



# SKÝRSLA PENINGASTEFNUNEFNDAR TIL ALÞINGIS

2014 • 1

# Skýrsla peningastefnunefndar til Alþingis

4. júlí 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. júní. Eftirfarandi skýrsla fjallar um störf nefndarinnar frá janúar til júní 2014.

## 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% verðbólguþolmið 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 lögum ákvarðanir um beitingu stjórnþækja bankans í peningamálum, sem eru vextir bankans, viðskipti við lánastofnanir önnur en þrautavarálán, bindiskylda og viðskipti á gjaldeyrismarkaði sem hafa það að markmiði að hafa áhrif á gengi krónunnar. Ákvarðanir peningastefnunefndar skulu byggðar 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 þjóðarþúskaðinn 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 janúar til júní 2014

Peningastefnunefnd Seðlabankans hefur haldið vöxtum Seðlabankans óbreyttum síðan í nóvember 2012. Nefndin samþykkti á maifundi sínum tillögu seðlabankastjóra um breytingar á stjórnþækjum bankans en nefndin hafði á fyrri fundum sínum rætt slíkar breytingar ásamt mögulegum breytingum á lausafjárstýringu bankans. Markmið breytinganna er að auka virkni lausafjárstýringar og stuðla eftir því sem mögulegt er að meiri hagkvæmni í stýringu efnahagsreiknings Seðlabanka Íslands. Þá eiga þær að búa í haginn fyrir þær breytingar sem munu verða á umhverfi peningastefnunnar við fyrirhugaða

Tafla 1. Vextir Seðlabanka Íslands 2014 (%)

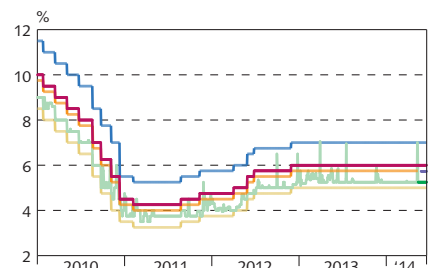
Dags.	Viðskipta-reikn.	Bundin innlán til 7 daga <sup>1</sup>	28 daga innst. bréf (hámark)	Veðlán	Daglán
11. júní	5,00	5,25	.	6,00	7,00
21. maí	5,00	5,25	.	6,00	7,00
19. mars	5,00	.	5,75	6,00	7,00
12. feb.	5,00	.	5,75	6,00	7,00

1. Frá hausti 2009 seldi Seðlabankinn fjármálfyrirtækjum vikulega innstæðubréf til 28 daga í senn í því skyni að draga úr lausu fé á markaði og styðja við vaxtamyndun á millibankamarkaði með krónur. Í maí 2014 voru í staðinn tekin upp 7 daga bundin innlán ásamt mánaðarlegum bundnum innlánum, sem eru boðin einu sinni í mánuði.

Mynd 1

Vextir Seðlabankans og skammtíma-markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 30. júní 2014



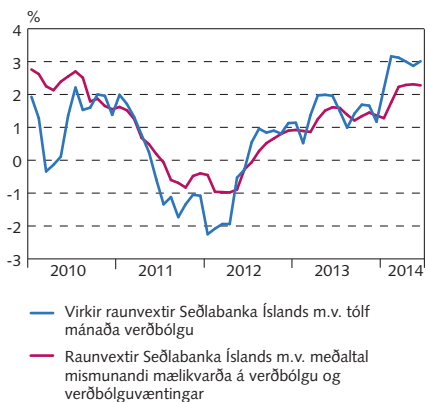
- Daglánavextir
- Vextir á veðlánum
- Hámarksveftr á 28 daga innstæðubréfum
- Vextir á 7 daga bundnum innlánum
- Vextir á bundnum innlánum til eins mánaðar
- Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði
- Vextir á viðskiptareikningum

Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Mynd 2

### Virkir raunvextir Seðlabanka Íslands<sup>1</sup>

Janúar 2010 - júní 2014



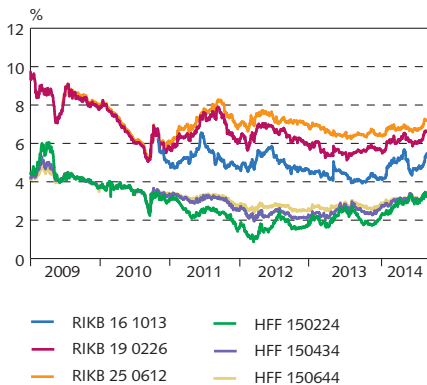
1. Fram til janúar 2012 er miðað við 12 mánaða verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs, verðbólguvæntingar heimila til eins árs, verðbólguálag á fjármálamarkaði og spá Seðlabankans um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga. Frá febrúar 2012 er einnig miðað við verðbólguvæntingar markaðsaðila til eins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

Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Mynd 3

### Ávöxtunarkrafa skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 30. júní 2014

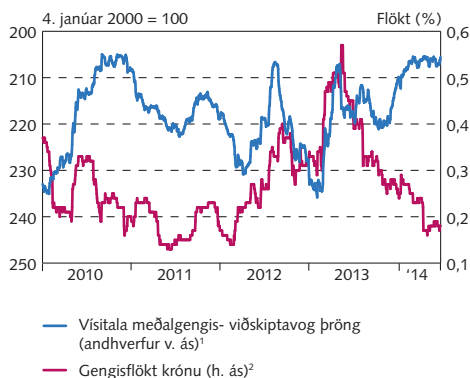


Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Mynd 4

### Gengi krónu og gengisflókt

Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 30. júní 2014



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.

eignasölu Eignarhaldsfélags Seðlabanka Íslands og losun fjármagnshafa. Hluti breytinganna felur í sér að vikulegum útboðum 28 daga innstæðubréfa verður hætt, en fjármálafyrirtækjum í viðskiptum við Seðlabankann þess í stað boðin tvenns konar bundin innlán sem verða veðhæf í viðskiptum við Seðlabankann; bundin innlán til viku í senn sem bera fasta vexti og bundin innlán til mánaðar í senn sem boðin verða út fyrsta viðskiptadag reglulegra viðskipta hvers mánaðar.

Veðlánvextir bankans hafa frá því í nóvember 2012 haldist 6%, vextir á viðskiptareikningum 5%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 5,75% og daglánvextir 7% (sjá töflu 1 og mynd 1). Í kjölfar ofangreindra breytinga á stjórnþækjum bankans eru vextir á bundnum innlánum til 7 daga 5,25%. Vegna rúmrar lausafjárstöðu fjármálakerfisins um þessar mundir hefur einfalt meðaltal vaxta á innlánsreikningum fjármálafyrirtækja í Seðlabankanum og hámarksvaxta innstæðubréfa (bundinna innlána nú) verið besti mælikvarðinn á áhrif vaxta Seðlabankans á peningamarkaðsvexti. Þetta meðaltal, sem kalla má virka vexti, hefur verið óbreytt í u.þ.b. 5,4% frá því í byrjun þessa árs.

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 meðaltal nokkurra mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar 2,3% í lok júní 2014 og höfðu hækkað um 1 prósentu frá lokum árs 2013. Langtímaravænting á skuldabréfamarkaði hafa í meginatriðum þróast í takt við vexti bankans.

Peningastefnunefnd ákvað á júnífundum sínum að Seðlabankinn myndi hefja á ný reglubundin gjaldeyriskaup á millibankamarkaði með gjaldeyri með líkum hætti og gert var á tímabilinu 31. ágúst 2010 til ársloka 2012. Frá því um miðjan maí 2013 hefur Seðlabankinn haft virkari afskipti af gjaldeyrismarkaðnum en áður og beitt inngripum í því skyni að draga úr sveiflum í gengi krónunnar. Verður þeirri stefnu haldið áfram þótt reglubundin gjaldeyriskaup hefjist á ný. Á fyrri hellingi ársins 2014 keypti Seðlabanki Íslands gjaldeyri fyrir 40,6 ma.kr. af viðskiptavökum á gjaldeyrismarkaði en seldi gjaldeyri fyrir um 470 m.kr. Frá ákvörðun peningastefnunefndar í maí 2013 um aukna virkni Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði hafa hrein gjaldeyriskaup bankans numið 47,3 ma.kr.

Viðskiptavegið gengi krónunnar hefur styrkst um 2,3% frá byrjun ársins 2014 og er nú um 5,7% hærra en það var í lok júní 2013. Áframhaldandi fjölgun erlendra ferðamanna og afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd hefur stutt við gengi krónunnar. Þá hafa minni afborganir erlendra lána fyrirtækja og sveitarfélaga líklega dregið úr gjaldeyrísústreymi. Á móti hafa gjaldeyrisviðskipti vegna innlendra vaxtagreiðslna til erlendra aðila aukist töluvert og Seðlabankinn keypt gjaldeyri á markaði.

Ársverðbólga miðað við vísitölu neysliverðs hefur hjaðnað hratt síðan skýrsla peningastefnunefndar var síðast send Alþingi. Verðbólgan mældist 2,2% í júní 2014 á þennan mælikvarða en var 4,2% í desember 2013. Hún hefur jafnframt verið undir verðbólguþröng Seðlabankans undanfarna fimm mánuði. Undirliggjandi ársverðbólga, mæld með kjarnavísitölu 3 án óbeinna skatta, sem auk skattaáhrifa

undanskilur áhrif sveiflukennndra matvöru-liða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, hefur hjaðnað um tæplega 2 prósentur á sama tíma og var 2,6% í júní. Undirliggjandi verðbólga samkvæmt kjarnavísitölu 4 án skattaáhrifa, sem undanskilur til viðbótar markaðsverð húsnæðis, nam 1,3% í júní en var 3,6% í desember sl. Á fyrri hluta ársins 2014 höfðu aukinn kostnaður vegna húsnæðis og verðhækkun þjónustu mest áhrif til hækkunar vísitölu neysluverðs en verðlækkun innfluttrar vöru auk innlestrar matvöru dró úr verðbólgu.

Peningastefnan hefur náð árangri að undanfögnu. Verðbólga hefur hjaðnað að markmiði og slakinn í þjóðarþúskapnum er að hverfa. Sveiflur í verðbólgu og hagvexti hafa einnig minnkað. Hjöðnun verðbólgu og verðbólguvæntinga felur í sér að raunvextir bankans hafa hækkað þó nokkuð það sem af er þessu ári og er slakinn í taumhaldi peningastefnunnar því líklega horfinn. Líklegt er að aukinn vöxtur innlestrar eftirspurnar á komandi misserum muni að öðru óbreyttu krefjast þess að raunvextir Seðlabankans hækki frekar. Það mun fara eftir framvindu verðbólgu og verðbólguvæntinga hvort þörfin fyrir hærri raunvexti gefur tilefni til að breyta nafnvöxtum bankans á næstunni. Þörfin fyrir aukið peningalegt aðhald yrði þó minni eftir því sem aðgerðir sem leggjast á sveif með peningastefnunni eru meiri, þ.á m. aðhaldssöm stefna í ríkisfjármálum.

## Ítarefni

Með þessari skýrslu fylgir eftirfarandi ítarefni:

1. Yfirlýsingar peningastefnunefndar frá febrúar til júní 2014.
2. Fundargerðir peningastefnunefndar frá febrúar til júní 2014.
3. Yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabanka um verðbólgu markmið, mars 2001.
4. Fréttatilkynning frá 21. maí 2014 um breytingar á stjórn tækjum peningastefnunnar.
5. Fréttatilkynning frá 11. júní 2014 um reglubundin gjaldeyriskaup.

Fyrir hönd peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,



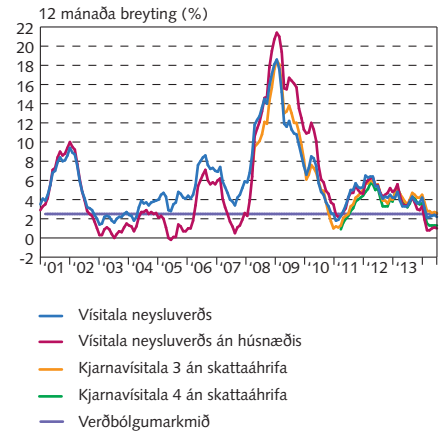
Már Guðmundsson

seðlabankastjóri og formaður peningastefnunefndar

Mynd 5

Verðbólga á ýmsa mælikvarða<sup>1</sup>

Janúar 2001 - júní 2014



1. Kjarnavísitala 3 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána. Í kjarnavísitölu 4 er að auki markaðsverð húsnæðis undanskilið.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

## Yfirlit yfir fylgiskjöl

	Bls.
Yfirlýsing peningastefnunefndar 12. febrúar 2014	6
Yfirlýsing peningastefnunefndar 19. mars 2014	7
Yfirlýsing peningastefnunefndar 21. maí 2014	8
Yfirlýsing peningastefnunefndar 11. júní 2014	9
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, febrúar 2014	10
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, mars 2014	16
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, maí 2014	23
Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, júní 2014	31
Yfirlýsing um verðbólguþætti og breytta gengisstefnu	36
Breytingar á stjórnþætti peningastefnunnar	38
Reglubundin gjaldeyriskaup hefjast að nýju	39

## Yfirlýsing peningastefnunefndar 12. febrúar 2014

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Áætlað er að hagvöxtur í fyrra hafi verið töluvert meiri en Seðlabankinn spáði í nóvember síðastliðnum. Samrýmist það vísbendingum um sterkan bata á vinnumarkaði sem áður voru komnar fram. Samkvæmt spá Seðlabankans sem birtist í dag mun hagvöxtur aukast á næstu tveimur árum og slaki í þjóðarbúskapnum hverfa fyrir en áður var talið.

Gengi krónunnar hefur hækkað á síðustu vikum þrátt fyrir umtalsverð gjaldeyriskaup Seðlabankans. Launakostnaður á framleidda einingu hækkar minna í ár en áður var spáð, að því gefnu að meginniðurstöður kjarasamninga sem gerðir voru fyrir áramót gildi fyrir vinnumarkaðinn í heild. Verðbólga á þessu ári verður því minni en áður var talið og nálægt markmiði. Verðbólguhorfur til næstu tveggja ára hafa hins vegar versnað frá nóvemberspá bankans þar sem horfur eru á að slaki í þjóðarbúskapnum snúist í spennu á tímabilinu. Aðgerðir til þess að lækka verðtryggðar skuldir heimila munu hafa nokkur áhrif á efnahagshorfur næstu ára. Þær munu að óbreyttu auka einkaneyslu og innflutning og draga úr þjóðhagslegum sparnaði og viðskiptaafgangi, sem stuðlar að lægra gengi krónunnar en ella.

