnunnar bíður þangað til. Almenn töldu nefndarmenn brýnt að jöfnuður næðist á ríkissjóði sem fyrst þannig að samspil stefnunnar í peninga- og ríkisfjármálum gæti með sem minnstum tilkostnaði stuðlað að ytra jafnvægi þjóðarbúsins, efnahagslegum stöðugleika og verðbólgu í samræmi við markmið.

Nefndarmenn voru sammála um að laust taumhald peningastefnunnar hefði stutt við efnahagsbatann á undanförunum misserum. Áfram gildi að eftir því sem slakinn hyrfi úr þjóðarbúskapnum væri nauðsynlegt að slaki peningastefnunnar hyrfi einnig. Að hve miklu leyti aðlögunin ætti sér stað með breytingum á nafnvöxtum Seðlabankans færi eftir framvindu verðbólgunnar, sem myndi ráðast að miklu leyti af þróun launa og gengishreyfingum krónunnar.

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 peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 2. október 2013.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, október 2013

Birt: 16. október 2013

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[o]pinberlega skal 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 30. september og 1. október 2013, en á honum ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 2. október 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 21. ágúst.

Fjármálamarkaðir

Þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í október var viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði 1,7% lægra en á fundi hennar í ágúst. Milli funda hafði gengi krónunnar veikt um 1,6% gagnvart evru, 3,9% gagnvart sterlingspundi og um 0,5% gagnvart Bandaríkjadal. Tilboð í krónur á aflandsmarkaði voru á bilinu 232-265 krónur fyrir hverja evru.

Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu um 3 milljónum evra (um 465 m.kr.) frá síðasta fundi nefndarinnar.

Lausafjárstaða á millibankamarkaði með krónur hélst almennt rúm milli funda og voru vextir til einnar nætur áfram í neðri hluta vaxtagangsins eða 0,25 prósentum hærrí en vextir á viðskiptareikningum. Velta á millibankamarkaði nam tæplega 326 ma.kr. það sem af er ári sem er svipuð velta og á sama tímabili í fyrra.

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til næstu fimm ára var um 4,1% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði hækkað um 0,3 prósentur frá ágústfundinum. Verðbólguálagið til næstu fimm ára þar á eftir var 4,2% og hafði einnig hækkað um 0,3 prósentur.

Virkir nafnstýrivextir eru um þessar mundir nálægt einföldu meðaltali innlásvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa. Samkvæmt meðaltali mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum voru raunstýrivextir 1,3% þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í október og voru nánast óbreyttir frá ágústfundinum. Meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar var 4% þegar októberfundurinn var haldinn.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands hafði haldist nánast óbreytt milli funda og var um 1,6 prósentur rétt fyrir fundinn 2. október. Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs, sem lesa má út úr mun á vöxtum skuldabréfa ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum og sambærilegra bréfa ríkissjóðs Bandaríkjanna, var einnig nánast óbreytt milli funda miðað við ríkisbréf þessara landa á gjalddaga 2016 og mældist 2,6 prósentur. Miðað við ríkisbréf landanna á gjalddaga 2022 hafði álagið hins vegar hækkað um 0,2 prósentur, í 3,0 prósentur.

Óbreyttir vextir Seðlabankans í október virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn og voru í samræmi við væntingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja. Flestar greiningardeildir nefndu sem rök fyrir óbreyttum vöxtum að peningastefnunefnd myndi líklega bíða fjárlaga og niðurstöðu kjarasamninga áður en hún tæki ákvarðanir um að breyta vöxtum.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 1,9% milli mánaða í ágúst og um 2% frá sama mánuði í fyrra. Þriðja mánuðinn í röð jókst peningamagn milli ára eftir að hafa dregist saman samfelld frá september 2012. Sé litið fram hjá innlánnum eignarhaldsfélaga jókst M3 í ágúst um 0,7% milli ára.

Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMXI6, hafði lækkað um 4,3% milli funda. Velta á aðalmarkaði Nasdaq OMX Iceland var um 192 ma.kr. fyrstu níu mánuði ársins en var 53,6 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Markaðsvirði skráðra félaga á aðalmarkaðnum í byrjun október nam um 462 ma.kr. eða u.þ.b. fjórðungi af vergri landsframleiðslu ársins 2012.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Afgangur af vöruviðskiptum Íslands var tæplega 31 ma.kr. á fyrstu átta mánuðum ársins en það er um 7 ma.kr. minni afgangur en var á sama tíma í fyrra. Verðmæti bæði út- og innflutnings dróst saman, verðmæti innflutnings um 2% og útflutnings um 4%. Samdráttur í verðmæti innflutnings skýrist einkum af miklum samdrætti í verðmæti innfluttra flutningatækja (einkum vegna mikils innflutnings flugvéla og skipa í fyrra), en einnig hefur verið lækkun í verðmæti innflutts eldsneytis. Í flestum öðrum flokkum hefur verðmæti innflutnings aftur á móti aukist á milli ára. Verðmæti innfluttrar fjárfestingarvöru hefur aukist einna mest eða um 11%. Samdráttur í verðmæti útflutnings fyrstu átta mánuði ársins skýrist einkum af 6% samdrætti í verðmæti útfluttrar iðnaðarvöru, sem að mestu leyti stafar af samdrætti í verðmæti útflutts kísiljárns og „annarrar“ iðnaðarvöru. Útflutningsverðmæti sjávarafurða dróst saman um ½% á sama tíma.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt nýjum þjóðhagsreikningum sem Hagstofa Íslands birti í september var hagvöxtur 4,2% á öðrum fjórðungi ársins. Samkvæmt tölum Hagstofunnar dróst

árstíðarleiðrétt landsframleiðsla hins vegar saman um 6,5% frá fyrri fjórðungi en hafði aukist um 4,4% milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins. Má að mestu leyti rekja þessa miklu sveiflu milli ársfjórðunga til birgðabreytinga, sem minnkuðu mikið á öðrum ársfjórðungi eftir að hafa aukist verulega á fjórðungnum á undan. Vegna þessara sveiflna fæst skýrari mynd af undirliggjandi þróun með því að skoða fyrstu tvo fjórðunga ársins saman. Landsframleiðslan jókst um 2,2% milli ára á fyrri hluta ársins. Helstu drifkraftar hagvaxtarins voru utanríkisviðskipti, einkum þjónustuviðskipti, auk þess sem einkaneysla skilaði jákvæðu framlagi til hagvaxtar.

Hagvöxturinn á fyrri hluta ársins var nokkru meiri en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans en þar var spáð að landsframleiðslan héldist svo til óbreytt milli ára á tímabilinu. Skýringin á þessu frávik felst í hagstæðari utanríkisviðskiptum, einkum vegna þjónustuinnflutnings, og meiri atvinnuvegafjárfestingar utan stóriðju, skipa og flugvéla, en bæði einkaneysla og samneysla þróuðust í takt við ágústspána á fyrri hluta ársins.

Viðskiptahalli nam 2,6% af landsframleiðslu á öðrum fjórðungi ársins eða 11 ma.kr. en var rúmlega 14% af landsframleiðslu í sama fjórðungi í fyrra. Hallinn í ár stafar af þáttatekjuhalla sem nam 6,7% af landsframleiðslu á móti afgangi af vöru- og þjónustujöfnuði sem nam 4,2% af landsframleiðslu. Undirliggjandi viðskiptajöfnuður var jákvæður um 0,6% af landsframleiðslu.

Þróun atvinnuvegafjárfestingar og vöruinnflutnings endurspeglar mikil grunnáhrif vegna mikillar fjárfestingar í skipum og flugvélum á síðasta ári, en fjárfestingin kemur að miklu leyti fram í innflutningi.

Í ágústspá Seðlabankans var gert ráð fyrir að vöxtur einkaneyslu myndi heldur aukast á næstu fjórðungum. Helstu vísbendingar um einkaneyslu það sem af er þriðja ársfjórðungi benda hins vegar til þess að vöxturinn á fjórðungnum gæti orðið nokkru minni en gert var ráð fyrir í *Peningamálum* í ágúst en þá var spáð 2,7% ársvexti. Þannig var árstíðarleiðrétt greiðslukortavelta í júlí og ágúst að meðaltali svo til óbreytt frá meðalveltu fjórðungsins á undan og rúmlega 1½% meiri að raunvirði en á sama tíma í fyrra.

Væntingar neytenda hækkuðu í september samkvæmt könnun Capacent Gallup, en bjartsýni neytenda hefur dvínað á þriðja ársfjórðungi eftir að hafa aukist mikið á vormánuðum. Sama má segja um fyrirhuguð stórkaup neytenda en áhugi á stórkaupum hefur minnkað lítillega, hvort heldur horft er til breytinga milli ársfjórðunga eða ára.

Samkvæmt niðurstöðum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum að meðaltali um 4,4% milli ára í júlí og ágúst. Skýrist fjölgunin af 5,3% fjölgun starfandi fólks en meðalvinnutími dróst saman um 0,8%.

Atvinnuleysi samkvæmt tölum Vinnumálastofnunar, bæði mælt og að teknu tilliti til árstíðar, hefur staðið í stað frá því í maí. Í júlí og ágúst mældist atvinnuleysi 4% en 4,7% að teknu tilliti til árstíðar. Atvinnuleysi samkvæmt VMK mældist hið sama.

Launavísitalan lækkaði um 0,1% milli mánaða í júlí en hækkaði um 0,2% í ágúst. Árshækkun vísitölunnar var 5,7% í ágúst sem er svipaður árstaktur og var á sama tíma í fyrra. Kaupmáttur launa jókst að meðaltali um 1,5% milli ára í júlí og ágúst, en hafði nánast staðið í stað frá fjórðungnum á undan.

Húsnæðisverðvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem var birt í lok september, stóð í stað frá fyrri mánuði en hækkaði um 0,2% þegar leiðrétt var fyrir árstíðarsveiflu. Húsnæðisverð á landinu öllu hækkaði um 6,1% milli ára á þriðja ársfjórðungi. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrár Íslands reiknar út, lækkaði um 0,1%

milli mánaða í ágúst en hækkaði um 0,4% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Vísitalan hefur hækkað um 6,8% frá ágúst mánuði í fyrra. Um 16% fleiri kaupsamningum var þinglýst á landinu öllu í ágúst en í sama mánuði í fyrra og á fyrstu átta mánuðum ársins hafði rúmlega 10% fleiri kaupsamningum verið þinglýst en á sama tímabili árið 2012.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup meðal heimila, sem framkvæmd var í september sl., námu verðbólguvæntingar þeirra bæði til eins og tveggja ára 5% miðað við miðgildi. Verðbólguvæntingar heimila til eins árs hafa verið óbreyttar frá því í febrúar og væntingar þeirra til tveggja ára hafa verið óbreyttar frá því í september 2012.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,34% í ágúst og eins í september. Ársverðbólga mældist 3,9% í september og hafði hjaðnað úr 4,3% í ágúst. Undirliggjandi ársverðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa nam 4,5% í september og hjaðnaði úr 4,7% í ágúst. Undirliggjandi verðbólga samkvæmt kjarnavísitölu 4 án skattaáhrifa, sem undanskilur til viðbótar markaðsverð húsnaðis, hjaðnaði einnig um 0,2 prósentur í september og var 4,1%. Verðbólgan virðist að mestu leyti stafa af innlendum þáttum því innfluttar vörur án áfengis og tóbaks, sem vege tæplega þriðjung af vísitölunni, hafa einungis hækkað um 1,4% sl. tólf mánuði.

Hækkunina í ágúst mátti helst rekja til útsöluloka en lægri flugfargjöld til útlanda vógu á móti. Áhrif útsöluloka héldu áfram að koma fram í september en einnig gætti lækkunar á tannlæknakostnaði vegna niðurgreiðslu á kostnaði við tannlækningar barna. Nokkur grunnáhrif voru einnig til staðar og öllu hækkun í ágúst en lækkun í september.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri skýrði nefndinni frá gangi mála frá síðasta fundi nefndarinnar vegna vinnu innan Seðlabankans og á vegum annarra stjórnvalda í tengslum við losun fjármagnshafta. Einnig sagði hann frá bréfaskriftum Seðlabankans við slitastjórn Glitnis hf. um stöðu slitameðferðar Glitnis hf. og gjaldeyrislög. Þá fjallaði hann um greinargerðina sem Seðlabankinn hafði sent fjármála- og efnahagsráðherra vegna þess að verðbólga hafði vikið meira en 1½ prósentu frá verðbólgu markmiðinu þegar hún mældist 4,3% í ágúst. Fulltrúar frá fjármálaráðuneytinu greindu nefndarmönnum einnig frá meginatriðum nýs fjárlagafrumvarps.

