Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, ágúst 2013

Birt: 4. september 2013

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[o]pinberlega skal birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra“. Í samræmi við 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 19. og 20. ágúst 2013, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 21. ágúst og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlendan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 12. júní, eins og þær birtust í uppfærðri spá í *Peningamálum* 2013/3 21. ágúst.

Fjármálamarkaðir

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

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

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

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

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

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

II Vaxtaákvörðunin

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhagfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 2. október 2013.