Horfur á meiri vexti innlendarar eftirspurnar munu að öðru óbreyttu krefjast þess að taumhald peningastefnunnar verði hert fyrr og meir en áður hafði verið búist við. Á móti gætu komið aðrar aðgerðir sem leggjast á sveif með peningastefnunni. Þar skiptir miklu máli hvaða stefnu verður fylgt í ríkisfjármálum á komandi árum. Einnig gætu endurbætur sem styrkja framboðshlið þjóðarbúsins dregið úr framleiðsluspennu og þar með úr verðbólguáhrifum aukinnar eftirspurnar.

Að því marki sem verðbólga hjaðnar frekar mun taumhald peningastefnunnar herðast án frekari vaxtabreytinga. Samkvæmt verðbólguþá bankans munu nafnvextir hans þó að óbreyttu þurfa að hækka þegar nær dregur því að slaki snúist í spennu. Þróun nafnvaxta bankans ræðst því sem áður af framvindu verðbólgu.

## Yfirlýsing peningastefnunefndar 19. mars 2014

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Verðbólga mældist 2,1% í febrúar og hefur hjaðnað nokkuð hratt. Þá benda nýir þjóðhagsreikningar til þess að launakostnaður á ársverk hafi hækkað töluvert minna á síðustu tveimur árum en fyrri tölur höfðu bent til. Einnig eru horfur á að niðurstöður kjarasamninga sem gerðir voru fyrir áramót muni gilda fyrir meginhluta vinnumarkaðarins.

Minni verðbólga en spáð var í febrúar, auk sterkari krónu og minni launahækkana, valda því að verðbólguhorfur til næstu missera hafa batnað frá því sem áður var talið. Verðbólguvæntingar til skamms tíma hafa einnig lækkað í takt við hjöðnun verðbólgu en verðbólguvæntingar til langs tíma eru enn töluvert yfir verðbólguáhrifum aukinnar eftirspurnar.

Horfur á auknum vexti innlendra eftirspurnar á komandi misserum munu að öðru óbreyttu krefjast þess að raunvextir Seðlabankans hækki. Á móti gætu komið aðgerðir sem leggjast á sveif með peningastefnunni, þ.á m. stefnan í ríkisfjármálum sem fylgt verður á komandi árum. Einnig gætu endurbætur sem styrkja framboðshlið þjóðarbúsins dregið úr framleiðsluspennu og þar með úr verðbólguáhrifum aukinnar eftirspurnar.

Taumhald peningastefnunnar á hverjum tíma ræðst af verðbólguhorfum. Til skemmri tíma hafa þær batnað, en eins og áður var spáð eru horfur á að verðbólga aukist á ný samfara auknum vexti innlendra eftirspurnar á sama tíma og slaki snýst í spennu. Það fer eftir þróun verðbólgu og verðbólguvæntinga næstu mánuði hvort skapast gæti tilefni til lækkunar nafnvaxta. Litið lengra fram á veginn munu raunvextir miðað við ofangreindar horfur þurfa að hækka frekar. Í hve miklu mæli það gerist með hækkun nafnvaxta mun eins og áður ráðast af þróun verðbólgunnar.

## Yfirlýsing peningastefnunefndar 21. maí 2014

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Samkvæmt nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans verður hagvöxtur á þessu ári 3,7%, eða um 1 prósentu meiri en í síðustu spá. Spáð er enn meiri hagvexti á næsta ári. Batinn á vinnumarkaði heldur einnig áfram. Þróttmikill vöxtur leiðir til þess að slakinn hverfur fyrr úr þjóðarbúskapnum en áður var gert ráð fyrir og framleiðsluspenna myndast sem nær hámarki árið 2016.

Þá vekur það áhyggjur að því er spáð að þjóðhagslegur sparnaður minnki nokkuð og viðskiptaafgangur snúist í halla undir lok spátímabilsins.

Verðbólga hefur verið við markmið síðustu mánuði og því spáð að svo verði fram á næsta ár þegar hún eykst vegna framleiðsluspennu. Verðbólguvæntingar til skamms tíma hafa lækkað að undanfögnu í takt við hjöðnun verðbólgu en verðbólguvæntingar til langs tíma eru enn nokkuð yfir markmiði.

Í spá bankans er gengið út frá því að niðurstöður kjarasamninga sem gerðir voru fyrir áramót muni gilda fyrir meginhluta vinnumarkaðarins og að gerðir verði kjarasamningar á svipuðum nótum til lengri tíma á fyrri hluta næsta árs. Nokkurs óróa gætir þó á vinnumarkaði sem veldur óvissu um launaþróun.

Hjöðnun verðbólgu og verðbólguvæntinga felur í sér að raunvextir bankans hafa hækkað þó nokkuð það sem af er þessu ári. Slakinn í taumhaldi peningastefnunnar er því líklega horfinn. Óvissa er um hverjir séu jafnvægisvextir Seðlabankans, en líklegt er að aukinn vöxtur innlendra eftirspurnar á komandi misserum muni að öðru óbreyttu krefjast þess að raunvextir Seðlabankans hækki frekar. Þörfin fyrir aukið peningalegt aðhald yrði þó minni eftir því sem aðgerðir sem leggjast á sveif með peningastefnunni eru meiri, þ.á m. aðhaldssöm stefna í ríkisfjármálum. Það myndi einnig stuðla að auknum þjóðhagslegum sparnaði og hagstæðari viðskiptajöfnuði.

Peningastefnan hefur náð árangri að undanfögnu. Verðbólga hefur hjaðnað að markmiði og slakinn í þjóðarbúskapnum er að hverfa. Sveiflur í verðbólgu og hagvexti hafa einnig minnkað. Langtímaverðbólguvæntingar eru þó enn nokkuð yfir markmiði sem skapar óvissu um varanleika þessa árangurs. Það fer eftir framvindu verðbólgu og verðbólguvæntinga hvort tilefni verður til að breyta nafnvöxtum bankans á næstunni.



## Yfirlýsing peningastefnunefndar 11. júní 2014

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Samkvæmt nýbirtum þjóðhagsreikningum Hagstofu Íslands virðist vöxtur innlendar eftirspurnar hafa verið ívið meiri á fyrsta fjórðungi ársins en spáð hafði verið í málfesti *Peningamála*. Hagvöxtur virðist hins vegar hafa verið töluvert minni en þar var spáð sem skýrist einkum af miklum innflutningi þjónustu. Þess þarf að gæta að erfitt er að túlka ársfjórðungslegar hagvaxtartölur, einkum á fyrsta fjórðungi hvers árs, meðal annars vegna mikilla sveiflna í útflutningsbirgðum.

Verðbólga hefur verið við markmið síðustu mánuði og samkvæmt máispá bankans er talið að svo verði fram á næsta ár þegar hún eykst vegna framleiðsluspennu. Verðbólguvæntingar eitt til tvö ár fram í tímann hafa lækkað að undanfögnu í takt við hjöðnun verðbólgu en verðbólguvæntingar til langs tíma eru enn nokkuð yfir markmiði.

Gjaldeyrisviðskipti Seðlabankans undanfarið ár hafa stuðlað að auknum stöðugleika krónunnar. Þá hefur bankinn keypt gjaldeyri verulega umfram það sem hann hefur selt á síðustu mánuðum og framundan er það tímabil ársins þar sem gjaldeyrisinnstreymi er jafnan tiltölulega mikið. Því hefur verið ákveðið að taka upp regluleg gjaldeyriskaup á ný. Umfang þeirra verður endurmetið í haust eða fyrr ef aðstæður breytast umtalsvert. Eftir sem áður mun Seðlabankinn beita óreglulegum inngrípum í því skyni að draga úr sveiflum í gengi krónunnar.

Hjöðnun verðbólgu og verðbólguvæntinga felur í sér að raunvextir bankans hafa hækkað þó nokkuð það sem af er þessu ári. Slakinn í taumhaldi peningastefnunnar er því líklega horfinn. Óvissa er um hverjir séu jafnvægisvextir Seðlabankans, en líklegt er að aukinn vöxtur innlendar eftirspurnar á komandi misserum muni að öðru óbreyttu krefjast þess að raunvextir Seðlabankans hækki frekar. Það fer eftir framvindu verðbólgu og verðbólguvæntinga hvort það gefur tilefni til að breyta nafnvöxtum bankans á næstunni.



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, febrúar 2014

Birt: 26. febrúar 2014

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

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 10. og 11. febrúar 2014, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 12. febrúar og kynningu þeirrar ákvörðunar.

### **I Þróun í efnahags- og peningamálum**

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlendan þjórðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 11. desember, eins og þær birtust í uppfærðri spá í *Peningamálum 2014/12. febrúar*.

### **Fjármálamarkaðir**

Þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í febrúar var viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði 3,3% hærra en á fundi hennar í desember. Á milli funda hafði gengi krónunnar hækkað um 3,3% gagnvart evru, 2,8% gagnvart Bandaríkjadal og um 3% gagnvart sterlingspundi. Tilboð í krónur á aflandsmarkaði voru á bilinu 214-250 krónur fyrir hverja evru og höfðu lækkað lítillega.

Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu um 113 milljónum evra (um 17,8 ma.kr.) frá síðasta fundi nefndarinnar, en það nemur um 41% 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 eða 0,25 prósentum hærri en vextir á viðskiptareikningum. Frá áramótum og fram að febrúarfundinum hafði veltan á millibankamarkaði verið með minnsta móti eða um 2 ma.kr. en var um 47 ma.kr. á sama tímabili fyrir ári.

Vegna rúmrar lausafjárstöðu fjármálakerfisins um þessar mundir lætur nærri að einfalt meðaltal vaxta á innlánsreikningum fjármálafyrirtækja í Seðlabankanum og hámarksvaxta innstæðubréfa sé besti mælikvarðinn á áhrif vaxta Seðlabankans á peningamarkaðsvexti. Þetta meðaltal, sem kalla má virka vexti, var tæplega 5½% þegar febrúarfundurinn var haldinn. Þrátt fyrir óbreytta nafnvexti hefur taumhald peningastefnunnar heldur styrkst frá því í desember í takt við hjaðnandi verðbólgu og verðbólguvæntingar. Virkir raunvextir bankans voru 2,2% miðað við ársverðbólgu í janúar en 1,8% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar eða um ½ prósentu hærrí en á fundi nefndarinnar í desember. Meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar var 3,5% þegar febrúarfundurinn var haldinn.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands var nánast óbreytt frá desemberfundinum og mældist 1,9 prósentur rétt fyrir febrúarfundinn. Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs, sem lesa má út úr mun á vöxtum skuldabréfa ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum og sambærilegra bréfa ríkissjóðs Bandaríkjanna með gjalddaga árin 2016 annars vegar og 2022 hins vegar, hefur lækkað um u.þ.b. ½ prósentu frá síðasta fundi og mældist um 2½ prósentu rétt fyrir febrúarfundinn.

Óbreyttir vextir Seðlabankans í desember 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, raunstýrivextir hækkað og krónan styrkst frá síðasta fundi nefndarinnar. Könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila, sem var framkvæmd í febrúarbyrjun, gefur til kynna að þeir vænti lægri vaxta Seðlabankans á þessu ári en þeir gerðu í sambærilegri könnun sem gerð var í lok október sl. Samkvæmt niðurstöðunum vænta þeir að veðlánvextir bankans haldist óbreyttir í 6% til loka þessa árs sem eru 0,5 prósentum lægri vextir en þeir væntu síðast. Nú virðast þeir hins vegar gera ráð fyrir 0,25 prósentna hækkun á fyrsta fjórðungi næsta árs og 6,5% vöxtum eftir tvö ár. Framvirkir vextir gefa hins vegar til kynna að markaðsaðilar vænti þess að vextir bankans hækki um 0,5 prósentur á þessu ári og verði 6,5% í lok ársins sem eru 0,25 prósentum hærrí vextir en framvirkir vextir gáfu til kynna í lok október.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 4,1% milli ára á fjórða fjórðungi 2013. Sé litið fram hjá innlánnum eignarhaldsfélaga jókst M3 um 1,3%. Þrengra skilgreint peningamagn hefur einnig aukist milli ára og nam ársvöxtur þess um 2-3¼% á fjórða fjórðungi 2013. Á sama tímabili hefur grunnfé bankans aukist um 4,2%.

Hrein ný útlán innlánsstofnana til heimila á síðasta ári, þ.e. ný útlán að frádregnum uppgreiðslum, námu um 55 ma.kr. eða um 7,5% af heildarútlánastofni innlánsstofnana til heimila í upphafi árs í fyrra. Ný útlán til fyrirtækja (annarra en eignarhaldsfélaga) í fyrra námu um 84 ma.kr. eða 8% af heildarútlánastofni innlánsstofnana til fyrirtækja í ársbyrjun 2013. Ný útlán til fyrirtækja voru að stærstum hluta óverðtryggð en ný útlán til heimila hafa hins vegar að mestu leyti verið verðtryggð en uppgreiðslur verðtryggðra lána hafa jafnframt verið meiri.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI6, hafði lækkað lítillega milli funda. Velta á aðalmarkaði Nasdaq OMX Iceland var um 251 ma.kr. á síðasta ári sem er hátt í þrefalt meiri velta en árið 2012. Veltan í janúar sl. nam um 27,4 ma.kr. sem er nánast óbreytt velta miðað við sama mánuð í fyrra. Markaðsvirði skráðra félaga á aðalmarkaðnum í byrjun febrúar nam um 543 ma.kr. eða u.þ.b. þriðjungi af vergri landsframleiðslu ársins 2012.

## Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt nýjustu spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í janúar, verður hagvöxtur í heiminum litlu meiri í ár en stofnunin spáði í október en spáin fyrir næsta ár er óbreytt. Gert er ráð fyrir nokkru meiri hagvexti í iðnríkjunum á þessu ári en í október en minni hagvexti á næsta ári. Ástæður meiri hagvaxtar í ár eru betri horfur um hagvöxt í Bretlandi, Japan og Bandaríkjunum. Spáin um hagvöxt í nýmarkaðsríkjunum í ár er hins vegar óbreytt frá síðustu spá en hefur verið endurskoðuð lítillega upp á við fyrir næsta ár. Spár fyrir verðbólgu í bæði iðn- og nýmarkaðsríkjunum eru nær óbreyttar frá því sem áætlað var í október. Spár *Consensus Forecasts* um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands voru um 0,2 prósentum hærrí en á desemberfundi peningastefnufndar.

Afgangur af vöruskiptum Íslands var 4,3 ma.kr. í desember í fyrra og samkvæmt bráðabirgðatölum 7,3 ma.kr. í janúar. Verðmæti innflutnings hefur aukist nokkuð og verðmæti útflutnings lítillega milli ára undanfarna tvo mánuði. Aukið verðmæti innflutnings skýrist af auknu verðmæti flutningatækja og hrá- og rekstrarvara og aukið verðmæti útflutnings af auknu útflutningsverðmæti sjávarafurða.

Álverð hafði lækkað nokkuð frá síðasta fundi peningastefnufndar en verð sjávarafurða hækkaði lítils háttar bæði í nóvember og desember. Viðskiptakjör bötnuðu um rúm 2½% á fjórða ársfjórðungi frá sama tíma í fyrra.

## Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt niðurstöðum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands (VMK) var vöxtur vinnuafleiftirspurnar töluvert meiri á síðasta fjórðungi í fyrra en gert hafði verið ráð fyrir í nóvemberspá *Peningamála*. Þá var gert ráð fyrir 1% fjölgun heildarvinnustunda frá fyrra ári, en reyndin varð 4,3%. Fjölgunin stafar af 4,6% fjölgun starfandi fólks en meðalvinnutími dróst saman um 0,3%. Á árinu 2013 fjölgaði heildarvinnustundum um 3,7% frá fyrra ári þar sem starfandi fólki fjölgaði um 3,4% og meðalvinnutími jókst um 0,3%.

Aðrir mælikvarðar á eftirspurn og framboð vinnuafli þróuðust í jákvæða átt á síðasta ári. Hlutfall starfandi af heildarvinnuafli jókst um 1,4 prósentur milli ára, atvinnuþátttaka jókst um 0,9 prósentur og fólki utan vinnumarkaðar fækkaði um 3,3%.

Á síðasta fjórðungi ársins 2013 fluttu fleiri til landsins en frá því, fimmta fjórðunginn í röð. Í fyrsta skipti frá falli bankakerfisins fluttu því fleiri til landsins en frá því á árinu í heild eða sem nemur 0,9% af vinnuaflinu. Nettófjölgunin stafar eingöngu af fjölgun erlendra ríkisborgara, en hún styður við aðrar vísbendingar um aukna eftirspurn eftir vinnuafli.

Atvinnuleysi samkvæmt skrá Vinnuálastofnunar (VMST) var heldur minna á síðasta fjórðungi í fyrra en gert hafði verið ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi var 4,1% á ársfjórðungnum samkvæmt mælingu VMST en 5,3% samkvæmt mælingu VMK. Atvinnuleysi minnkaði um 1,3 prósentur milli ára 2013 samkvæmt mælingu VMST og var 4,4% og um 0,6 prósentur samkvæmt VMK og var 5,4%.

Á síðasta fjórðungi ársins 2013 hækkuðu laun heldur meira en gert hafði verið ráð fyrir í nóvemberspá *Peningamála*. Launavísitalan hækkaði um tæplega 1% milli fjórðunga og nam árshækkun hennar 6%. Vísitalan hækkaði um 5,7% milli ársmeðaltala árið 2013.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á fjórða ársfjórðungi gefa til kynna ágætán vöxt á fjórðungnum. Greiðslukortavelta jókst um 4,5% milli ára á fjórðungnum og um 2,3% frá fjórðungnum á undan. Þó nokkur vöxtur var einnig í smásöluveltu. Á móti þessu vegur að

umtalsvert hægði á nýskráningum bifreiða og neytendur voru svartsýnni á síðasta fjórðungi síðasta árs samanborið við sama tíma 2012 þótt dregið hafi úr svartsýni þeirra í desember.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok janúar, hækkaði um rúmlega ½% frá fyrri mánuði en um 1,2% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Frá janúar 2013 hafði vísitalan hækkað um 9,7%. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, lækkaði um ½% milli mánaða í desember 2013 en stóð í stað þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Milli ára 2012 og 2013 hækkaði hún um 6½% og húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar um 5,8%. Um 32% fleiri kaupsamningar voru gerðir í desember á landinu öllu en í sama mánuði árið 2012 en kaupsamningum fjölgaði um 11% milli ára í fyrra. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var í kringum fimm mánuðir árið 2013 og hafði þá styst um tvo mánuði frá árinu á undan.

Vísitala neysliverðs lækkaði um 0,72% milli mánaða í janúar. Lækkunina má að mestu rekja til útsöluáhrifa en flugfargjöld til útlanda og bensínverð höfðu einnig áhrif til lækkunar. Á móti vógu aukinn kostnaður vegna húsnæðis og verðhækkunar á heilbrigðisþjónustu. Árshækkun almennrar þjónustu lækkaði úr 6,1% í desember í 3,3% í janúar.

Ársverðbólga mældist 3,1% og hafði hjaðnað úr 4,2% í desember, en einungis 1,9% sé húsnæðisliður vísitölunnar undanskilinn. Undirliggjandi ársverðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa minnkaði um 0,8 prósentur milli mánaða og um 1,2 prósentur samkvæmt kjarnavísitölu 4 án skatta. Ársverðbólga á þá mælikvarða mældist 3,7% og 2,4%. Tölfræðilegir mælikvarðar gefa til kynna að undirliggjandi verðbólga sé á bilinu 2½-3%.

Verðbólguvæntingar hafa lækkað í kjölfar hjöðnunar verðbólgu í janúar og aukinna væntinga um hóflegri launahækkunar á árinu. Þannig hefur verðbólguálag á skuldabréfamarkaði að jafnaði lækkað um 0,4-0,6 prósentur til skemmri og lengri tíma frá desemberfundi nefndarinnar. Á alla þessa kvarða mældust verðbólguvæntingar á bilinu 3,3-3,7% rétt fyrir fund nefndarinnar í febrúar. Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í byrjun febrúar vænta þeir að verðbólga verði um 3,5% eftir tvö ár, sem er lækkun um 0,5-0,7 prósentur frá sambærilegri könnun í nóvember. Verðbólguvæntingar þeirra til lengri tíma litið hafa hins vegar ekki breyst og gera þeir áfram ráð fyrir að verðbólga verði um 4% að meðaltali næstu tíu ár.

Samkvæmt uppfærðri spá sem birtist í *Peningamála* 2014/1 eru verðbólguhorfur betri á þessu ári en gert var ráð fyrir í síðustu spá sem birt var í nóvember. Hærra gengi krónunnar og minni hækkun launakostnaðar á framleidda einingu en þá var gert ráð fyrir skýra að mestu betri verðbólguhorfur í ár. Gangi forsendur um þróun launa og gengis eftir verður verðbólga í námunda við verðbólgu markmiðið á þessu ári. Hins vegar er útlit fyrir að verðbólga aukist á ný snemma á næsta ári þegar áhrif nýliðinnar gengishækkunar fjara út og framleiðslulaki snýst í spennu. Samkvæmt spánni verður verðbólga meiri en 3% á næstu tveimur árum, mest um 3½% seint á næsta ári, en hjaðnar síðan á árinu 2016 vegna stífara taumhalds peningastefnunnar. Gangi spáin eftir verður verðbólga þó eitthvað yfir markmiði í lok spátímans en markmiðið er þó vel innan 50% af líkindadreifingu spárinnar.

Alþjóðlegar hagvaxtarhorfur hafa skánað frá útgáfu *Peningamála* í nóvember þótt óvissa sé áfram mikil, sérstaklega í tengslum við ágjöf sem ýmis nýmarkaðsríki hafa orðið fyrir nýlega. Horfur um viðskiptakjör þjóðarbúsins hafa einnig batnað en útflutningshorfur hafa versnað, sérstaklega vegna lakari horfa um loðnuveiði í ár.

Útlit er fyrir að hagvöxtur í fyrra hafi verið töluvert meiri en áður hafði verið gert ráð fyrir eða 3% í stað 2,3% í nóvemberspánni. Skýrist það af mun hagstæðara framlagi utanríkisviðskipta en spáð var, þótt innlend eftirspurn þróaðist í takt við fyrri spá. Batinn á vinnumarkaði hefur einnig reynst meiri en spáð var. Sakir kröftugri hagvaxtar minnkar slakinn í þjóðarbúskapnum hraðar en áður hafði verið talið og gæti snúist í spennu á fyrri hluta næsta árs.

Fyrirhugaðar aðgerðir stjórnvalda til lækkunar húsnæðisskulda og aðrar aðgerðir stjórnvalda til að örva eftirspurn hafa töluverð áhrif á efnahagshorfur. Skuldalækkunin mun auka einkaneyslu töluvert á næstu misserum. Aukin eftirspurn mun jafnframt koma fram í auknum innflutningi og draga úr þjóðhagslegum sparnaði og viðskiptaafgangi. Hagvaxtaráhrif aðgerðanna verða því minni en áhrifin á innlenda eftirspurn.

Eins og í nóvember er gert ráð fyrir að hagvöxtur verði 2,6% á þessu ári. Vegast þar á áhrif eftirspurnarhvetjandi aðgerða stjórnvalda annars vegar og horfur um minni vöxt útflutnings hins vegar. Uppbygging orkufreks iðnaðar hefur einnig tafist. Horfur um hagvöxt á næstu tveimur árum hafa batnað töluvert og er gert ráð fyrir 3,7% hagvexti á næsta ári og 3% hagvexti árið 2016. Gangi spáin eftir verður hagvöxtur að meðaltali um 3,1% á ári á spátímanum. Er það meiri vöxtur en sá 2,5% vöxtur sem hefur verið að meðaltali undanfarin þrjátíu ár og töluvert meiri vöxtur en spáð er í helstu viðskiptalöndum Íslands.

## 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 nýleg efnahagsþróun hafi verið í takt við mat nefndarinnar á desemberfundinum, en áætlað er að hagvöxtur í fyrra hafi verið töluvert meiri en Seðlabankinn spáði í nóvember síðastliðnum. Rætt var um að það samrýmdist vísbendingum um sterkan bata á vinnumarkaði sem áður voru komnar fram.

Nefndin ræddi um að horfur fyrir þetta ár hefðu batnað samkvæmt spá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 12. febrúar. Jafnframt tóku nefndarmenn mið af því að gengi krónunnar hefði hækkað undanfarnar vikur þrátt fyrir umtalsverð gjaldeyriskaup Seðlabankans og að horfur væru á að launakostnaður á framleidda einingu hækki minna í ár en áður var spáð, að því gefnu að meginniðurstöður kjarasamninga sem gerðir voru fyrir áramót gildi fyrir vinnumarkaðinn í heild.

Nefndin taldi því líklegt að verðbólga á þessu ári yrði minni en áður var talið og nálægt markmiði. Sumir nefndarmenn töldu jafnvel, í ljósi nýlegrar gengisþróunar, ákveðnar líkur á að verðbólga kynni að fara tímabundið niður fyrir verðbólguþröskulmiði. Í þessu sambandi ræddi nefndin að hve miklu leyti hækkun húsnæðisverðs væri vísbending um framtíðarverðbólgu og að hve miklu leyti hún endurspeglaði breytingar á hlutfallslegu verði.

Nefndin var sammála um að verðbólguhorfur til næstu tveggja ára hefðu versnað frá nóvemberspá bankans vegna þess að horfur væru á að slaki í þjóðarbúskapnum myndi snúast í spennu á tímabilinu. Nefndarmenn veittu því athygli að samkvæmt uppfærðri spá Seðlabankans myndi hagvöxtur aukast á næstu tveimur árum og slaki í þjóðarbúskapnum hverfa fyrr en áður var talið. Aðgerðir til þess að lækka verðtryggðar skuldir heimila myndu hafa nokkur áhrif á efnahagshorfur næstu ára. Voru nefndarmenn sammála niðurstöðu

greiningar sem birtist í *Peningamálum* þess efnis að aðgerðirnar myndu að óbreyttu auka einkaneyslu og innflutning og draga úr þjóðhagslegum sparnaði og viðskiptaafgangi en það stuðlar að lægra gengi krónunnar en ella. Höfðu nefndarmenn áhyggjur af því að þegar aðgerðin kæmi til framkvæmda yrði slakinn nánast horfinn úr þjóðarbúinu og því væri meiri hættá á að aukin efnahagssumsvif kæmu í meira mæli fram í verðbólgu. Væri því mikilvægt að stjórnvöld grípi til annarra aðgerða til þess að efla sparnað og draga úr þrýstingi til lækkunar gengis krónunnar sem gæti hækkað höfuðstól verðtryggðra lána að nafnvirði.

Nefndarmenn voru sammála um að horfur á meiri vexti innlendrar eftirspurnar muni að öðru óbreyttu krefjast þess að taumhald peningastefnunnar verði hert fyrr og meir en áður hafði verið búist við. Hins vegar gætu komið á móti aðrar aðgerðir sem legðust á sveif með peningastefnunni. Þar skipti miklu máli hvaða stefnu yrði fylgt í ríkisfjármálum á komandi árum. Einnig var rætt um að endurbætur sem styrkja framboðshlið þjóðarbúsins gætu dregið úr framleiðsluspennu og þar með úr verðbólguáhrifum aukinnar eftirspurnar.