Nefndarmenn voru sammála um að efnahags- og verðbólguhorfur væru að mestu leyti í samræmi við það sem gert hafði verið ráð fyrir á síðasta fundi nefndarinnar. Bráðabirgðatölur þjóðhagsreikninga fyrir annan ársfjórðung 2013 og endurskoðun á eldri tölum bentu að vísu til þess að hagvöxtur á fyrri hluta ársins hafi verið nokkru meiri en gert var ráð fyrir í ágústspá Seðlabankans eða rúmlega 2% í stað þess að landsframléiðsla stæði í stað. Nefndarmenn töldu frávíkið fremur endurspeglar breytta hagvaxtarþróun innan ársins en að hagvöxtur ársins í heild yrði marktækt meiri en áður hafði verið áætlað. Frávikið skýrðist að mestu leyti af hagstæðari utanríkisviðskiptum og sterkari almenri atvinnuvegafjárfestingu á fyrri hluta ársins en bæði einkaneysla og samneysla höfðu þróast í takt við spána. Batinn á vinnumarkaði hafði einnig haldið áfram eins og gert var ráð fyrir í ágústspánni.

Þrátt fyrir að gengi krónunnar hefði lækkað frá síðasta fundi nefndarinnar voru nefndarmenn sammála um að verðbólguhorfur hefðu ekki breyst merkjanlega. Verðbólga hafði aukist nokkuð á þriðja fjórðungi ársins eins og gert hafði verið ráð fyrir í ágústspá

Seðlabankans, en þar var gert ráð fyrir að verðbólga ykist lítillega á seinni hluta ársins en tæki að hjaðna á ný í átt að markmiði frá og með byrjun næsta árs.

Eins og á ágústfundi nefndarinnar voru nefndarmenn sammála um að einn helsti óvissuþáttur verðbólguþátturinn væru niðurstöður komandi kjarasamninga, og myndu þær því hafa afgerandi áhrif á vaxtaákvarðanir nefndarinnar á næstunni. Í ágústspánni var byggt á sögulegri reynslu og gert ráð fyrir launahækkunum í kjarasamningum sem væru umfram það sem samræmist verðbólguþáttinum. Nefndin var sammála um að ef launahækkunir yrðu í samræmi við spána væri líklegt að nafnvextir bankans myndu að óbreyttu verða hækkaðir í framhaldinu, sérstaklega ef slakinn í þjóðarþúskaðum héldi áfram að minnka. Launahækkunir umfram það myndu auka líkur á vaxtahækkunum enn frekar. Yrðu launahækkunir hins vegar í samræmi við verðbólguþáttinn, myndi verðbólga að öðru óbreyttu hjaðna hraðar en gert er ráð fyrir í spánni og vextir verða lægri en ella.

Nefndin ræddi ástæður þess að inngríp Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði hefðu enn sem komið er ekki skilað sér í lækkun verðbólguvæntinga þrátt fyrir að þau hefðu stuðlað að minni sveiflum í gengi krónunnar. Taldi nefndin líklegast að auk óvissu vegna komandi kjarasamninga stafaði tregðan í verðbólguvæntingum af óvissu um áhrif af greiðslubyrði erlendra lána, uppgjöri búa fallinna banka og losunar fjármagnshafta á gengisþróun næstu missera.

Nefndarmenn voru sammála um að áform í opinberum fjármálum hefðu skýrst nokkuð með nýju fjárlagafrumvarpi. Í samræmi við fyrri áætlanir er í frumvarpinu gert ráð fyrir að afgangur á jöfnuði fyrir fjármagnstekjur og -gjöld (þ.e. frumjöfnuður) aukist frá þessu ári og að skuldir lækki sem hlutfall af landsframleiðslu. Horfur eru hins vegar á að heildarafgangur verði minni en áður hafði verið stefnt að. Nefndarmenn voru sammála um mikilvægi þess að heildarjöfnuður náist sem fyrst þannig að samspil stefnunnar í peninga- og ríkisfjármálum stuðli með sem minnstum tilkostnaði að ytra jafnvægi þjóðarþúskaðs, efnahagslegum stöðugleika og verðbólgu í samræmi við markmið.

Nefndarmenn höfðu nokkrar áhyggjur af því að svo virtist sem gert væri ráð fyrir í fjárlagafrumvarpinu að uppgjör skuldabréfs sem ríkissjóður gaf út til Seðlabanka Íslands um áramótin 2008 og 2009 í því skyni að styrkja eiginfjárstöðu bankans færi fram með afhendingu nýs og verðminna bréfs. Slíkt gæti stangast á við lög um Seðlabanka Íslands sem leggja bann við beinum lánveitingum til ríkissjóðs og gera ráð fyrir að hlutdeild ríkissjóðs í hagnaði bankans sé í formi arðgreiðslna. Þessi áform gætu auk þess talist peningaleg fjármögnun ríkissjóðs og fælu þar með í sér peningalega slökun sem nefndin gæti þurft að vinna á móti með þéttara peningalegu taumhaldi en ella. Hins vegar kom fram að nú stæðu yfir viðræður um fjárhagsleg samskipti ríkissjóðs og Seðlabanka og þar með talið umrætt skuldabréf og því ótímabært að fullyrða að þetta verði niðurstaðan.

Nefndarmenn höfðu áhyggjur af því að þjóðhagslegur sparnaður færi lækandi og væri ekki nægilegur til að standa undir eðlilegu fjárfestingarstigi á sama tíma og nauðsyn væri á viðskiptaafgangi til að draga úr áhættu tengdri tiltölulega þungri greiðslubyrði erlendra lána.

Í ljósi umræðunnar lagði seðlabankastjóri til að vöxtum yrði haldið óbreyttum: innlánsvöxtum (vöxtum á viðskiptareikningum) í 5%, hámarksvöxtum á 28 daga innstæðubréfum í 5,75%, vöxtum af lánum gegn veði til sjö daga í 6% og daglánvöxtum í 7%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra. Einn nefndarmaður lýsti þó yfir vaxandi áhyggjum af því hversu þrálát verðbólga og verðbólguvæntingar væru. Hann studdi

hins vegar tillögu seðlabankastjóra þar sem hann taldi ekki tímabært að bregðast sérstaklega við því að þessu sinni.

Nefndarmenn voru sammála um að laust taumhald peningastefnunnar hefði stutt við efnahagsbatann á undanförunum misserum. Áfram gildi að eftir því sem slakinn hyrfi úr þjóðarbúskapnum væri nauðsynlegt að slaki peningastefnunnar hyrfi einnig. Að hve miklu leyti aðlögunin ætti sér stað með breytingum á nafnvöxtum Seðlabankans færi eftir framvindu verðbólgunnar, sem myndi ráðast að miklu leyti af þróun launa og gengishreyfingum krónunnar.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Pórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans auk fulltrúa fjármálaráðuneytisins hluta fundarins.

Markús Möller ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 6. nóvember 2013.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, nóvember 2013

Birt: 20. nóvember 2013

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[o]pinberlega skal 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 4. og 5. nóvember 2013, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 6. 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, innlandan þjófþarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 2. október, eins og þær birtust í spá og óvissumati í *Peningamálum* 2013/4 6. nóvember.

Fjármálamarkaðir

Þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í nóvember var viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði 0,7% lægra en á fundi hennar í október. Milli funda hafði gengi krónunnar lækkað um 0,7% gagnvart evru og um 1,1% gagnvart Bandaríkjadal en hækkað um 0,1% gagnvart sterlingspundi. Tilboð í krónur á aflandsmarkaði voru á bilinu 219-253 krónur fyrir hverja evru.

Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu um 3 milljónum evra (um 492 m.kr.) frá síðasta fundi nefndarinnar.

Lausafjárstaða á millibankamarkaði með krónur hélst almennt rúm milli funda og voru vextir til einnar nætur áfram í neðri hluta vaxtagangsins eða 0,25 prósentum hærrí en vextir á viðskiptareikningum. Það eru óbreyttir vextir frá síðasta fundi nefndarinnar. Velta á

millibankamarkaði hefur verið um 337 ma.kr. það sem af er ári sem er svipuð velta og á sama tímabili í fyrra.

Virkir nafnstýrivextir eru um þessar mundir nálægt einföldu meðaltali innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa. Samkvæmt meðaltali mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum voru raunstýrivextir 1,4% þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í nóvember og höfðu hækkað um 0,1 prósentu frá októberfundinum. Meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar var 3,9% þegar nóvemberfundurinn var haldinn.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands hafði haldist nánast óbreytt á milli funda og var um 1,6 prósentur rétt fyrir fundinn 5. nóvember. Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs, sem lesa má út úr mun á vöxtum skuldabréfa ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum og sambærilegra bréfa ríkissjóðs Bandaríkjanna, var einnig nánast óbreytt frá síðasta fundi eða 2,7 prósentur. Er þá miðað við ríkisbréf þessara landa á gjalddaga 2016. Álagið hafði einnig lítið breyst miðað við ríkisbréf landanna á gjalddaga 2022 og mældist 2,9 prósentur rétt fyrir fund nefndarinnar.

Óbreyttir vextir Seðlabankans í nóvember virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn og voru í samræmi við væntingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja. Flestar greiningardeildir nefndu sem rök fyrir óbreyttum vöxtum að verðbólga hefði hjaðnað, verðlagsþróun verið hagfelldari og verðbólguvæntingar til skemmri tíma lækkað. Töldu greiningardeildirnar einnig líklegt að peningastefnunefnd myndi bíða niðurstöðu kjarasamninga áður en hún tæki ákvörðun um að breyta vöxtum.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 2,7% milli ársfjórðunga á þriðja fjórðungi ársins og um 2,3% frá sama tíma í fyrra. Fjórða mánuðinn í röð jókst peningamagn milli ára eftir að hafa dregist saman samfelt frá september 2012. Sé litið fram hjá innlánum eignarhaldsfélaga jókst M3 á þriðja fjórðungi um 0,7% milli ára.

Heildarstofn útlána til heimila minnkaði um 0,9% milli ára á þriðja fjórðungi ársins og hefur minnkað um 1,6% það sem af er þessu ári. Stofn útlána innlánsstofnana til heimila óx hins vegar um 2,0% fyrstu þrjú fjórðunga ársins og nam ársvöxtur þeirra 3,3% á þriðja fjórðungi ársins. Leiðréttur heildarstofn útlána innlánsstofnana og Íbúðalánasjóðs til fyrirtækja, annarra en eignarhaldsfélaga, minnkaði um 2,5% á fyrstu þremur fjórðungum ársins og um 4,8% milli ára á þriðja ársfjórðungi.

Seðlabankinn hóf á miðju þessu ári að safna nákvæmari upplýsingum um ný útlán innlánsstofnana til heimila og fyrirtækja. Fyrri tölur tóku ekki að fullu tillit til uppgreiðslu lána, en það gerði bankanum erfitt að meta umfang nýrra útlána í bankakerfinu. Samkvæmt nýju gögnunum hafa hrein ný útlán stóru viðskiptabankanna þriggja til heimila, þ.e. ný útlán að frádregnum uppgreiðslum, vaxið á árinu. Námu þau um 38 ma.kr. á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Hrein ný lán til fyrirtækja, annarra en eignarhaldsfélaga, námu tæplega 51 ma.kr. á sama tímabili eða um 5,6 ma.kr. að meðaltali á mánuði.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI6, hafði hækkað um 2,4% milli funda. Velta á aðalmarkaði Nasdaq OMX Iceland var um 212 ma.kr. fyrstu tíu mánuði ársins en var um 63 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Markaðsvirði skráðra félaga á aðalmarkaðnum í byrjun nóvember nam um 489 ma.kr. eða u.þ.b. fjórðungi af vergri landsframleiðslu ársins 2012.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var í október eru horfur á minni hagvexti í heiminum á þessu ári en í júlispá sjóðsins eða 2,9% í stað 3,1%. Spáin um alþjóðaviðskipti í ár hefur einnig verið endurskoðuð lítillega niður á við. Helstu spár um hagvöxt í nýmarkaðsríkjunum hafa verið endurskoðaðar niður á við en spár um hagvöxt í þróuðum ríkjum eru lítið breyttar frá spánni í júlí. Spá um verðbólgu fyrir þróaðri ríki er lítið breytt en gert er ráð fyrir heldur minni verðbólgu í nýmarkaðsríkjum. Spá um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands árið 2013 er nánast óbreytt eða 0,7%.

