Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2013

Birt: 25. desember 2013

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[opinberlega skuli] birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra“. Í samræmi við 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 9. og 10. desember 2013, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 11. desember og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlendan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 6. nóvember.

Fjármálamarkaðir

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

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

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

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

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

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

II Vaxtaákvörðunin

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhagfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

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

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 12. febrúar 2014.