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%. Fjórir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra. Töldu þeir að sú óvissa sem enn væri til staðar varðandi helstu þætti spárinnar og aðrar hagstjórnaraðgerðir sem gætu stutt við peningastefnuna mælti gegn hækkuð vaxta að svo stöddu. Þá væri töluverð óvissa um áhrif skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda auk þess sem hagstæð gengispróun krónunnar kynni að halda áfram. Þrátt fyrir að verðbólguhorfur til miðlungslangs tíma hefðu versnað væri enn rúmur tími til að bregðast við þeim. Einnig var bent á að raunvextir bankans hefðu þegar hækkað vegna hjöðnunar verðbólgu. Einn nefndarmaður greiddi hins vegar atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra og vildi hækka stýrivexti um 0,25 prósentur. Benti hann á að þrátt fyrir að verðbólguhorfur til næstu missera hefðu batnað væru horfur til næstu tveggja ára verri. Jafnframt væru verðbólguvæntingar til langs tíma enn nálægt 4% og hefðu lítið breyst þrátt fyrir hagstæðari þróun verðbólgu að undanfögnu.

Nefndarmenn töldu að þrátt fyrir að taumhald peningastefnunnar myndi herðast án frekari vaxtabreytinga að því marki sem verðbólga hjaðnaði frekar þyrftu nafnvextir Seðlabankans þó að óbreyttu að hækka samkvæmt verðbólguþá hans þegar nær dregur því að slaki snúist í spennu. Þróun nafnvaxta bankans myndi þó sem áður ráðast af framvindu verðbólgu.

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 peningastefnuneftirspurnar verður birt miðvikudaginn 19. mars 2014.



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, mars 2014

Birt: 2. apríl 2014

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

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 17. og 18. mars 2014, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 19. mars og kynningu þeirrar ákvörðunar.

### I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlendan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 12. febrúar.

### Fjármálamarkaðir

Þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í mars var viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði 0,5% hærra en á fundi hennar í febrúar. Á milli funda hafði gengi krónunnar hækkað um 1,7% gagnvart Bandaríkjadal og um 0,4% gagnvart sterlingspundi en var nánast óbreytt gagnvart evru. Tilboð í krónur á aflandsmarkaði voru á bilinu 214-250 krónur fyrir hverja evru og höfðu lítið breyst.

Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu um 45 milljónum evra (um 7 ma.kr.) frá síðasta fundi nefndarinnar, en það nemur um 38% af veltu á gjaldeyrismarkaði á þeim tíma.

Lausafjárstaða fjármálafyrirtækja hélst almennt rúm milli funda og voru vextir til einnar nætur á millibankamarkaði með krónur eins og áður í neðri hluta vaxtagangsins eða 0,25 prósentum hærri en vextir á viðskiptareikningum. Frá áramótum og fram að marsfundinum hafði veltan á millibankamarkaði verið með minnsta móti eða um 10 ma.kr. en var um 132 ma.kr. á sama tímabili fyrir ári.



Vegna rúmrar lausafjárstöðu fjármálakerfisins um þessar mundir lætur nærri að einfalt meðaltal vaxta á innlánsreikningum fjármálafyrirtækja í Seðlabankanum og hámarksvaxta innstæðubréfa sé besti mælikvarðinn á áhrif vaxta Seðlabankans á peningamarkaðsveiti. Þetta meðaltal, sem kalla má virka vexti, var tæplega 5½% þegar marsfundurinn var haldinn en millibankavextir til einnar nætur voru 5,25%. Þrátt fyrir óbreytta nafnvexti hefur taumhald peningastefnunnar styrkst nokkuð milli funda í takt við hjaðnandi verðbólgu og verðbólguvæntingar. Virkir raunvextir bankans voru 3,2% miðað við ársverðbólgu í febrúar en 2,3% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar eða um ½-1 prósentu hærri en á fundi nefndarinnar í febrúar. Meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar var 3,0% þegar marsfundurinn var haldinn.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands var nánast óbreytt frá febrúarfundinum og mældist 2 prósentur rétt fyrir marsfundinn. Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs, sem lesa má út úr mun á vöxtum skuldabréfa ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum og sambærilegra bréfa ríkissjóðs Bandaríkjanna með gjalddaga árin 2016 annars vegar og 2022 hins vegar, hefur lækkað um 0,1 prósentu frá síðasta fundi. Mældist álagið um 2 prósentur rétt fyrir marsfundinn miðað við bréfin með gjalddaga árið 2016 en um 2½ prósentu miðað við bréfin með gjalddaga árið 2022.

Óbreyttir vextir Seðlabankans í mars virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn og voru í samræmi við væntingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja. Vísaði rökstuðningur þeirra meðal annars til þess að krónan hefði styrkst frá síðasta fundi nefndarinnar en að á hinn bóginn væru verðbólguvæntingar á markaði enn talsvert yfir markmiði, þrátt fyrir að núverandi verðbólga hefði mælst undir markmiði.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 1,6% milli mánaða í janúar og um 8,3% milli ára. Sé litið fram hjá innlánnum eignarhaldsfélaga var aukningin minni eða 4,6%. Þrengra skilgreint peningamagn hefur einnig aukist á milli ára. Ársvöxtur M2 nam 9,6% og M1 15,7% í janúar en var um 6,2% og 12,3% án innlána eignarhaldsfélaga. Á sama tíma dróst grunnfé bankans hins vegar saman um 0,9% miðað við tólf mánaða hreyfanlegt meðaltal. Vítt og þrengra skilgreint peningamagn jókst því töluvert milli ára í janúar en það dróst saman á árinu 2012 og fram í janúar 2013. Vítt skilgreint peningamagn var álíka mikið í janúar 2014 og það var í ársbyrjun 2012. Raunvöxtur peningamagns er hins vegar minni og nafnvöxtur þess er áfram undir nafnvexti vergrar landsframleiðslu.

Hægfara aukning útlána heldur áfram: hrein ný útlán innlánsstofnana til heimila, þ.e. ný útlán að frádregnum uppgreiðslum, námu 2,4 ma.kr. í janúar eða sem nemur 0,3% af heildarútlánastofni innlánsstofnana til heimila. Hrein ný útlán til fyrirtækja (annarra en eignarhaldsfélaga) námu um 10,7 ma.kr. í janúar eða 1,1% af heildarútlánastofni innlánsstofnana til fyrirtækja.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI6, hafði lækkað um 6,3% milli funda. Velta á aðalmarkaði Nasdaq OMX Iceland var um 251 ma.kr. á síðasta ári sem er tæplega þrefalt meiri velta en árið 2012. Veltan í febrúar nam um 59 ma.kr. sem er um 25% meiri velta en í sama mánuði í fyrra. Markaðsvirði skráðra félaga á aðalmarkaðnum í byrjun mars nam um 520 ma.kr. eða u.þ.b. 30% af vergri landsframleiðslu ársins 2013.

## **Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum**

Afgangur af vöruviðskiptum Íslands var 7,1 ma.kr. í janúar og 4 ma.kr. samkvæmt bráðabirgðatölum í febrúar. Verðmæti útflutnings dróst saman um 7,2% milli ára fyrstu tvo

mánuði ársins vegna samdráttar í verðmæti útfluttra sjávarafurða og iðnaðarvara. Verðmæti innflutnings dróst saman um 1,7% á sama tíma, að mestu vegna samdráttar í innflutningsverðmæti hrá- og rekstrarvara.

Snörp lækkun álverðs í byrjun árs hefur að mestu gengið til baka og var álverð nokkuð stöðugt milli funda peningastefnufndar. Verðvísitala sjávarafurða hefur hins vegar haldið áfram að lækka milli ára og hafði lækkað um 1,3% milli ára í janúar.

Í febrúar var raungengi mælt út frá hlutfallslegri vísitölu neysluverðs 83,9 stig og var 5,2% hærra en það var á fjórða ársfjórðungi 2013. Hækkunina má að mestu rekja til hærra nafngengis krónu en einnig var verðbólga hér 0,7% meiri en í viðskiptalöndum Íslands. Horfur eru á að verðbólga í viðskiptalöndum Íslands verði áfram lítil. Verðbólga á evrusvæðinu mældist 0,7% í febrúar og 1,1% í Bandaríkjunum. Í Bretlandi mældist verðbólga 1,9% í janúar.

## **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í mars var hagvöxtur 3,3% á árinu 2013 og 3,8% á síðasta fjórðungi ársins. Árstíðarleiðrétt landsframleiðsla dróst saman um 0,2% frá fyrri fjórðungi miðað við árstíðarleiðréttar tölur Seðlabankans. Eldri tölur fyrir fyrstu þrjá ársfjórðunga síðasta árs voru endurskoðaðar en það hafði ekki teljandi áhrif á hagvöxt tímabilsins sem var 3,1%.

Framlag utanríkisviðskipta var helsti drifkraftur hagvaxtar á fjórða ársfjórðungi en útflutningur jókst um 8,4% og innflutningur um 5,1%. Neysla og fjárfesting jókst alls um 2% milli ára á fjórðungnum en vöxtur þjóðarútgjalda var 1,6% þar sem framlag birgðabreytinga var neikvætt um 0,4 prósentur. Á árinu í heild var þróunin einnig á þá leið að utanríkisviðskipti lögðu mest til hagvaxtar eða um 3,2 prósentur. Einkaneysla og samneysla jukust um 1,2-1,3%, fjármunamyndun dróst saman um 3,4% en þjóðarútgjöld í heild uxu einungis um 0,1%.

Í samanburði við spá Seðlabankans sem birt var í *Peningamálum* í febrúar var hagvöxtur heldur meiri en gert hafði verið ráð fyrir en spáð var 2,7% hagvexti á fjórða ársfjórðungi og 3% hagvexti á árinu í heild. Í báðum tilvikum skýrist spáskekkjan einkum af því að framlag utanríkisviðskipta var umfram væntingar.

Undirliggjandi viðskiptajöfnuður var jákvæður um 111 ma.kr. í fyrra eða sem nemur 6,2% af landsframleiðslu en nam 2,8% af henni árið 2012. Meiri afgangur í fyrra skýrist að mestu af meiri afgangi af þjónustuviðskiptum (36 ma.kr.) og minni þáttatekjuhalla (36 ma.kr.) en árið á undan en afgangur af vöruskiptajöfnuði var hins vegar minni (8 ma.kr.). Í *Peningamálum* í febrúar var gert ráð fyrir að afgangur af viðskiptajöfnuði yrði 5,3% af landsframleiðslu árið 2013. Frávikið skýrist að mestu af betri ávöxtun eigna Íslendinga en gert hafði verið ráð fyrir í spánni.

Fjárfesting sem hlutfall af landsframleiðslu lækkaði lítilllega milli ára í fyrra en þjóðhagslegur sparnaður jókst úr 17,7% af landsframleiðslu árið 2012 í 19,8% af landsframleiðslu árið 2013.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu í upphafi ársins gefa til kynna nokkuð kröftugan vöxt hennar á fjórðungnum, t.d. jókst greiðslukortavelta í janúar og febrúar um 7,5% frá sama tímabili í fyrra. Þá hefur verið talsverður vöxtur í bílakaupum og smásöluveltu, sérstaklega í veltu sérvöru.

Skráð atvinnuleysi, sem Vinnumálastofnun birtir, jókst um 0,3 prósentur í janúar og var 4,5%, en óbreytt á milli mánaða í febrúar. Að teknu tilliti til árstíðar minnkaði atvinnuleysi um 0,2 prósentur frá því í desember og var 3,7% í febrúar.

Nýir þjóðhagsreikningar gefa til kynna að launakostnaður á ársverk hafi hækkað töluvert minna síðustu tvö ár en áður var áætlað. Launahlutfallið hækkaði um 0,7 prósentur milli ára í fyrra og var 62,8% af vergum þáttatekjum eða það sama og það var árið 2001. Frá því að launahlutfallið var lægst árið 2009 hefur það hækkað um 6 prósentur.

Launavísitalan hækkaði um 1% milli mánaða í janúar og nam árshækkun hennar 6,7%. Kaupmáttur miðað við launavísitölu jókst um 1,7% milli mánaða og um 3,4% milli ára.

Samkvæmt niðurstöðum könnunar Capacent Gallup, sem var framkvæmd í mars sl. meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, vildu um 14 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum. Þetta er svipuð en heldur betri niðurstaða en fékkst úr þeim könnunum sem gerðar voru á fyrri hluta síðasta árs og mun betri en úr þeim sem gerðar voru á seinni helmingi ársins en þá vildu nánast jafnmörg fyrirtæki fjölga starfsfólki og fækka því. Í öllum atvinnugreinum, nema sjávarútvegi og fjármála- og tryggingastarfsemi, er meiri vilji til að fjölga starfsfólki en var í síðustu könnun og aðeins í verslun og fjármála- og tryggingastarfsemi vilja fleiri fyrirtæki fækka starfsfólki nú en í síðustu könnun.

Samkvæmt könnuninni voru stjórnendur fyrirtækja talsvert bjartsýnni á efnahagsaðstæður en í nóvember í fyrra. Vísitala efnahagslífsins, sem mælir afstöðu til núverandi aðstæðna, hækkaði umtalsvert og hefur ekki verið hærri frá því í desember 2007. Hlutfall þeirra sem telja aðstæður góðar eða hvorki góðar né slæmar hækkaði umtalsvert milli kannana en um 62% svarenda álitu núverandi aðstæður hvorki góðar né slæmar og 18% töldu þær góðar. Stjórnendur eru einnig bjartsýnni á aðstæður eftir sex mánuði en þeir voru í nóvember í fyrra. Um 42% svarenda bjuggust við að aðstæður myndu batna á næstu sex mánuðum en um 7% að þær myndu versna. Stjórnendur í öllum atvinnugreinum voru bjartsýnni en í nóvember í fyrra að undanskildum stjórnendum í sjávarútvegi og samgöngu- og flutningaþjónustu. Milli kannana var mesta breytingin til hins betra í verslun. Allir stjórnendur nema í byggingarstarfsemi og samgöngu- og flutningaþjónustu eru bjartsýnni en á sama tíma í fyrra.