Afgangur af vöruviðskiptum Íslands nam 8,7 ma.kr. í september. Verðmæti bæði innflutnings og útflutnings jókst lítillega á milli ára í september en hefur dregist saman fyrstu níu mánuði ársins, verðmæti útflutnings um 2,3% en verðmæti innflutnings um tæplega 2%. Samdráttur í verðmæti útflutnings skýrist einkum af rúmlega 3% samdrætti í útflutningsverðmæti iðnaðarvöru, en verðmæti útfluttra sjávarafurða hefur aftur á móti aukist um 1½% milli ára. Ef horft er fram hjá innflutningi skipa og flugvéla á fyrstu mánuðum ársins í fyrra jókst verðmæti innflutnings um 5% milli ára fyrstu níu mánuði ársins. Innflutningsverðmæti fjárfestingarvara og varanlegra neysluvara (heimilistækja o.þ.h.) hefur aukist einna mest milli ára eða um rúm 12%.

Álverð lækkaði milli mánaða í september en hækkaði á ný í október og var meðaltalsverð októbermánaðar svipað og það var í ágúst sl. Þegar bankinn birti síðast spá en rúmlega 8% lægra en í október 2012.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt frumvarpi til fjárlaga fyrir árið 2014 er gert ráð fyrir talsvert meiri halla á ríkissjóði í ár en gert var ráð fyrir í fjárlögum ársins 2013. Samkvæmt frumvarpinu er stefnt að afgangi á ríkissjóði á rekstrargrunni árið 2014. Verði það óbreytt að lögum yrði bati á frumjöfnuði og heildarjöfnuði milli ára nálægt 1,5% af landsframleiðslu. Ekki er að finna stefnumörkun til næstu ára í frumvarpinu þar sem langtímaáætlun frumvarpsins er framreikningur miðað við þá þjóðhagsspá sem lá fyrir við gerð frumvarpsins. Samkvæmt honum mun myndarlegur afgangur á heildarjöfnuði ekki nást á næstu fjórum árum.

Skráð atvinnuleysi sem Vinnumálastofnun birtir var 3,9% á þriðja fjórðungi ársins og 4,5% að teknu tilliti til árstíðar. Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) sýndi heldur meira atvinnuleysi eða 4,4%, en 4,1% að frátöldum þeim sem þegar höfðu fengið vinnu. Að teknu tilliti til árstíðar var atvinnuleysi 5,4% samkvæmt mælingu VMK.

Launavísitalan hækkaði um 0,5% milli fjórðunga á þriðja ársfjórðungi og nam árshækkun hennar 5,7%. Kaupmáttur miðað við launavísitölu jókst um 0,1% milli fjórðunga og um 1,6% milli ára.

Samkvæmt niðurstöðum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar (VMK) jókst vinnuafleiftirspurn töluvert meira á þriðja fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Þá var spáð 0,5% ársfjölgun heildarvinnustunda en í reynd fjölgaði þeim um 5,6%. Ársfjölgun heildarvinnustunda á fjórðungnum má bæði rekja til 4,3% fjölgunar starfandi fólks og lengingar meðalvinnutíma um 1,2%. Þetta er annar fjórðungurinn í röð þar sem meðalvinnutími lengist, en áður hafði hann dregist saman samfellt í fjóra ársfjórðunga.

Svipaður fjöldi fyrirtækja vildi fækka starfsfólki á næstu sex mánuðum og fjölga samkvæmt niðurstöðum könnunar Capacent Gallup, sem var framkvæmd í september sl. meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Þetta er nokkur viðsnúningur frá fyrri könnunum ársins en samkvæmt þeim vildu um 10 prósentum fleiri fyrirtæki frekar fjölga starfsfólki en fækka. Breytingin stafar bæði af því að fleiri fyrirtæki vilja fækka starfsfólki en í síðustu könnun og færri vilja fjölga því. Eins og búast mátti við ríkir nokkur bjartsýni meðal fyrirtækja í útflutningi, en 8 prósentum fleiri fyrirtæki sem selja afurðir til útlanda vilja fjölga en fækka starfsfólki. Fyrirtæki sem selja eingöngu á innanlandsmarkaði eru hins vegar svartsýnni núna en áður og vilja 5 prósentum fleiri fyrirtæki fækka fólki heldur en fjölga því.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi benda til þess að hún hafi haldist svo til óbreytt frá fjórðungnum á undan en að hún gæti hafa vaxið um nálægt 2% milli ára. Greiðslukortavelta jókst um 2,7% milli ára á fjórðungnum, aðallega vegna mikillar aukningar í september, því að vöxturinn var hægur í júlí og ágúst. Smásöluvelta hélt áfram að aukast á fjórðungnum, sérstaklega velta í verslun með raftæki. Lítil vöxtur var í nýskráningu bifreiða á fjórðungnum en verulega hefur hægt á vextinum á árinu.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup dró töluvert úr bjartsýni neytenda í október frá fyrri mánuði og mældist væntingavísitalan 67,5 stig sem er 10,5 stigum lægra en á sama tíma í fyrra. Allar undirvísitölur lækkuðu í október en mest lækkaði matið á efnahagslífinu.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem var birt í lok október, stóð í stað frá fyrri mánuði en hækkaði um 0,3% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,9% milli mánaða í september en um ½% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Vísitalan hefur hækkað um 7% frá septembermánuði í fyrra. Tæplega fjórðungi fleiri kaupsamningum var þinglýst á landinu öllu í september en í sama mánuði í fyrra og á fyrstu níu mánuðum ársins hafði um 12% fleiri kaupsamningum verið þinglýst en á sama tímabili árið 2012.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup í september voru stjórnendur lítillaga svartsýnni um horfur í efnahagsmálum heldur en í síðustu könnun í maí en þá náði vísitalan sínu hæsta gildi frá því í mars 2008. Tæplega 43% svarenda álitu núverandi aðstæður slæmar og um helmingur taldi þær vera hvorki góðar né slæmar. Hins vegar eru stjórnendur bjartsýnni um framtíðarhorfur en um 30% svarenda bjuggust við að aðstæður myndu batna á næstu sex mánuðum. Stjórnendur í öllum atvinnugreinum voru svartsýnni en í maí en mest var breytingin til hins verra í byggingarstarfsemi og sjávarútvegi. Allir stjórnendur nema stjórnendur í byggingarstarfsemi eru þó bjartsýnni en á sama tíma í fyrra. Um 57% stjórnenda töldu að aðstæður yrðu óbreyttar á næstu sex mánuðum.

Vísitala neysluverðs var óbreytt milli mánaða í október. Ársverðbólga mældist 3,6% og hafði hjaðnað úr 3,9% í september. Kjarnavísitala 3 án skattaáhrifa hækkaði um 0,06% og kjarnavísitala 4 án skattaáhrifa einnig. Ársverðbólga á þá mælikvarða lækkaði um 0,3-0,4 prósentur í 4,2% og 3,7%. Lækkun bensínverðs hafði mest áhrif til lækkunar vísitölunnar en verð á öðrum innfluttum vörum og almennri þjónustu lækkaði einnig en á móti vó hækkun greiddrar leigu. Nokkur grunnáhrif voru fyrir hendi í október en vísitala neysluverðs hafði hækkað um 0,3% í október 2012.

Verðbólguvæntingar hafa lítið breyst undanfarið. Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum heimila sem framkvæmd var í september sl. mældust þær 5% bæði til eins og tveggja ára og hafa haldist óbreyttar um nokkurn tíma. Í sambærilegri könnun meðal fyrirtækja sem gerð var í september sl. kom fram að

stjórnendur fyrirtækja væntu 4% verðbólgu eftir ár, sem var óbreytt frá síðustu könnun í maí, og einnig 4% verðbólgu eftir tvö ár, sem er ½ prósentu lækkun frá síðustu könnun. Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í lok október væntu markaðsaðilar þess að ársverðbólga yrði 4% eftir ár sem og að meðaltali næstu tíu ár sem er svipað og í ágúst þegar bankinn birti síðast spá en lækkun um 0,8 prósentur frá sama tíma í fyrra. Þá hefur verðbólguálag á skuldabréfamörkuðum einnig sveiflast í kringum 4%. Það mældist 3,7% til næstu 5 ára rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði lækkað lítillega frá októberfundi nefndarinnar en var nánast óbreytt frá því í ágúst. Verðbólguálagið til næstu 5 ára þar á eftir var 3,9% og hafði þróast með svipuðum hætti. Á báða mælikvarða voru verðbólguvæntingar um allt að 1 prósentu lægri en á sama tíma í fyrra.

Samkvæmt uppfærðri spá sem birtist í *Peningamálum* 6. nóvember eru verðbólguhorfur svipaðar og í ágúst. Samkvæmt spánni verður verðbólga á þessu ári 3,9%. Gert er ráð fyrir að slakinn í þjóðarþúinu og tiltölulega stöðugt gengi krónunnar á spátímanum tryggi að verðbólga taki að hjaðna frá fyrri hluta næsta árs og verði við verðbólguþröngu markmið bankans er líða tekur á árið 2015.

Óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum hefur heldur minnkað en er enn nokkur. Hagvöxtur hefur farið vaxandi meðal helstu viðskiptalanda Íslands eftir því sem liðið hefur á árið. Gert er ráð fyrir tæplega 1% hagvexti að meðaltali meðal helstu viðskiptalanda í ár, tæplega 2% á næsta ári og ríflega 2% á ári á tímabilinu 2015-16.

Viðskiptakjör Íslands hafa haldið áfram að rýrna og er áætlað að þau verði tæplega 17% lakari í ár en þau voru árið 2007 en frá þeim tíma hafa þau lækkað nær samfelld. Leggst þar á eitt slakur alþjóðlegur hagvöxtur og óhagstæð verðþróun helstu útflutningsafurða, sérstaklega sjávarafurða. Horfur um þróun viðskiptakjara hafa þó heldur skánað frá því í ágúst, en áfram er gert ráð fyrir að þau rýrni á spátímanum og verði ríflega 2% lakari árið 2016 en í ár.

Horfur eru á að afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði verði rétt yfir 6% af vergri landsframleiðslu í ár, eins og spáð var í ágúst. Þótt talið sé að afgangurinn á næstu árum verði meiri en þá var spáð er áfram gert ráð fyrir að hann fari minnkandi á spátímabilinu. Undirliggjandi viðskiptaafgangur minnkar einnig í takt við minni vergan þjóðhagslegan sparnað og snýst úr ríflega 3% afgangi í ár í um 2% halla árið 2015. Hallinn er þó minni en spáð var í ágúst.

Spáð er að hagvöxtur verði 2,3% á þessu ári í stað 1,9% í ágústspánni. Aukinn vöxtur skýrist aðallega af kröftugri fjárfestingu en aðrir útgjaldabættir og framlag utanríkisviðskipta breytast lítið. Hagvaxtarhorfur til næstu tveggja ára eru hins vegar aðeins lakari en í ágúst. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur á næsta ári verði 2,6% í stað 2,8% og 2,8% árið 2015 í stað 2,9%. Gert er ráð fyrir að hægi á hagvexti á árinu 2016 og að hann verði 2% það ár. Gangi spáin eftir verður meðalhagvöxtur á spátímanum 2,4%, sem er nálægt meðalhagvexti síðustu þrjátíu ára. Líkt og í fyrri spám bankans er innlend eftirspurn einkaaðila megindrífkraftur hagvaxtarins.