Væntingar um innlenda eftirspurn jukust töluvert bæði frá síðustu könnun og frá könnuninni fyrir ári. Væntingar um eftirspurn á erlendum mörkuðum eru litlu lakari en í nóvember en hafa aukist talsvert frá fyrra ári. Stjórnendur voru nokkru bjartsýnni á þróun framlegðar fyrirtækjanna (EBITDA) á næstu sex mánuðum en þeir voru í september og mars í fyrra. Eins voru horfur um fjárfestingu betri en í könnuninum í fyrra.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup á væntingum neytenda jókst bjartsýni þeirra í febrúar. Mældist væntingavísitalan 85,9 stig sem er rúmum 5 stigum hærra en fyrir ári. Í febrúar munaði mestu um hækkun í mati á atvinnuástandi og væntingum til sex mánaða.

Húsnaðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok febrúar, lækkaði um 0,2% frá fyrri mánuði en hækkaði um ½% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Frá febrúar 2013 hafði vísitalan hækkað um 9%. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,3% milli mánaða í janúar en um 0,6% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Vísitalan hefur hækkað um 7,4% frá því í janúar 2013. Um 17% fleiri kaupsamningar voru gerðir í febrúar á landinu öllu en í sama mánuði árið 2013. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var rétt rúmí fjórir mánuðir í

febrúar en var tæpir fimm mánuðir að meðaltali árið 2013 og hafði þá styst um tæpa tvo mánuði frá árinu á undan.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,67% milli mánaða í febrúar en ársverðbólga hjaðnaði úr 3,1% í 2,1%. Töluverð grunnáhrif voru til staðar þar sem vísitala neysluverðs hafði hækkað um 1,6% í febrúar 2013. Útsölulok höfðu mest áhrif á vísitölu neysluverðs í febrúar, flugfargjöld til útlanda hækkuðu einnig en dagvöruverð lækkaði. Undirliggjandi ársverðbólga minnkaði um 0,9 prósentur milli mánaða bæði á mælikvarða kjarnavísitölu 3 og 4 án skattaáhrifa og mældist ársverðbólga á þá mælikvarða 2,8% og 1,5%. Tölfræðilegir mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu gefa svipaða mynd.

Húsnæðisliður vísitölnnar hefur hækkað mest síðustu tólf mánuði eða um 7,4% en verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs án húsnæðis var einungis 0,8% í febrúar. Dregið hefur úr hækkun annarra innlendra liða en árshækkun þeirra nam þó 3,4% í febrúar. Framlag innfluttra vara til hækkunar vísitölnnar var hins vegar neikvætt en árslækkun þeirra nam 2,1%. Gengi krónunnar styrktist á sama tíma um 12%.

Verðbólguvæntingar til næstu tveggja ára halda áfram að lækka í takt við hjöðnun verðbólgu. Verðbólguvæntingar heimila mældust 4% í mars, bæði til eins og tveggja ára, en höfðu mælst 5% undanfarna 4-6 ársfjórðunga. Eins hafa verðbólguvæntingar fyrirtækja til eins árs lækkað úr 3,9% í 3% og til tveggja ára úr 4% í 3,5%. Miðað við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði voru verðbólguvæntingar á skuldabréfamarkaði um 2,8% til eins árs og um 3,3% til tveggja ára og höfðu lækkað um 0,3-0,6 prósentur frá síðasta fundi. Verðbólguvæntingar til lengri tíma virðast hins vegar ekki hafa lækkað með samsvarandi hætti: fyrir fundinn gáfu mælingar á langtímaverðbólguálagi til kynna að markaðsaðilar væntu 4% verðbólgu til fimm og tíu ára og hafa þær væntingar lítið breyst um nokkurn tíma.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti peningastefnunefndina um gang mála frá síðasta fundi nefndarinnar vegna vinnu innan Seðlabankans og á vegum annarra stjórnvalda í tengslum við losun fjármagnshafta. Einnig var greiðslujafnaðarlíkan kynnt fyrir nefndinni sem notað verður til að meta mismunandi sviðsmyndir og næmni horfa fyrir greiðslujöfnuð þjóðarbúsins fyrir ólíkum forsendum en þetta greiningartæki mun gegna lykilhlutverki við mat á ólíkum leiðum við losun fjármagnshafta. Þá fjallaði nefndin sérstaklega um vænt útlæði gjaldeyris á árinu og nýlega þróun raungengis og hvernig það samræmdist nýjasta mati á jafnvægisraungengi.

Peningastefnunefndin fjallaði einnig um framkvæmd peningastefnunnar og mögulegar breytingar á lausafjárstýringu bankans. Fram kom að framkvæmd stefnunnar hefði lítið breyst á undanförunum árum. Fyrirhuguð eignasala ESÍ og hugsanleg losun fjármagnshafta myndi hins vegar breyta umhverfi peningastefnunnar verulega á næstunni. Nefndin var sammála um að framkvæmd peningastefnunnar þyrfti að styðja við markmið hennar en taldi einnig mikilvægt að hún væri einföld, auðskiljanleg og hagkvæm út frá efnahag Seðlabankans. Tímabært væri að endurskoða framkvæmdina með hliðsjón af þessum markmiðum. Ekki þyrfti þó að gera grundvallarbreytingar á framkvæmdinni og þær myndu gerast í einhverjum áföngum. Meðal þess sem kæmi til álita væru breytingar á formi og tímalengd innlána/innstæðubréfa, samspil útgáfu innstæðubréfa og veðlána, fjárhæðartakmarkanir veðlána og daglána, skilgreining mótaðila og fjölda viðskiptadaga.

Nefndin gaf seðlabankastjóra umboð til að vinna að framkvæmd umbóta á framkvæmd peningastefnunnar í samræmi við þær hugmyndir sem ræddar voru í nefndinni.

Nefndin ræddi nýlega verðbólguþróun. Verðbólga hafði mælst 2,1% í febrúar og hefur hjaðnað tiltölulega hratt. Einnig eru vísbendingar um að innlend verðbólga og undirliggjandi verðbólguþrýstingur hafi hjaðnað. Þá sýna nýir þjóðhagsreikningar að launakostnaður á ársverk hafi hækkað töluvert minna á síðustu tveimur árum en fyrri vísbendingar höfðu bent til. Jafnframt væru horfur á að meginniðurstöður kjarasamninga, sem gerðir voru fyrir áramót, muni gilda fyrir meginhluta vinnumarkaðarins.

Nefndarmenn voru sammála um að til skemmri tíma hafi verðbólguhorfur batnað. Nýleg verðbólguþróun hafði verið lítillega betri en gert var ráð fyrir á febrúarfundi nefndarinnar. Taldi nefndin einnig líklegt að betri upphafsstaða vegna minni verðbólgu en spáð var í febrúar, auk sterkari krónu og minni launahækkana, hefði í för með sér að skammtíma verðbólguhorfur væru betri en áður var talið. Jafnframt fögnuðu nefndarmenn því að verðbólguvæntingar til skamms tíma hefðu lækkað í takt við hjöðnun verðbólgu. Hins vegar höfðu nefndarmenn sem fyrr talsverðar áhyggjur af því að verðbólguvæntingar til langs tíma hefðu haldist nálægt 4%.

Nefndarmenn töldu að verðbólguhorfur til næstu tveggja ára hefðu heldur batnað en þó ekki enn afgerandi þrátt fyrir hagstæðari þróun að undanfögnu og betri horfur fyrir þetta ár. Eins og áður var spáð væru horfur á að verðbólga myndi aukast á ný samfara auknum vexti innlendrar eftirspurnar á næstu misserum á sama tíma og slaki snýst í spennu. Miðað við nýjustu tölur um hagvöxt á síðasta ári væri slakinn í þjóðarbúskapnum við það að hverfa. Vísbendingar um einkaneyslu á þessum fjórðungi bentu jafnframt til töluvert meiri vaxtar en áður var talið. Nefndin taldi að þessi þróun myndi að öðru óbreyttu kalla á að raunvextir Seðlabankans hækki. Einn nefndarmaður hafði þó minni áhyggjur af framtíðarverðbólguþróun að því leyti sem hagvöxtur væri drifinn áfram af ferðapjónustu þar sem væri vannýtt framleiðslugeta yfir vetrarmánuðina. Aðflutt vinnuafli gæti einnig mætt aukinni eftirspurn í ferðapjónustu og fjölgun ferðamanna styrki gengi krónunnar. Því væri ekki víst að hagvöxtur drifinn áfram af ferðapjónustu auki hættu á verðbólgu eða kalli á hækkun vaxta í sama mæli og hagvöxtur drifinn áfram af innlendri eftirspurn. Aðrir töldu að jafnvel þótt ýmsir áhrifaþættir hefðu tilhneigingu til þess að stuðla að minni verðbólgu til skamms tíma litið gætu þeir ýtt undir verðbólgu þegar fram í sækir.

Það var mat nefndarinnar að það gæti dregið úr þörf á hækkun raunvaxta ef á móti kæmu aðrar aðgerðir sem legðust á sveif með peningastefnunni, þ. á m. stefnan í ríkisfjármálum sem fylgt verður á komandi árum. Einnig taldi nefndin að endurbætur sem styrkja framboðshlið þjóðarbúsins gætu dregið úr framleiðsluspennu og þar með úr verðbólguáhrifum aukinnar eftirspurnar.

Sem fyrr mun taumhald peningastefnunnar á hverjum tíma ráðast af verðbólguhorfum. Nefndarmenn ræddu ólíka kosti varðandi breytingu vaxta bankans. Helst þótti koma til álita að halda vöxtum óbreyttum eða lækka þá um 0,25 prósentur. Nefndarmenn voru sammála um að verðbólguhorfur hefðu batnað en töldu ekki tímabært að lækka vexti meðal annars þar sem lengri tíma verðbólguvæntingar virtust enn vera töluvert yfir verðbólguþrýstingnum.

Í ljósi umræðunnar lagði seðlabankastjóri til að vöxtum yrði haldið óbreyttum: innlámsvöxtum (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 voru sammála um að það myndi fara eftir þróun verðbólgu og verðbólguvæntinga næstu mánuði hvort skapast gæti tilefni til lækkunar nafnvaxta. Horft lengra fram á veginn taldi nefndin hins vegar að raunvextir miðað við ofangreindar horfur myndu þurfa að hækka frekar. Í hve ríkum mæli það gerðist með hækkun nafnvaxta myndi eins og áður ráðast af þróun verðbólgunnar.

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 21. maí 2014.



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, maí 2014

Birt: 4. júní 2014

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

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 19. og 20. maí 2014, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 21. maí og kynningu þeirrar ákvörðunar.

### I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjórðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 19. mars, eins og þær birtust í spá og óvissumati í *Peningamálum* 2014/2 21. maí.

### Fjármálamarkaðir

Þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í maí var viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði 0,7% hærra en á fundi hennar í mars. Á milli funda hafði gengi krónunnar hækkað um 1,7% gagnvart evru og 0,2% gagnvart Bandaríkjadal en lækkað um 1,1% gagnvart sterlingspundi. Tilboð í krónur á aflandsmarkaði voru á bilinu 192-216 krónur fyrir hverja evru og höfðu lækkað nokkuð á milli funda.

Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði námu um 46 milljónum evra (um 7,1 ma.kr.) frá síðasta fundi nefndarinnar, en það nemur um 25% af veltu á gjaldeyrismarkaði á þeim tíma.

Lausafjárstaða fjármálafyrirtækja hélst almennt rúm milli funda og voru vextir til einnar nætur á millibankamarkaði með krónur eins og áður í neðri hluta vaxtagangsins eða 0,25 prósentum hærri en vextir á viðskiptareikningum, utan 19. og 20. maí þegar þeir hliðruðust að efri hluta vaxtagangsins vegna tímabundinnar þröngrar lausafjárstöðu á millibankamarkaði. Veltan á millibankamarkaði hefur verið með minnsta móti. Frá

áramótum og fram að maífundinum hefur hún numið um 49,5 ma.kr. en var um 205 ma.kr. á sama tímabili fyrir ári.

Vegna rúmrar lausafjárstöðu fjármálakerfisins um þessar mundir lætur nærri að einfalt meðaltal vaxta á innlánsreikningum fjármálafyrirtækja í Seðlabankanum og hámarksvaxta innstæðubréfa sé besti mælikvarðinn á áhrif vaxta Seðlabankans á peningamarkaðsvexti. Þetta meðaltal, sem kalla má virka vexti, var 5,4% þegar maífundurinn var haldinn. Taumhald peningastefnunnar hefur lítið breyst frá marsfundinum en heldur styrkst það sem af er þessu ári í takt við hjaðnandi verðbólgu og verðbólguvæntingar. Virkir raunvextir bankans voru 3% miðað við ársverðbólgu í apríl en 2,3% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar, eða um 0,5-0,8 prósentum hærrí en á fundi nefndarinnar í mars og tæplega prósentu hærrí en á fundi nefndarinnar í maí 2013. Meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar var 3% þegar maífundurinn var haldinn.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands hafði lækkað um 0,2 prósentur frá marsfundinum og mældist 1,7% rétt fyrir maífundinn. Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs, sem lesa má út úr mun á vöxtum skuldabréfa ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum og sambærilegra bréfa ríkissjóðs Bandaríkjanna með gjalddaga árið 2016 annars vegar og 2022 hins vegar, mældist um 2 prósentur rétt fyrir maífundinn. Álag á lengra bréfið hafði lækkað um 0,2 prósentur frá fundi nefndarinnar í mars en var svipað á styttra bréfinu. Það hefur hins vegar lækkað á báðum bréfunum um rúmlega ½% frá ársbyrjun. Munurinn náði lágmarki í apríl, en hefur síðan hækkað lítillega.

Óbreyttir vextir Seðlabankans í maí virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn og voru í samræmi við væntingar flestra greiningardeilda fjármálafyrirtækja. Vísaði rökstuðningur þeirra aðallega til þess að þrátt fyrir betri verðbólguhorfur til skamms tíma og hærrí raunvexti bankans mælast verðbólguvæntingar til langs tíma enn yfir markmiði. Að auki telja greiningardeildir að vaxandi innlend eftirspurn, óvissa um kjarasamninga og bata á vinnumarkaði gefi tilefni til óbreyttra vaxta.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 1% milli fjórðunga á fyrsta ársfjórðungi þessa árs og um 6,9% milli ára. Sé lítið fram hjá innlánnum eignarhaldsfélaga var ársaukningin minni eða 4,1%. Þrengra skilgreint peningamagn hefur einnig aukist á milli ára. Ársvöxtur M2 á fjórðungnum nam 7,9% og vöxtur M1 11,4% en án innlána eignarhaldsfélaga nam ársvöxtur sömu stærða 6,4% og 11,1%. Á sama tíma jókst grunnfé bankans um 8,8%.

Hrein ný útlán innlánsstofnana til innlendra aðila, þ.e. ný útlán að frádregnum uppgreiðslum, námu um 26 ma.kr. á fyrsta fjórðungi ársins en það er um 12% minni útlánaaukning en var á sama tíma í fyrra. Hægt hefur á útlánaaukningu til heimila og fyrirtækja á þessu ári. Hrein ný útlán innlánsstofnana til heimila námu 10,4 ma.kr. á fyrsta fjórðungi ársins en það er um 8,5% minni aukning en var á fyrsta ársfjórðungi í fyrra. Hrein, ný útlán til fyrirtækja (annarra en eignarhaldsfélaga) drógust saman um 28% milli ára á fyrsta fjórðungi í ár og námu um 9,7 ma.kr.

Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMXI6, hafði lækkað um 3,6% milli funda. Velta á aðalmarkaði Nasdaq OMX Iceland var um 93 ma.kr. fyrstu fjóra mánuði ársins sem er lítillega meiri velta en á sama tíma í fyrra. Markaðsvirði skráðra félaga á aðalmarkaðnum nam tæplega 590 ma.kr. í byrjun maí eða um þriðjungi af landsframleiðslu ársins 2013.



## **Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum**

Samkvæmt nýjustu spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í apríl, verður hagvöxtur í heiminum svipaður í ár og á næsta ári og stofnunin spáði í janúar. Hið sama á við um spána fyrir alþjóðaviðskipti. Gert er ráð fyrir nokkru meiri hagvexti í iðnríkjunum á þessu ári en spáð var í janúar en minni hagvexti á næsta ári. Óvissa um hagvaxtarhorfur hefur farið minnkandi en er þó enn nokkur og áfram eru taldar meiri líkur á að hagvexti sé ofspáð fremur en vanspáð. Búist er við 2,6% hagvexti í Bandaríkjunum í ár og 3½% á næsta ári, en hagvaxtarhorfur á evrusvæðinu eru lítillega betri en talið var í janúar og töluvert betri fyrir Bretland. Almenn gerir stofnunin ráð fyrir minni verðbólgu en í janúar. Spá sjóðsins um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár er óbreytt, eða 1,9%.

Afgangur af vöruviðskiptum Íslands nam 0,6 ma.kr. í mars en samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var 7 ma.kr. halli í apríl. Verðmæti bæði út- og innflutnings dróst saman á milli ára í apríl, útflutningur sýnu meira en innflutningur. Fyrstu fjóra mánuði ársins hefur verðmæti innflutnings aukist um 4% frá sama tímabili í fyrra en verðmæti útflutnings dregist saman um 11%. Minna verðmæti útflutnings skýrist að mestu leyti af 13% samdrætti í verðmæti útfluttra sjávarafurða og iðnaðarvöru. Aukið verðmæti innflutnings skýrist einkum af auknu verðmæti innfluttra flutningatækja og neysluvöru, en innflutningur á fjárfestingarvöru og hrá- og rekstrarvöru hefur einnig vaxið á fyrstu fjórum mánuðum ársins.

Álverð hefur hækkað lítillega frá fundi peningastefnunar í mars. Meðalverð fyrstu tvær vikurnar í maí var 1,6% hærra en að meðaltali í mars. Verð sjávarafurða hækkaði um 1,5% milli mánaða í mars.

## **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt niðurstöðum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands (VMK) var vöxtur vinnuafleifisþæfnar heldur meiri á fyrsta fjórðungi ársins en gert hafði verið ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Þá var gert ráð fyrir 2,5% fjölgun heildarvinnustunda frá fyrra ári, en reyndin varð 3%. Sem fyrr er megin skýring fjölgunar heildarvinnustunda að starfandi fólki fjölgaði um 2,1% og meðalvinnutími jókst um 0,9%.

Á fyrsta fjórðungi ársins fluttu fleiri til landsins en frá því, sjötta fjórðunginn í röð. Nettófjölgunin stafar eingöngu af fjölgun erlendra ríkisborgara og bendir til þess að aðflutt vinnuafli mæti að nokkru leyti aukinni eftirspurn.

Atvinnuleysi samkvæmt skrá Vinnumálastofnunar (VMS) var svipað á fyrsta fjórðungi ársins og gert hafði verið ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans. Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi var 3,8% á fjórðungnum samkvæmt mælingu VMS en 5,2% samkvæmt mælingu VMK. Sé leiddrétt fyrir þeim sem voru búnir að fá vinnu í viðmiðunarvikunni en höfðu ekki hafið störf var atvinnuleysi skv. VMK 4,7%. Atvinnuleysi minnkaði lítillega m.v. báða mælikvarða milli fjórðunga. Samkvæmt mælingu VMS var atvinnuleysið tæpri prósentu minna en á sama tíma í fyrra en það stóð nánast í stað samkvæmt VMK.

Á fyrsta fjórðungi ársins hækkaði launavísitalan um 1,7% milli fjórðunga og nam árshækkun hennar 5,2%.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á fyrsta ársfjórðungi gefa til kynna að hún hafi aukist umtalsvert frá sama tíma í fyrra. Greiðslukortavelta á fjórðungnum jókst um rúm 7% milli ára og smásöluvelta hélt einnig áfram að aukast, sérstaklega velta í verslun með

varanlegar neysluvörur á borð við raftæki. Þá var einnig nokkur aukning í nýskráningum bifreiða á fjórðungnum en það hægði á aukningunni á seinni hluta síðasta árs.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup dró töluvert úr bjartsýni neytenda milli mánaða í apríl og mældist væntingavísitalan 82,7 stig. Samanborið við sama tíma í fyrra mældist vísitalan í apríl um 4 stigum lægri. Allar undirvísitölur lækkuðu milli mánaða en mestu munaði um lægra mat á atvinnuástandi og minni væntingum til næstu sex mánaða.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok apríl, hækkaði um 1½% milli mánaða en um 0,4% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Frá apríl 2013 hafði vísitalan hækkað um 9,3%. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 2,2% milli mánaða í mars en um 2% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Vísitalan hefur hækkað um 11,1% frá því í mars 2013. Það sem af er ári hefur húsnæðisvísitala Hagstofunnar hækkað um 9,5% miðað við sama tíma í fyrra. Á sama tíma hefur vísitala byggingarkostnaðar hækkað um 1,3%. Um 35% fleiri kaupsamningar voru gerðir í mars á landinu öllu en í sama mánuði í fyrra. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var rétt um fjórir mánuðir á fyrstu þremur mánuðum ársins og hafði styst um rúman mánuð frá sama tíma í fyrra.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var rétt fyrir útgáfu *Peningamála* í maí, mældust verðbólguvæntingar þeirra til skamms tíma litið um 0,2-0,7 prósentum lægri en í sambærilegri könnun í febrúar. Markaðsaðilar vænta þess að ársverðbólga verði að meðaltali við verðbólgu markmið bankans til loka þessa árs en um 3,1% eftir eitt ár og 3,5% eftir tvö ár. Verðbólguvæntingar þeirra til lengri tíma litið hafa hins vegar litið breyst og gera þeir ráð fyrir að verðbólga verði um 3,8% að meðaltali næstu tíu ár. Langstærstur hluti markaðsaðila taldi ytri skilyrði vera meginástæðu þess að bankinn geti ekki haldið verðbólgu við markmið til langs tíma litið. Vísendingar um verðbólguvæntingar markaðsaðila út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa gefa jafnframt til kynna að væntingar til skamms tíma litið hafi lækkað og að væntingar til lengri tíma séu nánast óbreyttar. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára mældist um 4% rétt fyrir fund nefndarinnar.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,24% milli mánaða í mars og ársverðbólga jókst úr 2,1% í 2,2%. Útsölulok höfðu mest áhrif til hækkunar en bensínverðslækkun vó á móti. Í apríl hækkaði vísitalan um 0,31% og ársverðbólgan mældist 2,3%. Hækkun vísitölnnar þá var einkum vegna hækkunar reiknaðrar húsaleigu en verðlækkun á farsímapjónustu og á dagvörum vó á móti. Undirliggjandi ársverðbólga minnkaði lítillega í mars og apríl og var 2,7% í apríl á mælikvarða kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa og 1,3% samkvæmt kjarnavísitölu 4 án skattaáhrifa.

Húsnæðisliður vísitölnnar hefur hækkað mest síðustu tólf mánuði eða um 7,1% en verðbólga miðað við vísitölu neysliverðs án húsnæðis var einungis 1% í apríl. Ársþækkun húsnæðisliðarins skýrði hátt í tvo þriðju af verðbólgu í apríl. Dregið hefur hratt úr hækkun annarra innlendra liða og var ársþækkun þeirra við verðbólgu markmið í apríl í fyrsta sinn síðan haustið 2007. Hjöðnun innlendra verðbólgu hefur því lagst á sömu sveif og innflutt verðbólga undanfarið en í apríl hafði verð á innfluttri vöru lækkað um tæplega 1% frá fyrra ári.

Samkvæmt þeirri spá sem birt var í *Peningamálum* 21. maí hafa verðbólguhorfur batnað frá febrúarspánni og skýrast bættar horfur fyrst og fremst af herra gengi krónunnar og minni hækkun launakostnaðar á framleidda einingu undanfarið. Verðbólga var jöfn 2,5% markmiði bankans á fyrsta ársfjórðungi og verður við markmiðið út þetta ár samkvæmt

spánni. Líkt og í febrúar er þó talið að verðbólga taki að aukast á ný á næsta ári og verði á bilinu 3-3½% fram á seinni hluta spátímans er hún tekur að hjaðna á ný vegna stífara taumhalds peningastefnunnar.

Hagvaxtarhorfur fyrir helstu viðskiptalönd hafa lítið breyst frá febrúarspánni. Talið er að hagvöxtur verði þar að meðaltali um 2% í ár og ríflega 2% á ári á næstu tveimur árum. Spáð er að innlend eftirspurn muni í vaxandi mæli taka við af útflutningi sem rót hagvaxtar viðskiptalandanna.

Spáð er smávægilegum bata í viðskiptakjörum í ár frá fyrra ári eftir samfellda rýrnun frá árinu 2010. Horfur fyrir næstu tvö ár hafa einnig batnað sem fyrst og fremst má rekja til betri horfa um þróun útflutningsverðs, einkum verðs sjávarafurða. Gert er ráð fyrir að viðskiptakjör batni samtals um tæplega 1% á spátímanum en í febrúar var spáð rýrnun um ríflega 2%.

Kraftmeiri þjónustuútflutningur skýrir tæplega 1 prósentu meiri vöxt útflutnings í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúar. Hann skýrir einnig betri horfur um vöxt útflutnings í ár í samanburði við febrúarspána. Þessi bati vegur þyngra en lakari horfur um vöruútflutning, sem rekja má til samdráttar í útflutningi sjávarafurða. Útflutningshorfur til næstu tveggja ára hafa einnig batnað. Nú er búist við 2,7% vexti útflutnings að meðaltali á ári á spátímanum en í febrúar var gert ráð fyrir tæplega 2% vexti á tímabilinu. Afgangur á viðskiptum við útlönd batnar með samsvarandi hætti.

Hagvaxtarhorfur fyrir þetta ár hafa batnað töluvert frá febrúarspá bankans. Gert er ráð fyrir liðlega 1 prósentu meiri vexti en þá var gert eða 3,7%. Skýrast betri horfur af mun meiri vexti fjármunamyndunar. Spáð er heldur meiri hagvexti á næsta ári eða 3,9% en að hann minnki í 2,7% árið 2016 en í febrúar var því spáð að hann yrði 3%.

Vísbendingar eru um að enn sé einhver slaki til staðar á vinnumarkaði en því spáð að hann muni hverfa á næstunni þótt nokkur óvissa sé varðandi tímasetningu. Nýjar tölur Hagstofunnar gefa til kynna að hækkun launakostnaðar á framleidda einingu hafi verið minni síðustu tvö ár en fyrri tölur sýndu. Frá febrúarspá bankans hafa verið gerðir kjarasamningar við stærstan hluta vinnumarkaðarins. Þrátt fyrir að umsamdar launahækkningar séu almennt í takt við kjarasamninginn sem gerður var í desember sl. er áætlað að launahækkningar í ár og á næsta ári verði meiri en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Á móti vegur heldur hraðari vöxtur undirliggjandi framleiðni. Horfur um vöxt launakostnaðar á framleidda einingu eru áþekkar og í febrúar og er gert ráð fyrir að hann vaxi um tæplega 3% á ári að meðaltali sem er lítillega umfram verðbólgu markmið Seðlabankans.

Samkvæmt spánni var framleiðslulakinn um ½% af framleiðslugetu í fyrra en áframhaldandi kröftugur hagvöxtur gerir það að verkum að slakinn er talinn hverfa um mitt þetta ár sem er um hálfu ári fyrr en gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Því er spáð að kröftugum vexti innlendar eftirspurnar fylgi að smám saman byggist upp nokkur framleiðsluspenna sem nái hámarki í 1½% af framleiðslugetu um mitt ár 2016 en tekur síðan að minnka og er orðin um ½% í lok spátímans um mitt ár 2017.

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 launahækkningar meiri en í grunnspánni er hætta á að verðbólguhorfur grunnspárinnar, eða forsendan um það vaxtastig Seðlabankans sem dugir til að tryggja hjöðnun verðbólgu í markmið, séu of bjartsýnar. Það sama á við ef grunnspáin

ofmetur slakann í þjóðarbúskapnum. Hætta á vanmati undirliggjandi verðbólguþrýstings er jafnframt meiri en ella í ljósi þess að kjölfesta langtímaverðbólguvæntinga er ekki traust. Sé krafturinn í innlendri eftirspurn aftur á móti ofmetinn eða alþjóðlegur hagvöxtur minni en gert er ráð fyrir gætu efnahagssumsvif orðið hægari hér á landi og verðbólguþrýstingur því minni. Hægari alþjóðlegur efnahagsbati gæti einnig komið fram í hægari vexti hér á landi og lægra verðlagi á alþjóðlegum hrávöru- og olíumörkuðum en ella, en á móti gæti gengi krónunnar lækkað.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti peningastefnunefndina um gang mála frá síðasta fundi nefndarinnar vegna vinnu innan Seðlabankans og á vegum annarra stjórnvalda í tengslum við losun fjármagnshafta.