Batinn á innlendum vinnumarkaði hefur verið meiri en spáð var í ágúst. Flestar vísbendingar af vinnumarkaði benda til áframhaldandi bata. Því er áætlað að heildarvinnustundum fjölgi hraðar í ár en áður hafði verið spáð og að atvinnuleysi verði einnig minna. Spáð er að árstíðarleiðrétt skráð atvinnuleysi verði rétt undir 4% við lok spátímans á síðasta fjórðungi ársins 2016. Horfur um undirliggjandi framleiðni eru svipaðar og gert var ráð fyrir, að hún aukist að meðaltali um u.þ.b. 1½% á ári á spátímanum. Er það

hægari vöxtur en á fyrri bataskeiðum en nálægt meðaltali síðustu þrjátíu ára. Samkvæmt spánni dugur framleiðnivöxturinn þó ekki til að halda aftur af kostnaðaráhrifum launahækkana á spátímanum en í takt við sögulega reynslu er gert ráð fyrir að launahækkarnir í komandi kjarasamningum verði meiri en samræmist verðbólguþéttum markmiði bankans.

Talið er að framleiðslulakinn verði rétt yfir 1% af framleiðslugetu í ár og minnki um tæpa prósentu frá því í fyrra. Slakinn er talinn örliðu meiri en í ágústspánni en líkt og þá heldur hann áfram að minnka og er áætlað að hann verði horfinn á seinni hluta árs 2015, sem er heldur síðar en áður var talið. Þetta mat byggist á því að þótt vöxtur framleiðslugetu sé smám saman að taka við sér eftir fjármálakreppuna, verði hann undir langtímaleitnivexti meginhluta spátímans.

Grunnspáin sem kynnt er í *Peningamálum* endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála næstu þrjú árin. Eins og ávallt eru nokkrir mikilvægir óvissuþættir í spánni sem breytt gætu verðbólguhorfum frá því sem gert er ráð fyrir í grunnspánni. Verði t.d. gengi krónunnar lægra eða launahækkarnir meiri en í grunnspánni er hætta á að verðbólguhorfur grunnspárinnar eða forsendan um þá vexti Seðlabankans sem nægja til þess að verðbólga hjaðni að markmiði séu of bjartsýnar. Það sama á við ef aðhaldsstig opinberra fjármála er ofmetið í grunnspánni eða ef slakinn í þjóðarbúskapnum reynist minni en nú er talið. Hætta á vanmati undirliggjandi verðbólguþrýstings er jafnframt meiri en ella í ljósi þess að langtímaverðbólguvæntingar virðast ekki hafa trausta kjölfestu. Verði alþjóðlegur efnahagsbati hins vegar veikari en gert er ráð fyrir í grunnspánni gætu efnahagssumsvif orðið minni hér á landi og verðbólguþrýstingur því minni. Hið sama á einnig við ef hægari alþjóðlegur efnahagsbati hefði í för með sér meiri lækkarnir alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs, a.m.k. að svo miklu leyti sem gengi krónunnar gæfi ekki eftir. Innlendir verðbólguþrýstingur gæti einnig orðið minni en í grunnspánni ef launahækkarnir í komandi kjarasamningum verða í betra samræmi við markmiðið um stöðugt verðlag eða ef innlendir efnahagsbati verður hægari, t.d. ef fjárfesting í orkufrekum iðnaði verður minni en gert er ráð fyrir í grunnspánni.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri skýrði nefndinni frá gangi mála frá síðasta fundi nefndarinnar vegna vinnu innan Seðlabankans og á vegum annarra stjórnvalda í tengslum við losun fjármagnshafta. Einnig greindi hann frá gangi viðræðna um fjárhagsleg samskipti ríkissjóðs og Seðlabankans. Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum einnig frá fundum íslensku sendinefndarinnar með fulltrúum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og fundum sínum með öðrum seðlabankamönnum, matsfyrirtækjum og fjármálastofnunum á ársfundi Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í Washingtonborg.

Nefndarmenn ræddu skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika*, sem var birt eftir októberfund peningastefnufndar, stöðu fjármálastofnana og úrræði þeirra til endurskipulagningar sem og framvinduna við endurskipulagningu einkageirans. Einnig var fjallað um sameiginlegan fund Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitsins um fjármálastöðugleika í byrjun október.

Nefndin var sammála um að horfur um hagvöxt í ár hefðu batnað. Þjóðhagsspáin sem birtist í *Peningamálum* 6. nóvember gerir ráð fyrir nokkru meiri hagvexti í ár en bankinn spáði í ágúst, eða 2,3%, en svipuðum hagvexti næstu tvö árin og áður var spáð. Nýjustu

vísbendingar af vinnumarkaði bentu jafnframt til þess að batinn þar héldi áfram af auknum krafti. Hefur heildarvinnustundum ekki fjölgað jafnmikið á einu ári frá árinu 2007.

Nefndin fjallaði um nýliðna þróun á gjaldeyrismarkaði og viðskipti Seðlabankans á honum. Inngripastefna Seðlabankans virðist áfram stuðla að minni sveiflum á gengi krónunnar. Hafði gengið haldist því sem næst óbreytt frá síðasta fundi nefndarinnar og gengisflökt verið lítið.

Nefndin ræddi einnig áhrif versnandi viðskiptakjara Íslands á undanförnum misserum og taldi að þau hefðu rýrt viðskiptaafgang og sett þrýsting á gengi krónunnar. Lítið fram á við væri einnig óvissa um áhrif þungrar greiðslubyrðar erlendra lána, uppgjöra búa fallinna banka og losunar fjármagnshafta á gengisþróun.

Nefndin ræddi nýlega verðbólguþróun og -horfur. Verðbólga hefur minnkað á ný eftir að hafa aukist nokkuð á þriðja fjórðungi ársins. Verðbólguhorfur samkvæmt spá Seðlabankans eru þó í stórum dráttum svipaðar og gert var ráð fyrir í ágúst og er ekki gert ráð fyrir að verðbólga hnigi að markmiði fyrr en undir lok árs 2015. Að mati nefndarinnar verður hjöðnun verðbólgunnar samkvæmt spánni illásættanlega hæg. Einnig sé ljóst að verðbólga verði sem fyrr næm fyrir þróun gengis og launa á næstu misserum. Verðbólguþrýstingur sé jafnframt töluverður, undirliggjandi verðbólga enn yfir verðbólguþrýsting Seðlabankans og verðbólguvæntingar hafi lítið breyst.

Nefndin taldi að nú um stundir skipti óvissa vegna komandi kjarasamninga mestu máli. Í spá Seðlabankans væri sem fyrr byggt á sögulegri reynslu og gert ráð fyrir launahækkunum í kjarasamningum sem væru umfram það sem samrýmist verðbólguþrýstingnum, enda fæli hún í sér að launakostnaður á framleidda einingu myndi aukast um 4½% í ár og um 3,7% á ári að meðaltali á spátímanum. Eins og á síðasta fundi nefndarinnar var nefndin sammála um að ef launahækkunir yrðu í samræmi við spána væri líklegt að nafnvextir bankans myndu að óbreyttu verða hækkaðir í framhaldinu, sérstaklega ef slakinn í þjóðarþúskapnum héldi áfram að minnka. Launahækkunir umfram það myndu auka líkur á vaxtahækkunum enn frekar. Yrðu launahækkunir hins vegar í samræmi við verðbólguþrýsting myndi verðbólga að öðru óbreyttu hjaðna hraðar en gert er ráð fyrir í spánni og vextir verða lægri en ella.

Nefndin taldi jafnframt að stefnan í ríkisfjármálum myndi hafa áhrif á aðhaldsstig peningastefnunnar. Því væri mikilvægt að aðhald í ríkisfjármálum yrði að minnsta kosti jafn mikið eftir meðferð Alþingis og boðað er í frumvarpi til fjárlaga fyrir árið 2014.

Í ljósi umræðunnar lagði seðlabankastjóri til að vöxtum yrði haldið óbreyttum: innlánsvöxtum (vöxtum á viðskiptareikningum) í 5%, hámarksvöxtum á 28 daga innstæðubréfum í 5,75%, vöxtum af lánum gegn veði til sjö daga í 6% og daglánvöxtum í 7%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra. Tveir nefndarmenn lýstu þó yfir vaxandi áhyggjum af því hversu þrálát verðbólga og verðbólguvæntingar væru. Þeir studdu hins vegar tillögu seðlabankastjóra þar sem þeir töldu rétt að bíða þar til að niðurstaða kjarasamninga kæmi í ljós.

Nefndarmenn voru sammála um að laust taumhald peningastefnunnar hefði stutt við efnahagsbatann á undanförnum misserum. Áfram gildi að eftir því sem slakinn hyrfi úr þjóðarþúskapnum væri nauðsynlegt að slaki peningastefnunnar hyrfi einnig. Að hve miklu leyti aðlögunin ætti sér stað með breytingum á nafnvöxtum Seðlabankans færi eftir framvindu verðbólgunnar, sem myndi ráðast að miklu leyti af þróun launa og gengishreyfingum krónunnar.

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 11. desember 2013.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2013

Birt: 25. desember 2013

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 9. og 10. desember 2013, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 11. 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 þjórðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 6. nóvember.

Fjármálamarkaðir

Þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í desember var viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði 2,7% hærra en á fundi hennar í nóvember. Á milli funda hafði gengi krónunnar hækkað um 1,6% gagnvart evru, 3,5% gagnvart Bandaríkjadal og um 1,0% gagnvart sterlingspundi. Tilboð í krónur á aflandsmarkaði voru á bilinu 226-260 krónur fyrir hverja evru og höfðu lítið breyst.

Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu um 15 milljónum evra (um 2,4 ma.kr.) frá síðasta fundi nefndarinnar, sem nemur um 16% af veltu á gjaldeyrismarkaði á þeim tíma.

Lausafjárstaða á millibankamarkaði með krónur hélst almennt rúm milli funda og voru vextir til einnar nætur eins og áður í neðri hluta vaxtagangsins, á bilinu 0,25-0,9 prósentum hærri en vextir á viðskiptareikningum. Velta á millibankamarkaði hefur verið um 376 ma.kr. það sem af er ári sem er svipuð velta og á sama tímabili í fyrra.

Virkir nafnstýrivextir eru um þessar mundir nálægt einföldu meðaltali innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa. Meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar var 3,9% þegar desemberfundurinn var haldinn. Samkvæmt því voru raunskýrivextir 1,4% þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í desember, þ.e.a.s. nánast óbreyttir frá nóvemberfundinum.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands er nánast óbreytt frá nóvemberfundinum og var um 1,8 prósentur rétt fyrir desemberfundinn. Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs, sem lesa má út úr mun á vöxtum skuldabréfa ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum og sambærilegra bréfa ríkissjóðs Bandaríkjanna, hafði hækkað um 0,2 prósentur frá síðasta fundi og mældist 2,8 prósentur. Er þá miðað við ríkisbréf þessara landa á gjalddaga 2016. Álagið hafði hins vegar lækkað lítillega miðað við ríkisbréf landanna á gjalddaga 2022 og mældist einnig 2,8 prósentur.

Óbreyttir vextir Seðlabankans í desember virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn og voru í samræmi við væntingar greiningardeilda fjármálafrýrtækja. Flestar greiningardeildir nefndu sem rök fyrir óbreyttum vöxtum að verðbólga hefði haldist stöðug og krónan styrkst frá síðasta fundi nefndarinnar. Töldu greiningardeildirnar að peningastefnunefndin myndi bíða niðurstöðu kjarasamninga og meðferð þingsins á tillögum ríkisstjórnarinnar um lækun á verðtryggðum húsnæðisskuldum áður en hún tæki ákvörðun um að breyta vöxtum.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) dróst saman um 1,2% milli mánaða í október en jókst um 3,2% milli ára. Er það fimmti mánuðurinn í röð sem M3 eykst milli ára eftir að hafa dregist saman samfelld frá september 2012. Sé litið fram hjá innlánnum eignarhaldsfélaga jókst M3 um ½% milli ára í október. Þrengra skilgreint peningamagn jókst einnig milli ára í október líkt og í september eftir að hafa dregist samfelld saman frá júlí 2012. Þannig jókst M2 um 0,9% og M1 um 2,8% milli ára.

Seðlabankinn hóf á miðju þessu ári að safna nákvæmari upplýsingum um ný útlán innlánsstofnana til heimila og fyrirtækja. Fyrri tölur tóku ekki að fullu tillit til uppgreiðslu lána, sem gerði bankanum erfitt að meta umfang nýrra útlána í bankakerfinu. Samkvæmt upplýsingum um ný útlán stóru viðskiptabankanna þriggja námu hrein ný útlán (ný útlán að frádregnum uppgreiðslum) til heimila um 44 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum ársins, um 6% af heildarútlánastofni innlánsstofnana til heimila í upphafi þessa árs, og höfðu farið vaxandi eftir því sem leið á árið. Hrein ný lán til fyrirtækja, annarra en eignarhaldsfélaga, höfðu að sama skapi aukist og námu tæplega 66 ma.kr. á sama tímabili eða tæplega 6½% af heildarútlánastofni innlánsstofnana til fyrirtækja í ársbyrjun 2013.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI6, hafði hækkað um 8,6% milli funda. Velta á aðalmarkaði Nasdaq OMX Iceland var um 232 ma.kr. á fyrstu ellefu mánuðum ársins en var um 76 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Markaðsvirði skráðra félaga á aðalmarkaðnum í byrjun desember nam um 507 ma.kr. eða u.þ.b. fjórðungi af vergri landsframleiðslu ársins 2012.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt nýjustu spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD), sem var birt í nóvember, verður hagvöxtur í heiminum og alþjóðaviðskipti minni í ár en stofnunin hafði spáð í maí, en spá um verðbólgu var óbreytt. Minni hagvöxtur á þessu ári skýrist aðallega af minni hagvexti í nýmarkaðsríkjunum. Gert er ráð fyrir 0,4% samdrætti á evrusvæðinu, sem er 0,2 prósentum minni samdráttur en áður hafði verið spáð. Spáð er 3,6% hagvexti í

heiminum á næsta ári. Spáin um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands á þessu ári hefur hins vegar verið endurskoðuð lítillega upp á við í 0,7% en búist er við að hagvöxtur verði heldur minni árið 2014 en spáð var í maí eða 1,8%. Spár *Consensus Forecasts* fyrir helstu viðskiptalönd Íslands árið 2013 eru óbreyttar frá nóvemberfundi peningastefnunar.

Afgangur af vöruviðskiptum Íslands var 7,2 ma.kr. í október og samkvæmt bráðabirgðatölum 12,3 ma.kr. í nóvember. Verðmæti bæði út- og innflutnings hefur dregist saman undanfarna tvo mánuði frá sama tíma í fyrra. Minnkandi verðmæti útflutnings skýrist af samdrætti í verðmæti útfluttra iðnaðarvara og samdráttur í verðmæti innflutnings af samdrætti í innflutningsverðmæti hrá- og rekstrarvara.

Álverð hefur lækkað lítillega frá síðasta fundi peningastefnunar og verð sjávarafurða lækkaði bæði í september og október. Viðskiptakjör rýrnuðu um rúmlega 4% á þriðja ársfjórðungi frá sama tíma í fyrra.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt nýjum þjóðhagsreikningum sem Hagstofa Íslands birti í desember var árshagvöxtur 4,9% á þriðja fjórðungi ársins en árstíðarleiðrétt landsframleiðsla jókst um 3,7% frá fyrri fjórðungi miðað við árstíðarleiðréttar tölur Seðlabankans. Á fyrstu þremur fjórðungum ársins jókst landsframleiðslan um 3,1% frá sama tíma í fyrra. Áður birtar tölur fyrir fyrri hluta ársins voru einnig endurskoðaðar og hafði sú endurskoðun í för með sér lítils háttar lækkun á mati á hagvexti á fyrri helmingi ársins og er hann nú talinn hafa verið 2,1% í stað 2,2%.

Framlag utanríkisviðskipta var helsti drifkraftur hagvaxtarins á þriðja ársfjórðungi enda vöxtur útflutnings umtalsvert meiri en vöxtur innflutnings. Jókst útflutningur um 8,3% en innflutningur um 1,6%. Af innlendum eftirspurnarliðum munaði mestu um vöxt einkaneyslu. Ef horft er til neyslu og fjárfestingar í heild var þróunin lík spá Seðlabankans sem birt var í *Peningamálum* í nóvember, hvort heldur litið er til þriðja ársfjórðungs eða fyrstu níu mánaða ársins. Hagvöxtur á þriðja ársfjórðungi var þó umtalsvert meiri en spáð var eða 4,9% samanborið við 2,5% vöxt í nóvemberspánni. Svipaða sögu er að segja um þróun fyrstu þriggja ársfjórðunganna en hagvöxturinn á því tímabili var 3,1% samanborið við 2,3% í spánni. Skýringin felst í meira framlagi utanríkisviðskipta sakir meiri útflutnings og minni innflutnings en áður var gert ráð fyrir.

Afgangur á viðskiptajöfnuði nam 11,5% af landsframleiðslu á þriðja fjórðungi ársins eða 54 ma.kr. Afgangurinn stafar að mestu leyti af 46 ma.kr. afgangi á þjónustuviðskiptum og 21 ma.kr. afgangi af vöruviðskiptunum. Hins vegar var 9,6 ma.kr. halli á þáttatekjum. Endurskoðun á áður birtum tölum fyrir árið 2012 og fyrri helming ársins hefur leitt í ljós að halli á viðskiptajöfnuði var minni en áður var talið. Undirliggjandi viðskiptajöfnuður var jákvæður um sem nemur 13,3% af landsframleiðslu á fjórðungnum, en í *Peningamálum* í nóvember var gert ráð fyrir 11,1% afgangi. Meiri afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði skýrir fráviknið að mestu leyti.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu í október benda til þess að þróun hennar í upphafi ársfjórðungsins hafi verið áþekkt því sem var á þriðja ársfjórðungi. T.d. jókst greiðslukortavelta í október um 2,6% frá fyrra ári. Þá hefur verið nokkur vöxtur í smásöluveltu á síðustu mánuðum, sérstaklega í veltu sérvöru á borð við húsgögn og raftæki.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup jókst bjartsýni neytenda lítilla í nóvember. Mældist væntingavísitalan 68,4 stig, sem er þó nokkru lægra gildi en var fyrir ári. Í nóvember munaði mestu um hækkun í mati á efnahagslífinu en allar undirvísitölurnar mælast undir gildinu 100 sem þýðir að fleiri svarendur eru svartsýnir en bjartsýnir.

Skráð atvinnuleysi sem Vinnumálastofnun birtir var 3,9% í október. Hefur það nánast staðið í stað frá maímánuði en hefur minnkað um 0,3 prósentur í 4,1% að teknu tilliti til árstíðar.

Launavísitalan hækkaði um 0,2% milli mánaða í október og nam árshækkun hennar 6%. Kaupmáttur miðað við launavísitölu jókst um 0,2% milli mánaða og um 2,3% milli ára.

Samkvæmt niðurstöðum könnunar Capacent Gallup, sem var framkvæmd í nóvember sl. meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, vildu heldur fleiri fyrirtæki fækka starfsfólki fremur en fjölga á næstu sex mánuðum. Þetta er svipuð niðurstaða og var í síðustu könnun, sem gerð var í september, en breyting frá fyrri könnunum ársins þegar 10 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fjölga starfsfólki frekar en fækka.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup í nóvember voru stjórnendur lítilla bjartsýnni um horfur í efnahagsmálum á næstu sex mánuðum en í síðustu könnun í september. Tæplega 46% svarenda álitu þó núverandi aðstæður slæmar og um 47% töldu þær vera hvorki góðar né slæmar. Hins vegar voru stjórnendur bjartsýnni um framtíðarhorfur. Tæplega 33% svarenda bjuggust við að aðstæður myndu batna á næstu sex mánuðum og fjölgar þeim sem eru bjartsýnir milli kannana. Stjórnendur í byggingarstarfsemi voru svartsýnni en aðrir í nóvember um aðstæður eftir sex mánuði en ásamt þeim voru stjórnendur í verslun og samgöngum svartsýnni en í september. Allir stjórnendur voru þó bjartsýnni en á sama tíma í fyrra. Um 56% stjórnenda töldu að aðstæður yrðu óbreyttar á næstu sex mánuðum.

Húsnæðisverðvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok nóvember, hækkaði um 1½% frá fyrri mánuði en um 0,9% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 1,6% milli mánaða í október og um 1% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Um 6% fleiri kaupsamningar voru gerðir á landinu öllu í nóvember en í sama mánuði árið 2012 og á fyrstu ellefu mánuðum ársins hafði rúmlega 9% fleiri kaupsamningum verið þinglýst en á sama tímabili árið 2012.

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til næstu fimm ára var um 3,9% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði hækkað um 0,3 prósentur frá nóvemberfundinum. Verðbólguálagið til næstu fimm ára þar á eftir var um 4,3% og hafði hækkað um 0,6 prósentur. Verðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja hafa hins vegar lítið breyst að undanfögnu. Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum heimila sem framkvæmd var í nóvember mældust þær 5% hvort heldur til eins eða tveggja ára og hafa haldist óbreyttar um nokkurn tíma. Í sambærilegri könnun meðal fyrirtækja sem gerð var í nóvember kom fram að stjórnendur fyrirtækja væntu 3,9% verðbólgu eftir eitt ár samanborið við 4% í september.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,36% í nóvember frá fyrri mánuði. Ársverðbólga mældist 3,7% og jókst úr 3,6% í október. Undirliggjandi ársverðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3 hækkaði um 0,6% milli mánaða og um 0,4% samkvæmt kjarnavísitölu 4. Ársverðbólga á þá mælikvarða mældist 4,2% og 3,5%. Hækkun húsnæðisliðar vísitölnnar og flugfargjalda hafði mest áhrif til hækkunar vísitölnnar en bensínverðslækkun vó á móti.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri skýrði nefndinni frá gangi mála frá síðasta fundi nefndarinnar vegna vinnu innan Seðlabankans og á vegum annarra stjórnvalda í tengslum við losun fjármagnshafta.

Nefndarmenn voru sammála um að verðbólguhorfur væru að mestu í takt við spá Seðlabankans frá því í nóvember. Eftir að hafa aukist nokkuð á þriðja fjórðungi ársins hafði verðbólga minnkað á ný og mældist 3,7% í nóvember. Gengi krónunnar var einnig nokkru hærra en við síðustu vaxtaákvörðun en þó svipað og gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans.

Efnahagshorfur höfðu batnað frá því í nóvember að mati nefndarinnar. Samkvæmt nýbirtum þjóðhagsreikningum var hagvöxtur fyrstu þrjá fjórðunga ársins 3,1%. Það er töluvert meiri vöxtur en Seðlabankinn spáði og samrýmist vísbendingum um sterkan bata á vinnumarkaði sem áður voru komnar fram.

Eins og áður taldi nefndin að niðurstaða kjarasamninga myndi hafa afgerandi áhrif á verðbólguhorfur og þar með á þróun vaxta á næstu misserum. Verði launahækkanir umfram það sem samrýmist verðbólgu markmiði bankans taldi nefndin líklegt að nafnvextir hans þyrftu að óbreyttu að hækka í framhaldinu, sérstaklega ef slakinn í þjóðarbúskapnum minnkar áfram.

Nefndin var sem fyrr sammála um mikilvægi þess að aðhald í ríkisfjármálum á næstu árum yrði að minnsta kosti jafn mikið eftir meðferð Alþingis og boðað er í frumvarpi til fjárlaga 2014.