Nefndarmenn ræddu skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika*, sem var birt í byrjun apríl, stöðu fjármálastofnana, úrræði þeirra til endurskipulagningar sem og framvinduna við endurskipulagningu einkageirans. Einnig var rætt um áhættu fjármálakerfisins vegna greiðslujafnaðarvanda þjóðarbúsins.

Peningastefnunefnd hafði á fundum sínum að undanfögnu fjallað um breytingar á stjórnþækjum peningastefnunnar og mögulegar breytingar á lausafjárstýringu bankans. Í samræmi við 24. grein laga um Seðlabanka Íslands samþykkti peningastefnunefnd á fundinum tillögu seðlabankastjóra um breytingar á stjórnþækjum peningastefnunnar (sjá nánari umfjöllun um breytingarnar í fréttatilkynningu bankans frá 21. maí 2014). Markmið breytinganna er að auka virkni lausafjárstýringar og stuðla eftir því sem mögulegt er að meiri hagkvæmni í stýringu efnahagsreiknings Seðlabanka Íslands. Þá eiga þær að búa í haginn fyrir þær breytingar sem munu verða á umhverfi peningastefnunnar við fyrirhugaða eignasölu Eignarhaldsfélags Seðlabanka Íslands (ESÍ) og losun fjármagnshafta. Frekari breytingar eru til skoðunar hjá nefndinni sem gætu komið til framkvæmda síðar.

Nefndin fjallaði um horfur í þjóðarbúskapnum, þ.á m. nýja þjóðhagsspá Seðlabankans. Samkvæmt henni verður hagvöxtur á þessu ári 3,7%, eða um 1 prósentu meiri en í síðustu spá. Spáð er enn meiri hagvexti á næsta ári. Batinn á vinnumarkaði heldur einnig áfram. Þessi þróttmikli vöxtur veldur því að áætlað er að slakinn hverfi fyrr úr þjóðarbúskapnum en áður var gert ráð fyrir, en hann hefur minnkað hratt að undanfögnu. Vísbendingar af vinnumarkaði benda í sömu átt. Jafnframt er því spáð að vegna kröftugrar innlendrar eftirspurnar myndist framleiðsluspenna á næsta ári og að hún verði þá nokkru meiri en áður var talið. Gert er ráð fyrir að framleiðsluspenna nái hámarki árið 2016. Í ljósi greiðslujafnaðarvanda þjóðarbúsins hafði nefndin nokkrar áhyggjur af því að spáð er að þjóðhagslegur sparnaður minnki og viðskiptaafgangur snúist í halla undir lok spátímabilsins.

Nefndin ræddi nýlega verðbólguþróun og -horfur. Verðbólguhorfur hafa batnað frá síðustu spá vegna herra gengis krónunnar og minni hækkunar launakostnaðar á framleidda einingu. Verðbólga hefur verið við markmið síðustu mánuði og því spáð að svo verði fram á næsta ár þegar hún eykst vegna framleiðsluspennu. Verðbólguvæntingar til skamms tíma hafa einnig lækkað að undanfögnu í takt við hjöðnun verðbólgu en til langs tíma eru þær hins vegar enn nokkuð yfir markmiði.

Nefndarmenn voru sammála um að nokkur óvissa væri um launaþróun, sérstaklega í ljósi þess óróa sem væri á vinnumarkaði, en í spá bankans er gengið út frá því að niðurstöður

kjarasamninga sem gerðir voru fyrir áramót muni gilda fyrir meginhluta vinnumarkaðarins og að gerðir verði kjarasamningar á svipuðum nótum til lengri tíma á fyrri hluta næsta árs.

Nefndin ræddi einnig að hve miklu leyti hækkun húsnæðisverðs væri vísbending um framtíðarverðbólgu og að hve miklu leyti hún endurspeglaði breytingar á hlutfallslegu verði. Taldi nefndin að þar sem húsnæðisverð hefði hækkað töluvert umfram byggingarkostnað að undanfögnu mætti gera ráð fyrir að framboð húsnæðis ykist sem ætti að draga úr verðhækkunum.

Að mati nefndarmanna voru bæði rök fyrir því að halda vöxtum óbreyttum að þessu sinni og að hækka þá. Helstu rök fyrir hækkun vaxta, sem komu fram í umræðunni á fundinum, voru þau að nauðsynlegt væri að bregðast við strax, þar sem nú er talið að slaki í þjóðarþúskapnum hverfi um mitt þetta ár sem er um hálfu ári fyrr en gert var ráð fyrir í febrúarspánni. Einnig væru hættumerki varðandi þrýsting frá vinnumarkaði og blikur á lofti vegna kjarasamninga á næsta ári. Þrátt fyrir að verðbólguhorfur til næstu missera hefðu batnað hefðu horfur til lengri tíma versnað. Verðbólguvæntingar til langs tíma væru enn nálægt 4% og hefðu lítið breyst þrátt fyrir hagstæðari þróun verðbólgu að undanfögnu.

Helstu rök nefndarmanna fyrir að halda vöxtum óbreyttum voru þau að hjöðnun verðbólgu og verðbólguvæntinga hefði haft í för með sér að raunvextir bankans hefðu hækkað þó nokkuð það sem af er þessu ári. Var það mat nefndarinnar að slakinn í taumhaldi peningastefnunnar væri líklega horfinn. Áhrif hækkunar raunvaxta væru hins vegar ekki komin fram að fullu. Jafnframt væri nokkur óvissa um hverjir jafnvægisvextir Seðlabankans væru og töluverð óvissa væri einnig til staðar um það hversu mikill slakinn væri og hve hratt hann væri að hverfa. Í því sambandi var bent á að stutt væri í næsta fund en á honum lægju fyrir þjóðhagsreikningar fyrir fyrsta fjórðung ársins og ný verðbólguáætlun. Einnig var nefnt að þrátt fyrir að slaki á vinnumarkaði væri við það að hverfa sýndu kannanir að atvinnurekendur ættu ekki í erfiðleikum með að ráða nýtt fólk enda væri aukinni eftirspurn að einhverju leyti mætt með aðfluttu vinnuafli. Þá var vísað í að verðbólga án húsnæðis væri mjög lítil og mögulegt að húsnæðisverðbólga endurspegladi tímabundinn framboðsskort. Sumir töldu einnig mögulegt að verðbólga væri ofmetin í spánni. Óvissa væri um þróun innfluttrar verðbólgu og alþjóðleg verðbólga lítil. Verðbólga hér gæti því jafnvel farið niður fyrir markmið á næstunni, sérstaklega í ljósi nýlegrar gengisþróunar.

Í ljósi umræðunnar lagði seðlabankastjóri til að vöxtum yrði haldið óbreyttum: innlánsvöxtum (vöxtum á viðskiptareikningum) í 5%, vöxtum af lánum gegn veði til sjö daga í 6% og daglánvöxtum í 7%. Jafnframt ákvað nefndin að vextir á bundnum innlánum til 7 daga skyldu vera 5,25%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndin var sammála um að peningastefnan hefði náð árangri að undanfögnu. Verðbólga hefði hjaðnað að markmiði og slakinn í þjóðarþúskapnum væri að hverfa. Sveiflur í verðbólgu og hagvexti hefðu einnig minnkað. Hins vegar höfðu nefndarmenn áhyggjur af því að langtímaverðbólguvæntingar væru enn nokkuð yfir markmiði þar sem það skapaði óvissu um varanleika þessa árangurs.

Nefndarmenn voru sammála um að líklegt væri að aukinn vöxtur innlendrar eftirspurnar á komandi misserum muni að öðru óbreyttu krefjast þess að raunvextir Seðlabankans hækki frekar. Það myndi því fara eftir framvindu verðbólgu og verðbólguvæntinga hvort tilefni yrði til að breyta nafnvöxtum bankans á næstunni.

Það var mat nefndarinnar að þörfin fyrir aukið peningalegt aðhald yrði þó minni eftir því sem aðgerðir sem leggjast á sveif með peningastefnunni væru meiri, þ. á m. aðhaldssöm

stefna í ríkisfjármálum. Slíkar aðgerðir myndu einnig stuðla að auknum þjóðhagslegum sparnaði og hagstæðari viðskiptajöfnuði.

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 11. júní 2014.



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, júní 2014

Birt: 25. júní 2014

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

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 10. júní 2014, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 11. júní 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. maí.

#### **Fjármálamarkaðir**

Litlar breytingar höfðu orðið á fjármálamörkuðum milli funda samkvæmt helstu vísbendingum þaðan.

Gengi krónunnar var nánast óbreytt. Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði höfðu þó verið töluverð og námu um 42 milljónum evra (um 6,5 ma.kr.) eða sem nemur um 46% af veltu á gjaldeyrismarkaði á þeim tíma.

Lausafjárstaða fjármálafyrirtækja var að mestu leyti óbreytt og velta á millibankamarkaði var áfram með minnsta móti.

Taumhald peningastefnunnar hafði lítið breyst þar sem lítil breyting varð á verðbólgu í maí og nafnvextir voru óbreyttir. Virkir raunvextir bankans voru 2,9% miðað við ársverðbólgu í maí en 2,3% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands var nánast óbreytt og mældist 2 prósentur rétt fyrir júnífundinn.

Óbreyttir vextir Seðlabankans í júní virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn og voru í samræmi við væntingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja. Vísaði rökstuðningur þeirra helst til þess að stutt væri liðið frá síðustu ákvörðun og að lítið hefði gerst í þjóðarbúskapnum sem kallaði á aðgerðir af hálfu nefndarinnar.

Aukning vítt skilgreinds peningamagns (M3) var svipuð í apríl og hún hafði verið á fyrsta fjórðungi ársins, en þrengra skilgreint peningamagn jókst heldur meira. Vöxtur grunnfjár bankans var hins vegar heldur hægari.

Hrein ný útlán innlánsstofnana til innlendra aðila námu um 37 ma.kr. í apríl sem er um 2% af heildarútlánastofni. Útlán jukust um 13% á fyrstu fjórum mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI6, hafði hækkað um 3% milli funda. Velta á aðalmarkaði Nasdaq OMX Iceland var heldur minni fyrstu fimm mánuði ársins en á sama tíma í fyrra.

### **Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum**

Afgangur af vöruviðskiptum Íslands var 2,4 ma.kr. í maí samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar. Er það helmingur af afgangi fyrstu fimm mánaða ársins og hefur vöruskiptaafgangur ekki verið jafn lítill frá því á árinu 2008. Fyrstu fimm mánuði ársins hefur verðmæti innflutnings aukist um 2,9% frá sama tímabili í fyrra. Aukninguna má einkum rekja til innflutnings flutningstækja og neysluvöru. Verðmæti útflutnings dróst hins vegar saman um 5,8% á sama tíma og skýrist af samdrætti útflutningsverðmætis sjávarafurða og iðnaðarvöru.

Raungengi mælt út frá hlutfallslegri vísitölu neysluverðs lækkaði um 0,3% milli mánaða í maí og var 83,8 stig. Á fyrstu fimm mánuðum ársins var það 8,7% hærra en á sama tíma í fyrra og má að mestu rekja hækkunina til hærra nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var einnig 1,3 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Verðlag sjávarafurða hækkaði í mars og apríl og var rúmlega 1% hærra á fyrstu fjórum mánuðum ársins miðað við sama tíma í fyrra. Álverð hefur sveiflast nokkuð síðustu mánuði og var 3,5% hærra í byrjun júní en að meðaltali í maí.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í júní dróst landsframleiðslan saman um 0,1% milli ára á fyrsta fjórðungi ársins þar sem vegast á jákvætt framlag neyslu og fjárfestingar annars vegar og neikvætt framlag utanríkisviðskipta og birgðabreytinga hins vegar. Neysla og fjárfesting jukust alls um 5,2% milli ára á fjórðungnum en vöxtur þjóðarútgjalda var 2,1% og skýrist munurinn af neikvæðu framlagi birgðabreytinga.

Í samanburði við spá Seðlabankans sem birt var í *Peningamálum* í maí var hagvöxtur umtalsvert minni en gert hafði verið ráð fyrir en spáð var 4,1% hagvexti á ársfjórðungnum. Skekkjan í spánni skýrist að miklu leyti af því að vöxtur þjónustuinnflutnings var mun meiri en spáð var. Vöxtur neyslu og fjárfestingar var hins vegar heldur meiri en gert hafði verið ráð fyrir.

Undirliggjandi viðskiptajöfnuður var neikvæður um 3,5 ma.kr. eða sem nemur 0,8% af landsframleiðslu en mældur halli nam 2,8% af landsframleiðslu.



Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu í apríl og maí gefa óljósa mynd af þróun hennar á fjórðungnum. Verulega dró úr vexti kortaveltu í apríl en aðrar vísbendingar á borð við smásöluveltu með ýmsa sérvöru og nýskráningar bifreiða benda hins vegar til áframhaldandi vaxtar.

Væntingar neytenda í maí breyttust lítið frá mánuðinum á undan ef miðað er við væntingavísitölu Gallup. Hins vegar hafði væntingavísitalan lækkað um rúmlega 17 stig milli ára en á sama tíma í fyrra hækkaði hún mikið. Sú hækkun varði hins vegar ekki lengi.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup í júní voru stjórnendur fyrirtækja töluvert bjartsýnni á efnahagsaðstæður en í mars sl. og maí í fyrra. Vísitala efnahagslífsins, sem mælir afstöðu til núverandi aðstæðna, hækkaði talsvert og fór í fyrsta sinn yfir 100 stig síðan um mitt ár 2007. Stjórnendur í öllum atvinnugreinum nema iðnaði og framleiðslu voru bjartsýnni á efnahagsaðstæður en í marskönnuninni. Væntingar um innlenda eftirspurn voru heldur lakari en í síðustu könnun en væntingar um eftirspurn á erlendum mörkuðum voru betri, bæði miðað við könnunina í mars og fyrir ári. Samkvæmt könnuninni vildu um 12 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum, en það er svipaður fjöldi og í mars.