Nefndin ræddi ítarlega áhrif höfuðstólslækkunar verðtryggðra húsnæðislána en áætlanir ríkisstjórnarinnar um lækkun verðtryggðra skulda heimila liggja nú fyrir í meginatriðum. Formaður sérfræðingahóps um höfuðstólslækkun verðtryggðra húsnæðislána, efnahagsráðgjafi sérfræðingahópsins og fulltrúar fjármála- og efnahagsráðuneytisins greindu nefndinni frá helstu tillögum hópsins og mati sínu á áhrifum þeirra. Hafin er vinna innan Seðlabankans við að meta áhrif tillagnanna á efnahagshorfur, fjármálastöðugleika og ríkisfjármál. Þótt endanlegar niðurstöður þeirrar vinnu liggi ekki enn fyrir taldi nefndin ljóst að þær muni að öðru óbreyttu auka innlenda eftirspurn. Vegna þess að slakinn í þjóðarbúskapnum er óðum að hverfa mun meiri eftirspurn auka verðbólgu að óbreyttu taumhaldi peningastefnunnar. Meiri eftirspurn mun einnig auka innflutning og draga úr viðskiptaafgangi og stuðla að lægra gengi en ella.

Þótt nefndarmenn teldu verðbólguáhrif höfuðstólslækkunar verðtryggðra lána vanmetin í þeim greinargerðum sem fyrir liggja töldu þeir að miðað við umfang aðgerðanna og dreifingu þeirra yfir tíma myndi þéttara taumhald peningastefnunnar duga til þess að verðbólgu markmiðið næðist á næstu misserum, að öðru óbreyttu. Þeir töldu eigi að síður mikilvægt að við útfærslu aðgerðanna yrði hugað að því með hvaða hætti draga mætti úr neikvæðum hliðarverkunum þeirra á viðskiptajöfnuð og verðbólgu, því að þannig yrði þörfin fyrir mótvægisáðgerðir peningastefnunnar minni.

Í ljósi umræðunnar lagði seðlabankastjóri til að vöxtum yrði haldið óbreyttum: innlánsvöxtum (vöxtum á viðskiptareikningum) í 5%, hámarksvöxtum á 28 daga innstæðubréfum í 5,75%, vöxtum af lánum gegn veði til sjö daga í 6% og daglánvöxtum í 7%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra. Sumir nefndarmenn höfðu þó sem fyrr miklar áhyggjur af því hversu þrálát verðbólga og verðbólguvæntingar væru, en verðbólguvæntingar hefðu hækkað að undanfögnu. Í því sambandi var nefnt að krafturinn í þjóðarbúskapnum væri meiri en reiknað hafði verið með og mikil óvissa væri um

niðurstöðu kjarasamninga. Þá myndu aðgerðir stjórnvalda til lækkunar höfuðstóls verðtryggðra húsnæðislána auka enn frekar á verðbólguþrýsting. Einn nefndarmaður hefði af ofangreindum ástæðum heldur kosið 0,25 prósentna hækkun vaxta, en hann féllst þó á þau rök að ekki væri tímabært að bregðast við fyrr en niðurstöður kjarasamninga og fjárlaga, ásamt mati á áhrifum skuldalækkunar, lægju fyrir.

Nefndarmenn ræddu einnig fyrirhugaða sölu sértryggðra samningsbundinna skuldabréfa Arion banka hf. sem tilkynnt var um opinberlega 16. desember. Taldi nefndin nauðsynlegt að dreifa sölu þeirra yfir tíma. Lausafjárstýring Seðlabankans mun tryggja að peningaleg skilyrði séu í samræmi við ákvarðanir peningastefnunnar þrátt fyrir söluna. Að öðru leyti mun nefndin taka tillit til hugsanlegra áhrifa hennar á fjármálamarkaði og lengri tíma vexti þegar nefndin leggur mat á hæfilegt taumhald peningastefnunnar á hverjum tíma.

Nefndarmenn voru sammála um að kröftugri efnahagsbati og ofangreindar aðgerðir stjórnvalda myndu að öðru óbreyttu krefjast þess að taumhald peningastefnunnar yrði hert hraðar en áður hafði verið búist við. Að hve miklu leyti aðlögunin ætti sér stað með breytingum nafnvaxta Seðlabankans færi eftir framvindu verðbólgunnar, sem myndi ráðast að miklu leyti af þróun launa og gengishreyfingum krónunnar.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Pórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins. Einnig sátu formaður sérfræðingahóps um höfuðstólslækkun verðtryggðra húsnæðislána, efnahagsráðgjafi sérfræðingahópsins og fulltrúar fjármála- og efnahagsráðuneytisins hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunnarinnar verður birt miðvikudaginn 12. febrúar 2014.



27. mars 2001

Yfirlýsing um verðbólguþröskul og breytta gengisstefnu

Í dag undirrituðu forsætisráðherra og bankastjórn Seðlabanka Íslands yfirlýsingu um breytingar á fyrirkomulagi stjórnar peningamála á Íslandi og er hún svohljóðandi:

Ríkisstjórn Íslands og Seðlabanki Íslands hafa ákveðið eftirfarandi breytingar á fyrirkomulagi stjórnar peningamála á Íslandi sem taka gildi 28. mars 2001:

(1) Meginþröskul stjórnar peningamála verður stöðugleiki í verðlagsmálum, eins og hann er skilgreindur hér að neðan. Seðlabankanum ber þó einnig að stuðla að fjármálalegum stöðugleika og framgangi meginþröskulna efnahagsstefnu ríkisstjórnarinnar að svo miklu leyti sem hann telur það ekki ganga gegn meginþröskul hans um verðstöðugleika.

(2) Í stað þess að þröskul peningastefnuna við að halda gengi krónunnar innan vikmarka mun Seðlabankinn hér eftir þröskul hana við að halda verðbólgu innan ákveðinna marka sem nánar eru tilgreind hér að neðan.

(3) Með ofangreindri breytingu eru núverandi vikmörk gengis íslensku krónunnar afnumin. Gengið mun þó áfram verða mikilvæg viðmiðun peningastefnunnar.

(4) Ríkisstjórnin veitir Seðlabankanum fullt svigrúm til að beita stjórnartækjum sínum í því skyni að ná verðbólguþröskul sínu.

(5) Síðar í þessari viku mun ríkisstjórnin leggja fram frumvarp til laga um Seðlabanka Íslands sem felur í sér að lögfestar verða ofangreindar ákvarðanir um stöðugleika í verðlagsmálum sem meginþröskul peningastefnunnar og um sjálfstæði Seðlabankans til að beita stjórnartækjum sínum.

(6) Verðbólguþröskul Seðlabankans mun miðast við 12 mánaða breytingu vísitölu neysluverðs eins og hún er nú reiknuð af Hagstofu Íslands. Þá verður þess farið á leit við Hagstofuna að hún reikni eina eða fleiri vísitölur sem nota má til að meta undirliggjandi verðlagsþróun, eins og nánar verður samið um á milli Hagstofunnar og Seðlabanka Íslands. Seðlabankinn mun hafa hliðsjón af slíkum vísitölum við mat á stöðu verðlagsmála og framkvæmd peningastefnunnar.

(7) Seðlabankinn mun stefna að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á 12 mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%.

(8) Víki verðbólga meira en $\pm 1\frac{1}{2}\%$ frá settu marki ber bankanum að ná verðbólgu svo fljótt sem auðið er inn fyrir þau mörk að nýju. Jafnframt ber bankanum að senda greinargerð til

ríkisstjórnar þar sem fram kemur hver ástæða frávikanna er, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hve langan tíma hann telur það taka að ná verðbólgu markmiðinu að nýju. Greinargerð bankans verður birt opinberlega.

(9) Seðlabankinn skal stefna að því að ná markmiðinu um 2½% verðbólgu eigi síðar en í árslok 2003. Á árinu 2001 skulu efri mörk verðbólgunnar vera 3½% fyrir ofan verðbólgu markmiðið en 2% á árinu 2002. Neðri mörkin verða 1½% neðan við markmiðið á þessum árum og framvegis. Fari verðbólgan út fyrir þessi mörk á árunum 2001 og 2002 kemur til viðbragða í samræmi við 8. tölulið.

(10) Þrátt fyrir afnám vikmarka gengisstefnunnar mun Seðlabankinn grípa inn í þróun gjaldeyrismarkaðar með kaupum og sölu gjaldeyris telji hann það nauðsynlegt til að stuðla að ofangreindum markmiðum um verðbólgu eða ef hann telur að gengissveiflur geti ógnað fjármálalegum stöðugleika.

(11) Seðlabankinn gerir verðbólgu spár þar sem spáð er a.m.k. tvö ár fram í tímann. Spárnar skulu birtar í riti bankans *Peningamálum*. Þar skal einnig koma fram mat bankans á helstu óvissuþáttum tengdum spánni. Jafnframt mun bankinn gera grein fyrir mati sínu á stöðu og horfum í efnahagsmálum.

[Breyting samkvæmt samkomulagi forsætisráðherra og bankastjórnar Seðlabanka Íslands 11. nóvember 2005]

(12) Seðlabankinn mun í ritum sínum gera grein fyrir því hvernig til hefur tekist við að ná verðbólgu markmiði bankans. Jafnframt mun bankastjórn Seðlabanka Íslands gera ráðherra, ríkisstjórn, einstökum ráðherrum og nefndum Alþingis grein fyrir stefnu bankans í peningamálum og mati hans á stöðu og horfum í efnahagsmálum.



12. september 2013

Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram fráviksmörk

Samkvæmt lögum nr. 36/2001 um Seðlabanka Íslands er meginmarkmið stjórnar peningamála stöðugleiki í verðlagsmálum. Í yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabankans frá 27. mars 2001 var bankanum sett verðbólguþakmið, þ.e.a.s. að hann skuli stefna að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%. Í yfirlýsingunni er einnig kveðið á um að víki verðbólga meira en 1½ prósentu frá markmiðinu beri bankanum að senda greinargerð til ríkisstjórnar þar sem fram komi hverjar bankinn telur vera meginástæður fráviksins, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hve langan tíma hann telur að það muni taka að ná verðbólguþakmiðinu að nýju. Greinargerðina skal birta opinberlega. Rétt er þó að ítreka að þessi fráviksmörk fela ekki í sér neina aðra formlega kvöð af hálfu Seðlabankans. Markmið bankans er að halda verðbólgu sem næst 2½% að jafnaði, ekki einungis innan markanna.

Samkvæmt mælingu Hagstofu Íslands, sem birt var 28. ágúst, mældist tólf mánaða verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs 4,3% í ágúst, sem er meira en 1½ prósentu frá verðbólguþakmiðinu. Fráviksmörk verðbólguþaksins hafa því verið rofin á ný eftir að verðbólga fór inn fyrir þau í mars sl. og er það tilefni þessarar greinargerðar.

Verðbólguþróunin undanfarið

Verðbólgan náði lágmarki í kjölfar fjármálakreppunnar snemma árs 2011. Hún tók síðan að rísa nokkuð er leið á árið 2011, fyrst vegna hækkunar olíuverðs og lækkunar á gengi krónunnar en síðar fyrst og fremst vegna ríflegra launahækkana í kjölfar kjarasamninga vorið 2011. Eftir að hún náði hámarki í 6,4% í apríl 2012 tók hún að hjaðna á ný og var komin í 3,3% í júní sl. Þá tók hún að vaxa á ný og mældist 4,3% í ágúst, eins og áður hefur komið fram. Hækkunin í ágúst stafaði að nokkru leyti af óhagstæðum grunnáhrifum, þ.e.a.s. lækkun vísitölunnar á sama tíma árið 2012 sem rekja má til mikillar styrkingar krónunnar um sumarið.

Þeir þættir sem vegið hafa þyngst í þróun verðbólgu undanfarið eru annars vegar verðlag innlendar þjónustu, en verðlag þjónustu einkaaðila hækkaði um 6,7% í ágúst frá fyrra ári og verðlag opinberrar þjónustu um 5%, en saman vega þessir tveir liðir tæplega þriðjung í vísitölu neysluverðs. Annar veigamikill þáttur verðbólgunnar er hækkun húsnæðisliðar vísitölnnar, sem að nokkru leyti má rekja til hækkunar á ýmsum kostnaðarliðum tengdum rekstri og viðhaldi húsnæðis en einnig til hækkunar á markaðsvirði húsnæðis.

Verðbólgan undanfarið virðist fyrst og fremst eiga sér rætur í innlendum kostnaði fremur en innfluttum. Þannig nam árshækkun verðlags innfluttrar vöru án áfengis og tóbaks einungis um 2% í ágúst. Verðhækkanir virðast einnig nokkuð almennar. Það endurspeglast líka í mælikvörðum á undirliggjandi verðbólgu, sem einnig hafa hækkað nokkuð frá því í júní. Þannig mældist verðbólga samkvæmt kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa 4,7% og hafði vaxið úr 3,5% í júní. Undirliggjandi verðbólga samkvæmt kjarnavísitölu 4 án skattaáhrifa hefur einnig aukist og mældist 4,2% og hafði aukist úr 3,2% í júní.¹

Verðbólguvæntingar mælast einnig um og yfir 4% og hafa þróast með svipuðum hætti og mæld verðbólga og hafa aukist á flesta mælikvarða frá því í vor.

Breytir þessi þróun mati Seðlabankans á verðbólguhorfum?

Seðlabankinn birti síðast verðbólguþá í *Peningamálum* 2013/3 hinn 21. ágúst sl. Þar var því spáð að verðbólga myndi aukast úr 3,3% á öðrum fjórðungi þessa árs í 4% á þeim þriðja og í 4,1% á þeim fjórða. Samkvæmt spánni mun verðbólgan síðan hjaðna á ný og vera komin niður í u.þ.b. 3% á síðasta fjórðungi næsta árs og nálægt 2½% markmiðinu á seinni hluta árs 2015 og í markmið snemma árs 2016.

Aukin verðbólga síðla sumars var því að stærstum hluta fyrirséð og í samræmi við spá bankans, þótt aukningin sé lítillaga meiri en þar var spáð. Ekki er því á þessari stundu ástæða til að breyta því mati bankans á verðbólguhorfum sem birtist í *Peningamálum* 2013/3.

Bankinn mun birta nýja verðbólguþá í *Peningamálum* sem gefin verða út 6. nóvember nk.

¹ Kjarnavísitala 3 án skatta undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflukenndra matvöruliða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána. Kjarnavísitala 4 án skatta undanskilur til viðbótar áhrif breytinga á markaðsvirði húsnæðis.

Viðbrögð peningastefnunnar

Þar sem rof fráviksmarka var að þessu sinni í meginatriðum fyrirséð endurspeglast hún í síðustu vaxtaákvörðun peningastefnunnar bankans. Rof fráviksmarkanna eitt og sér kallar því ekki á sérstök viðbrögð peningastefnunnar.

Samkvæmt spá bankans frá því í ágúst mun verðbólga hjaðna frá og með ársbyrjun 2014 en hún mun hjaðna hægt og verðból gumarkmiðið því ekki nást fyrr en snemma árs 2016. Það er mjög hæg hjöðnun og telst varla ásættanleg og brýnt að unnið sé að því að hún verði hraðari.

Að miklu leyti stafar þessi hæga hjöðnun verðbólgu af því að í spánni er í ljósi sögulegrar reynslu gert ráð fyrir nokkuð ríflegum launahækkunum í komandi kjarasamningum. Launakostnaður á framleidda einingu mun því vaxa um 4½% á þessu ári og um 4% á ári næstu tvö ár. Það er töluvert umfram það sem að öðru óbreyttu getur samrýmst 2½% verðbólgu. Samkvæmt spánni ve ga ríflegar launahækkunar á móti tiltölulega stöðugu gengi krónunnar og áframhaldandi slaka í þjóðarbúskapnum. Þessi þróun gæti kallað á frekari hækkun á vöxtum bankans á komandi misserum og þeir verða í öllu falli hærri en ef launahækkunar verða í samræmi við verðból gumarkmiðið. Það er því ljóst að verði launahækkunar enn meiri en gert er ráð fyrir í spánni er óhjákvæmilegt að peningastefnan þurfi að bregðast við með hækkun vaxta.

Verði launahækkunar í komandi kjarasamningum hins vegar hófsamari en gert er ráð fyrir í spánni mun verðbólga að öðru óbreyttu hjaðna hraðar. Vextir yrðu þá lægri en ella og innlend eftirspurn, vinnuafslnotkun og hagvöxtur meiri en spá bankans gerir ráð fyrir. Til dæmis um það hvaða ávinning slík þróun gæti haft varðandi verðból gumarkmið Seðlabankans má nefna að ef laun á árunum 2014 og 2015 hækka ekki umfram verðból gumarkmið og áætlaða framleiðniaukningu mun verðból gumarkmið að öðru óbreyttu nást síðla árs 2014 eða snemma árs 2015 sem er um ári fyrr en í grunnspá. Afar brýnt er að unnið sé að því að þetta verði niðurstaðan.

Helsta tæki Seðlabankans til þess að hafa áhrif á verðbólgu eru vextir bankans í viðskiptum við innlánsstofnanir. Almennt gildir að horfur um langvarandi verðbólgu yfir markmiði kalla á hækkun vaxta í því skyni að draga úr umsvifum í þjóðarbúskapnum og draga þannig úr þrýstingi á verðlag. Þegar lagt er mat á núverandi stöðu verður að hafa í huga að Seðlabankinn hefur þegar hækkað vexti sína umtalsvert frá því þeir náðu lágmarki, en áhrif þeirra hækkanu eru vart komin fram að fullu leyti.

Annar mikilvægur farvegur fyrir miðlun peningastefnunnar eru áhrif hennar á gengi krónunnar, sem einnig hefur áhrif á verðlags- og launaþróun. Að öðru óbreyttu hafa hærri vextir tilhneigingu til að styrkja gengi krónunnar, a.m.k. tímabundið, en þessi farvegur

vaxtaáhrifa er þó veikari en ella um þessar mundir vegna fjármagnshafa. Báðir þessir farvegir miðlunar peningastefnunnar eru mikilli óvissu háðir. Því er ákvörðun um vexti og möguleg inngríp á gjaldeyrismarkaði ævinlega matsatriði, jafnvel þótt byggt sé á öllum tiltækum upplýsingum sem máli skipta og bestu fánlegu líkönum við mat á efnahagshorfum.

Það hefur verið mat peningastefnunefndarinnar að nokkur slaki hafi verið í þjóðarbúskapnum frá fjármálahruninu haustið 2008, þ.e.a.s. að framleiðslugetan hafi ekki verið nýtt að því marki að það stuðli að aukinni verðbólgu. Því hafi verið nokkurt svigrúm til þess að halda raunvöxtum bankans tímabundið lægri en þeir þurfa að vera að jafnaði þegar framleiðslugeta er u.þ.b. fullnýtt og með því hefur peningastefnan stutt við efnahagsbatann. Peningastefnunefndin hefur hins vegar ítrekað lagt áherslu á að eftir því sem slakinn í þjóðarbúskapnum minnki þurfi slakinn í peningastefnunni einnig að minnka. Vextir Seðlabankans hafa því verið hækkaðir um 1,75 prósentu frá sögulegu lágmarki árið 2011 til þess að bregðast við verðbólguhorfum og færa raunvexti nær hlutlausri stöðu, þ.e.a.s. stöðu sem samrýmist lítilli og stöðugri verðbólgu þegar framleiðslugeta þjóðarbúskaparins er nær fullnýtt.

Viðskipti seðlabanka á millibankamarkaði með gjaldeyri, í því skyni að draga úr sveiflum í gengi gjaldmiðilsins, geta við vissar aðstæður verið mikilvægt hjálpartæki peningastefnunnar, einkum í litlum opnum hagkerfum þar sem breytingar á gengi hafa mikil og hröð áhrif á innlent verðlag. Seðlabankinn hefur um þó nokkurt skeið boðað í ritum sínum að bankinn myndi verða virkari á gjaldeyrismarkaði í því skyni að milda sveiflur í gengi. Við núverandi aðstæður þar sem verðbólguvæntingar hafa verið sveiflukenndar og kjölfesta þeirra í verðbólgu markmiði er ekki nægjanleg má ætla að miklar gengissveiflur leiði til þess að þær verði kvikari en ella. Verðbólgu markmiðið verður þá torsóttara.

Í maí sl. jók Seðlabankinn virkni sína á gjaldeyrismarkaði, með það að markmiði að draga úr gengissveiflum og stuðla með þeim hætti að því að hjöðnun verðbólgunnar yrði hraðari en ella. Forsenda þessa var að þá hafði dregið verulega úr gjaldeyrismisvægi í efnahagsreikningum fjármálastofnana og gengi krónu um nokkurt skeið verið nálægt því sem að óbreyttu mátti ætla að nægði til þess að ná verðbólgu markmiðinu á næstu misserum.

Frá því að Seðlabankinn jók virkni sína á markaði hefur daglegt flökt gengisins u.þ.b. helmingast sé miðað við jafnlangt tímabil á undan og sveiflur yfir lengri tímabil hafa einnig minnkað. Peningastefnunefndin bindur vonir við að stöðugra gengi muni þegar til lengdar lætur veita verðbólguvæntingum betri kjölfestu og stuðla þannig að hófsamari kjarasamningum og lægri verðbólgu. Of snemmt er þó að fullyrða um

árangurinn á þessu sviði, en þeirri stefnu sem mörkuð var í maí verður fram haldið á komandi mánuðum.

Rétt er í þessu sambandi að undirstrika að aukin virkni Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði felur ekki í sér yfirlýsingu um fastgengisstefnu enda ekki hægt að breyta grundvelli gengisstefnunnar með þeim hætti nema með samþykki ráðherra. Eins og kom fram þegar inngrípastefnan var kynnt í maí sl. kann hún að verða endurskoðuð í tengslum við það að afgerandi skref eru stigin varðandi losun fjármagnshafta enda varhugavert að skuldsettur gjaldeyrisforði verði notaður til að draga úr áhættu þeirra sem kunna við þær aðstæður að vilja skipta krónueignum í gjaldeyri. Sú óvissa sem þessu fylgir varðandi þróun gengis ásamt óvissu vegna þungs endurgreiðsluferils erlendra lána vinnur óhjákvæmilega í einhverjum mæli gegn lækkun verðbólguvæntinga um þessar mundir. Árangursrík skref sem draga úr þessari óvissu gætu því stuðlað að lækkun verðbólguvæntinga.

Auk óvissu um áhrif erlendrar greiðslubyrði og losunar fjármagnshafta á gengi krónunnar eru til staðar tveir óvissuþættir sem munu ráða miklu um hve háir vextir Seðlabankans þurfa að vera til þess að ná verðbólgu markmiðinu. Annars vegar munu niðurstöður kjarasamninga á næstunni ráða mestu um það hve hratt verðbólga hjaðnar að markmiði, bæði vegna beinna áhrifa á launakostnað fyrirtækja og vegna óbeinna áhrifa á gengi krónunnar. Hins vegar mun stefnan í ríkisfjármálum hafa veruleg áhrif þegar horft er lengra fram í tímann, en nægilega aðhaldssöm stefna í ríkisfjármálum getur létt þær byrðar sem leggjast á vaxtastefnuna.

Næsti vaxtaákvörðunarfundur peningastefnunefndar er 2. október nk.

6. janúar 2014
1401006

Bjarni Benediktsson
fjármála- og efnahagsráðherra
Fjármála- og efnahagsráðuneyti
Amarhvoli við Lindargötu
150 Reykjavík

Efni: Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram fráviksmörk

Samkvæmt mælingu Hagstofu Íslands, sem birt var 20. desember sl. var tólf mánaða verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs 4,2%. Mæld verðbólga fór því út fyrir efri fráviksmörk verðbólgu markmiðs sem eru 4%. Samkvæmt sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabanka Íslands um verðbólgu markmið frá 27. mars 2001 ber Seðlabankanum að senda ríkisstjórninni greinargerð við þær aðstæður, eins og nánar er gerð grein fyrir í fyrri greinargerðum bankans af þessu tilefni (sjá t.d. síðustu greinargerð frá 12. september 2013 og áður nefnda yfirlýsingu frá árinu 2001).