Húsnæðisverð hækkaði heldur meira milli ára í apríl og maí en á fyrsta fjórðungi ársins. Húsnæðisverð á landinu öllu hefur hækkað um 9½% á fyrstu fimm mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra. Á sama tíma hækkaði byggingarkostnaður einungis um tæplega 1,5% milli ára. Heldur dró úr vexti veltu í apríl miðað við það sem var á fyrsta fjórðungi ársins.

Helstu mælikvarðar á verðbólguvæntingar eru óbreyttir frá maífundi peningastefnunefndar. Samkvæmt könnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum heimila sem framkvæmd var í maí mældust þær 4% bæði til eins og tveggja ára og voru óbreyttar frá síðustu könnun í febrúar/mars. Í sambærilegri könnun meðal fyrirtækja sem gerð var í maí og júní voru verðbólguvæntingar til eins árs einnig óbreyttar frá síðustu könnun og námu 3%. Miðað við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði er þess vænst að ársverðbólga verði rúmlega 3% eftir tvö ár og tæplega 4% eftir fimm ár sem er óbreytt frá maífundinum. Verðbólguvæntingar til lengri tíma lítið eru einnig óbreyttar í 4%.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,07% milli mánaða í maí og ársverðbólga jókst úr 2,3% í 2,4%. Lækkun flugfargjalda hafði mest áhrif á vísitölu neysliverðs en aukning kostnaðar vegna eigin húsnæðis vó upp á móti. Aðrir undirlíðir höfðu lítil áhrif. Undirliggjandi ársverðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa var 2,7% í maí og jókst lítillega frá fyrri mánuði. Hins vegar var undirliggjandi verðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 4 án skattaáhrifa, sem undanskilur húsnæðisverð, óbreytt milli mánaða í 1,3%. Framlag almennrar þjónustu til ársverðbólgu mældist 0,5 prósentur í maí og hefur ekki verið minna síðan í mars 2004.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti peningastefnunefndina um gang mála frá síðasta fundi nefndarinnar vegna vinnu innan Seðlabankans og á vegum annarra stjórnvalda í tengslum við losun fjármagnshafta.

Nefndin ræddi reynsluna af gjaldeyrisviðskiptum Seðlabankans undanfarið rúmt ár. Gengi krónunnar hafði haldist nánast óbreytt milli funda en hafði hækkað um 2% frá áramótum þrátt fyrir að bankinn hefði keypt erlendan gjaldeyri verulega umfram það sem hann hafði

selt. Voru nefndarmenn sammála um að kaupin hefðu stuðlað að auknum stöðugleika krónunnar. Í ljósi gengisþróunar og reynslunnar af kaupunum taldi nefndin vera tækifæri til að taka upp regluleg gjaldeyriskaup á ný. Mat hún það svo að nokkurt svigrúm væri einnig til staðar þar sem verðbólga væri við markmið og raungengi krónunnar hefði hækkað markvert á síðustu misserum og væri um þessar mundir ekki fjarri þeim stað sem nefndin teldi ásættanlegt næstu misserin. Framundan væri einnig það tímabil ársins þar sem gjaldeyrisinnstreymi er jafnan tiltölulega mikið. Umfang gjaldeyriskaupanna verður endurmetið nk. haust eða fyrr ef aðstæður breytast umtalsvert. Eftir sem áður mun Seðlabankinn beita óreglulegum inngrípum í því skyni að draga úr sveiflum í gengi krónunnar. Því gætu komið dagar eða einstaka vikur þar sem bankinn bæði keypti og seldi gjaldeyri.

Þar sem stutt var liðið frá síðasta fundi nefndarinnar hafði lítið birst af nýjum upplýsingum. Nefndarmenn voru sammála um að efnahags- og verðbólguhorfur væru að mestu leyti í samræmi við það sem gert hafði verið ráð fyrir á maifundinum. Verðbólga hefur verið við markmið síðustu mánuði og mældist 2,4% í maí. Samkvæmt maíspá bankans er talið að verðbólga verði við markmið fram á næsta ár þegar hún gæti aukist vegna framleiðsluspennu. Verðbólguvæntingar heimila, fyrirtækja og aðila á markaði höfðu haldist nánast óbreyttar á milli funda nefndarinnar. Verðbólguvæntingar eitt til tvö ár fram í tímann hafa þó lækkað að undanförunni í takt við hjöðnun verðbólgu en verðbólguvæntingar til langs tíma eru enn nokkuð yfir markmiði.

Nefndin ræddi fyrstu tölur um þjóðhagsreikninga Hagstofu Íslands fyrir fyrsta fjórðung ársins. Taldi nefndin að styrkurinn í þjóðarbúskapnum væri meiri en tölur Hagstofunnar um hagvöxt á fyrsta fjórðungi bentu til. Samkvæmt þeim virtist vöxtur innlendrar eftirspurnar hafa verið ívið meiri en spáð hafði verið í maíhefti *Peningamála*. Hagvöxtur samkvæmt reikningunum var hins vegar töluvert minni en þar var spáð sem skýrist einkum af miklum innflutningi þjónustu. Var nefndin sammála um að oft væri erfitt að túlka ársfjórðungslegar hagvaxtartölur, sérstaklega væri erfitt að túlka tölur fyrsta fjórðungs hvers árs, meðal annars vegna mikilla sveiflna í útflutningsbirgðum. Algengt væri að innflutningur mældist meiri en ella í einum fjórðungi og landsframleiðsla því minni en það væri yfirleitt merki um styrk en ekki veikleika í þjóðarbúskapnum.

Nefndin ræddi einnig sérstaklega þróun og horfur á húsnæðismarkaði, einkum í ljósi þeirrar óvissu sem er um það hvort hækkun húsnæðisverðs að undanförunni sé vísbending um framtíðarverðbólgu eða endurspegli tímabundinn framboðsskort.

Með svipuðum rökum og á síðasta fundi nefndarinnar taldi hún bæði rök fyrir því að halda vöxtum óbreyttum að þessu sinni og að hækka þá. Helstu rök fyrir hækkun vaxta, sem komu fram í umræðunni á fundinum, voru þau að nýjustu tölur um þjóðhagsreikninga bentu til að krafturinn í innlendri eftirspurn væri jafnvel meiri en nefndin taldi á síðasta fundi og því væri nauðsynlegt að bregðast nú þegar við með hækkun vaxta. Nýjar mælingar á verðbólguvæntingum sýndu einnig að væntingar til langs tíma væru enn nokkuð yfir verðbólgu markmiðinu og hefðu lítið breyst þrátt fyrir hagstæðari þróun verðbólgu að undanförunni.

Helstu rök nefndarmanna fyrir að halda vöxtum óbreyttum voru þau að enn væri hækkun raunvaxta að undanförunni ekki komin fram að fullu. Einnig var bent á að nokkur óvissa væri um jafnvægisvexti Seðlabankans til viðbótar við þá óvissu um hversu mikill slakinn væri og hve hratt hann væri að hverfa. Tölur um hagvöxt á fyrsta ársfjórðungi gætu einnig bent til þess að hagvöxtur í ár verði eitthvað minni en spáð hafði verið í maí. Fyrstu tölur

Þjóðhagsreikninga eru hins vegar vandtúlkaðar og því væri rétt að bíða eftir frekari vísbendingum.

Í ljósi umræðunnar lagði seðlabankastjóri til að vöxtum yrði haldið óbreyttum: innlánsvöxtum (vöxtum á viðskiptareikningum) í 5%, vöxtum af bundnum innlánnum til 7 daga í 5,25%, vöxtum af lánum gegn veði til sjö daga í 6% og daglánvöxtum í 7%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndin var sammála um að hjöðnun verðbólgu og verðbólguvæntinga fæli í sér að raunvextir bankans hefðu hækkað þó nokkuð það sem af er þessu ári. Einnig var það mat nefndarinnar að slakinn í taumhaldi peningastefnunnar væri líklega horfinn. Með fyrirvara um óvissu um jafnvægisvexti Seðlabankans var nefndin sammála um að líklegt væri að aukinn vöxtur innlendrar eftirspurnar á komandi misserum myndi að öðru óbreyttu krefjast hærri raunvaxta Seðlabankans. Það færi hins vegar eftir framvindu verðbólgu og verðbólguvæntinga hvort þörfin fyrir hærri raunvexti gæfi tilefni til að breyta nafnvöxtum bankans á næstunni.

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 og utanaðkomandi gestir hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 20. ágúst 2014.



27. mars 2001

## Yfirlýsing um verðbólguþétt 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) Meginþétt 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 meginþéttanna efnahagsstefnu ríkisstjórnarinnar að svo miklu leyti sem hann telur það ekki ganga gegn meginþéttum hans um verðstöðugleika.

(2) Í stað þess að mæla peningastefnuna við að halda gengi krónunnar innan vikmarka mun Seðlabankinn hér eftir mæla 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 stjórnáhrifum sínum í því skyni að ná verðbólguþéttum sínum.

(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 meginþétt peningastefnunnar og um sjálfstæði Seðlabankans til að beita stjórnáhrifum sínum.

(6) Verðbólguþétt Seðlabankans mun mældast 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 ±1½% 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 verðbólguþéttum sínum 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 verðbólguþátt 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.



Nr. 14/2014  
21. maí 2014

## Breytingar á stjórnækjum peningastefnunnar

Peningastefnunefnd hefur á undanförunum fundum nefndarinnar fjallað um breytingar á stjórnækjum peningastefnunnar. Markmið fyrirhugaðra breytinga er að auka virkni lausafjárstýringar bankans og stuðla eftir því sem mögulegt er að meiri hagkvæmni út frá efnahag hans. Þá eiga þær að búa í haginn fyrir þær breytingar sem munu verða á umhverfi peningastefnunnar við fyrirhugaða eignasölu Eignarhaldsfélags Seðlabanka Íslands (ESÍ) og losun fjármagnshafta. Peningastefnunefnd samþykkti á fundi sínum 20. maí 2014 tillögu seðlabankastjóra um breytingar í þessa átt. Frekari breytingar eru til skoðunar innan bankans sem gætu komið til framkvæmda síðar.

Í samræmi við ofangreint og 24. grein laga um Seðlabanka Íslands hefur peningastefnunefnd ákveðið að breyta stjórnækjum peningastefnunnar með eftirfarandi hætti:

- Vikulegum útboðum 28 daga innstæðubréfa verður hætt, en fjármálafyrirtækjum í viðskiptum við Seðlabanka Íslands þess í stað boðin tvenns konar bundin innlán sem verða veðhæf í viðskiptum við Seðlabanka Íslands.
- Meginregla í viðskiptum Seðlabankans verður að ekki er boðið upp á innlán og útlán á sama tíma.
- Seðlabankinn mun eftirleiðis setja fjárhæðarmörk á veðlán eða bundin innlán sem bjóðast hverju sinni.
- Vikulega verða boðin bundin innlán til viku í senn sem bera fasta vexti.
- Fyrsta viðskiptadag reglulegra viðskipta hvers mánaðar verða boðin í útboði bundin innlán til mánaðar í senn. Fjármálafyrirtæki munu bjóða bæði fjárhæð og vexti í því útboði. Útboðinu verður þannig háttáð að öll samþykkt tilboð munu bjóðast á hæstu vöxtum samþykkttra tilboða. Fyrsta útboð verður haldið 4. júní næstkomandi.

Nánari upplýsingar veitir Már Guðmundsson seðlabankastjóri í síma 569-9600.



Nr. 18/2014  
11. júní 2014

## Reglubundin gjaldeyriskaup hefjast að nýju

Seðlabankinn hefur ákveðið að hefja á ný reglubundin gjaldeyriskaup á millibankamarkaði með gjaldeyri með líkum hætti og gert var á tímabilinu 31. ágúst 2010 til ársloka 2012. Þá keypti bankinn fyrst 500 þúsund evrur af hverjum viðskiptavaka vikulega og síðar eina milljón evra af hverjum viðskiptavaka í hverri viku. Samtals keypti bankinn með þessum hætti erlendan gjaldeyri að jafnvirði 33,3 ma.kr. eða 216 milljónir evra.

Seðlabankinn hætti reglubundnum gjaldeyriskaupum í árslok 2012. Frá því um miðjan maí 2013 hefur Seðlabankinn haft virkari afskipti af gjaldeyrismarkaðinum en áður og beitt inngrípum í því skyni að draga úr sveiflum í gengi krónunnar. Verður þeirri stefnu haldið áfram þótt reglubundin gjaldeyriskaup hefjist á ný. Á tímabilinu frá 15. maí 2013 hefur Seðlabankinn keypt 288 milljónir evra, að jafnvirði 45,1 ma.kr., og selt 21 milljón evra, að jafnvirði 3,4 ma.kr. Hrein gjaldeyriskaup bankans námu 41,7 ma.kr. á tímabilinu. Á yfirstandandi ári nema hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans 222 milljónum evra eða sem samsvarar 34,5 ma.kr. Seðlabankinn hefur því að jafnaði keypt rúmlega 9 milljónir evra á viku hverri það sem af er árinu.

Seðlabankinn hyggst núna kaupa 3 milljónir evra á gjaldeyrismarkaði í hverri viku til loka september nk. Kaupin munu fara fram á þriðjudögum strax eftir opnun gjaldeyrismarkaðar, en færast til næsta viðskiptadags ef þriðjudagur er frídagur. Fyrstu kaup verða miðvikudaginn 18. júní nk.

Umfang reglulegra gjaldeyriskaupa verður endurmetið í haust eða fyrr ef aðstæður breytast umtalsvert. Ákvörðun þessi er tekin með hliðsjón af umtalsverðu gjaldeyrissinnstreymi undanfarna mánuði og horfum um áframhaldandi innflæði næstu mánuði, hækkun raungengis krónunnar undanfarin ár og verðbólguþróun.

Nánari upplýsingar veitir Már Guðmundsson seðlabankastjóri í síma 5699600.