Tekið hefur verið mið af spá Seðlabanka Íslands frá nóvember síðastliðnum á tveimur síðustu fundum peningastefnunefndar. Sú spá benti til þess að verðbólga gæti farið tímabundið yfir 4%. Nýgerðir kjarasamningar og styrking krónunnar síðustu vikur auka líkur á að verðbólga á fyrstu mánuðum ársins minnki hratt á ný svipað og bankinn spáði í nóvember. Það er því ekki ástæða til ítarlegri greinargerðar að þessu sinni umfram það sem fram kemur í þessu bréfi hér á eftir. Bréfið verður birt á heimasíðu Seðlabanka Íslands fyrir opnun markaða á morgun, þriðjudaginn 7. janúar 2014.

Aukna verðbólgu í desember má einkum rekja til hækkunar húsnæðiskostnaðar en án húsnæðiskostnaðar hefur vísitala neysluverðs hækkað um 3,3% undanfarna tólf mánuði. Þó hefur verðlag þjónustu einnig hækkað umtalsvert umfram annað verðlag en á móti vegur að verðlag innfluttrar vöru hefur einungis hækkað um 1,2% á sama tíma, eða 0,6% ef áfengi og tóbak eru undanskilin.

Verðbólga á fjórða ársfjórðungi 2013 mældist 3,8%, eða jafnmikil og Seðlabankinn spáði í *Peningamálum* 2013/4 sem birtust snemma í nóvember. Samkvæmt þeirri spá mun verðbólga hjaðna í 3,3% þegar á fyrsta fjórðungi þess árs sem nú er nýhafið. Frá því að sú spá var gerð hefur gengi krónunnar styrkst og var í lok síðasta árs 2½% sterkara en miðað var við í spánni. Þá benda nýgerðir kjarasamningar til þess að launakostnaður á framleidda einingu gæti aukist eitthvað minna á þessu ári en reiknað var með í spá

bankans en það er þó háð því að launaskrið haldist innan hóflegra marka. Á móti kemur að aðgerðir til að lækka skuldir heimila gætu aukið verðbólgu en þau áhrif koma fram yfir lengra tímabil og munu vart hafa nein teljandi áhrif á verðbólgu næstu mánaða. Á heildina litið eru því töluverðar líkur á því að verðbólga minnki hratt á næstunni og að tímabil verðbólgu ofan frávíksmarka verði afar stutt að þessu sinni.

Samkvæmt spá bankans frá því í nóvember mun verðbólga þó minnka tiltölulega hægt í átt að verðbólgu markmiði eftir nokkuð hraða hjöðnun á næstu mánuðum. Í verðbólgu spá sem Seðlabankinn mun birta 12. febrúar nk. verður lagt mat á í hve ríkum mæli kjarasamningar, nýleg gengisþróun, aðgerðir í skuldamálum og aðrir þættir breyta þessum horfum.

Í yfirlýsingu peningastefnunefndar í desember síðastliðnum segir: „Kröftugri efnahagsbati og ofangreindar aðgerðir stjórnvalda munu að öðru óbreyttu krefjast þess að taumhald peningastefnunnar verði hert hraðar en áður hafði verið búist við. Að hve miklu leyti aðlögunin á sér stað með breytingum nafnvaxta Seðlabankans fer eftir framvindu verðbólgunnar, sem ræðst að miklu leyti af þróun launa og gengishreyfingum krónunnar.“

Mæling vísitölu neysluverðs í desember breytir engu um þetta af þeim ástæðum sem hér hafa verið nefndar. Næsta yfirlýsing peningastefnunefndar verður birt þann 12. febrúar og þá mun koma fram hvaða áhrif nýleg gengisþróun, kjarasamningar og aðgerðir í skuldamálum mun hafa á stefnuna í peningamálum.

Virðingarfyllst,
SEÐLABANKI ÍSLANDS

Már Guðmundsson
seðlabankastjóri

Samrit:
Forsætisráðherra



Nr. 1/2014
14. janúar 2014

Innlendur gjaldeyrismarkaður og gjaldeyrisforði 2013

Seðlabankinn mun framvegis, í upphafi hvers árs, gera grein fyrir þróun á gjaldeyrismarkaði og breytingum á gjaldeyrisforða á nýliðnu ári. Eftir tímabil verulegrar gengislækkunar síðustu mánuði ársins 2012 ákvað Seðlabankinn snemma árs 2013 að gera hlé á reglulegum gjaldeyriskaupum og styrktist krónan talsvert í kjölfarið. Hinn 15. maí 2013 mótaði peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands síðan stefnu um virkari inngríp bankans á gjaldeyrismarkaði, sem dró úr daglegu flökti og sveiflum í gengi íslensku krónunnar það sem eftir var ársins. Gengi krónunnar styrktist um nær 11% á árinu miðað við vísitölu meðalgengis. Á árinu námu hrein gjaldeyriskaup bankans 9 milljónum evra eða jafnvirði rúmlega einum milljarði króna.¹ Framvirkir gjaldeyrisamningar, sem gerðir voru í árslok 2010 í því skyni að draga úr gjaldeyrismisvægi í bankakerfinu, voru gerðir upp að hluta og styrkti það erlenda gjaldeyrisstöðu Seðlabankans um rúma 29 ma.kr. Þá voru gerðir gjaldeyrisamningar á árinu sem fólu í sér gjaldeyrisútfærði að fjárhæð 6 ma.kr.

Gjaldeyrismarkaður

Gengi krónunnar sveiflaðist nokkuð á fyrri hluta ársins. Gengið varð lægst í janúar en hæst í maí og munar 12,2% á lægsta og hæsta gengi. Á tímabilinu frá 2. janúar til 15. maí, dagsins sem Seðlabankinn boðaði aukin inngríp á gjaldeyrismarkaði, hækkaði gengi krónunnar um 7% en gengið hafði þá lækkað töluvert á ný frá því krónan var sterkust. Styrking yfir sumarmánuði var minni en oft áður og síðustu mánuði ársins hækkaði gengi krónu töluvert, ólíkt árstíðarbreytingum síðustu ára.

Snemma sl. ár tilkynnti Seðlabankinn, sem fyrr segir, að tímabundið hlé yrði gert á reglulegum gjaldeyriskaupum á millibankamarkaði með gjaldeyri, m.a. sakir þungrar greiðslubyrði af erlendum lánnum. Á fyrsta

¹ Miðað við gengi í hverjum viðskiptum.

ársfjórðungi seldi bankinn 36 m. evra (6,1 ma.kr.) á gjaldeyrismarkaði auk þess að selja jafnvirði 6 ma.kr. í framvirkum viðskiptum.

Í yfirlýsingu peningastefnunefndar frá 15. maí 2013 kom fram að bankinn hygðist grípa til aðgerða í því skyni að draga úr skammtíma-sveiflum á gengi krónunnar.² Í júlí hóf Seðlabankinn að kaupa gjaldeyri á markaði. Frá 15. maí til ársloka keypti bankinn 63 milljónir evra (10 ma.kr.) og seldi 18 milljónir evra (2,9 ma.kr.). Á árinu öllu námu hrein gjaldeyriskaup bankans á millibankamarkaði 9 milljónum evra, eða rúmlega einum milljarði króna. Að meðtöldum greiðslum vegna framvirkra samninga aflaði bankinn gjaldeyris sem nam 143,4 milljónum evra eða um 22,7 ma.kr. umfram það sem hann seldi og fór sú fjárhæð til styrktar gjaldeyrisforða bankans. Veltan á gjaldeyrismarkaði var nánast óbreytt frá árinu á undan eða 166 ma.kr. og var hlutdeild Seðlabankans 11,5% sem var heldur lægri en árið áður.

Mjög dró úr sveiflum í gengi krónunnar í kjölfar tilkynningar peningastefnunefndar í maí 2013. Flökt gengisvísitölunnar (mælt sem staðalfrávik daglegra breytinga) var tæplega 0,4% á árinu 2013. Áður en virkari inngríp Seðlabankans hófust var það 0,6% en lækkaði verulega í kjölfarið. Frá 15. maí var flöktið tæplega 0,3% og hefur að undanfögnu verið með minnsta móti. Yfirlýsing peningastefnunefndar og aðgerðir bankans á gjaldeyrismarkaði í kjölfarið virðast því, ásamt öðrum þáttum, hafa stuðlað að minni sveiflum í gengi á árinu.

Gjaldeyrisforði

Gjaldeyrisforði Seðlabankans jókst um 45 milljónir Bandaríkjadala á árinu 2013 og var 4,228 milljónir Bandaríkjadala í árslok. Gjalddeyrisviðskipti og uppgjör framvirkra viðskipta juku gjaldeyrisforðann um jafnvirði 22,7 ma.kr. á sama tímabili. Í lok árs nam gjaldeyrisforðinn í heild 29% af vergri landsframleiðslu. Það svarar til 11 mánaða innflutnings sem er lítils háttar lækkun frá fyrra ári. Bókfært virði erlendra eigna í gjaldeyrisforða lækkaði um 52 ma.kr. á árinu. Það skýrist að mestu leyti af styrkingu krónunnar en einnig af virðisbreytingum á gulli og verðbréfum í forða.

Í lok árs 2013 keypti Seðlabanki Íslands kröfu, í erlendum gjaldmiðli, á innlenda fjármálastofnun af ESÍ (Eignasafni Seðlabanka Íslands) að andvirði um 52 ma.kr. Samhliða gerði ESÍ upp lán í erlendum gjaldmiðli við Seðlabanka Íslands. Umrædd krafa kemur ekki til

² Sjá frétt Seðlabanka Íslands nr. 16/2013: Yfirlýsing peningastefnunefndar 15. maí 2013: <http://www.sedlabanki.is/utgefid-efni/frettir-og-tilkynningar/frettasafn/frett/2013/05/15/Yfirlýsing-peningastefnunefndar-15.-mai-2013-/>

aukningar á gjaldeyrisforða fyrr en hún er gerð upp þar sem kröfur á innlenda aðila teljast ekki til gjaldeyrisforða.

Eftirfarandi er tafla til skýringar á framangreindum atriðum:

Innlendur gjaldeyrismarkaður og gjaldeyrisforði

		2009	2010	2011	2012	2013
Gengi krónunnar (-veiking /+styrking)	%	-7,0	11,9	-4,3	-6,6	10,8
Gengisflökt	%	0,8	0,3	0,2	0,3	0,4
Velta á gjaldeyrismarkaði	m.kr.	62.427	45.212	89.864	167.115	165.873
- þar af velta SÍ		23,9%	66,3%	14,0%	13,8%	11,6%
Kaup SÍ á gjaldeyrismarkaði	m.kr.	0	29.980	12.612	20.109	10.088
Sala SÍ á gjaldeyrismarkaði	m.kr.	14.937	0	0	3.012	9.068
Hrein gjaldeyriskaup SÍ	m.kr.	-14.937	29.980	12.612	17.097	1.020
Hrein framvirk gjaldeyriskaup SÍ	m.kr.	-	47.900	-	-	-6.000
Hreint uppgjör framvirkra gjaldeyriskaupa	m.kr.		0	-	-	21.300
Gjaldeyrisforði í Bandaríkjadöllum*	m. USD	3.883	5.798	8.535	4.182	4.228
Gjaldeyrisforði í krónum	ma.kr.	484,9	667,0	1.047,3	539,8	496,6
Gjaldeyrisforði sem hlutfall af VLF	% af VLF	32,4	43,4	64,3	33,0	29,0
Gjaldeyrisforði, mánuðir í innflutningi	mánuðir	14	17	26	13	11

* Minnkun á gjaldeyrisforða árið 2012 má rekja til minni gjaldeyrisinnstæðna fjármálastofnana í slitameðferð. Aðrar breytingar fólu í sér lántöku ríkissjóðs á markaði og fyrirfram endurgreiðslu á lánunum ríkissjóðs og Seðlabanka Íslands frá Norðurlöndunum og AGS.

Nánari upplýsingar veita Arnór Sighvatsson aðstoðarseðlabankastjóri og Sturla Pálsson, framkvæmdastjóri markaðsviðskipta og fjárstýringar, í síma 569 9600.