*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

# Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, ágúst 2014

## Birt: 3. september 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 18.-19. ágúst 2014, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 20. 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 11. júní, eins og þær birtust í uppfærðri spá í *Peningamálum* 2014/3 20. ágúst.

### Fjármálamarkaðir

Gengi krónunnar hafði lækkað lítillega gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu og evru frá júnífundi peningastefnunefndar en um 1-1½% gagnvart Bandaríkjadal og bresku pundi. Hrein uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði voru töluverð á sama tíma og námu 176 milljónum evra (um 27,2 ma.kr.) eða sem nemur um 47% af veltu á gjaldeyrismarkaði á þeim tíma.

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

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

Hinn 8. júlí 2014 gaf Ríkissjóður Íslands út fimm ára skuldabréf fyrir 750 milljónir evra sem jafngildir 116 ma.kr. Skuldabréfin bera 2,5% fasta vexti og eru gefin út til sex ára á ávöxtunarkröfunni 2,56%.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar Ríkissjóðs Íslands, miðað við vaxtamun á skuldabréfum ríkissjóðs í erlendri mynt og sambærilegum bréfum annarra ríkja, hafði lækkað og var á bilinu 1,4-1,8 prósentur miðað við Bandaríkin og 2,1 prósenta samanborið við Þýskaland. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs hafði einnig lækkað og mældist 1,4 prósentur fyrir fundinn.

Óbreyttir vextir Seðlabankans í ágúst 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.

Peningamagn hélt áfram að vaxa á milli ára á öðrum ársfjórðungi og jókst M3 um 4,8% milli ára á fjórðungnum en um 5,7% sé litið fram hjá innlánum slitastjórna fallinna fjármálafyrirtækja og sértækra félaga.

Leiðréttur heildarstofn útlána innlánsstofnana til innlendra aðila jókst um 1,4% milli ára í júní. Hrein ný útlán innlánsstofnana til innlendra aðila námu þá 11,1 ma.kr. eða um 0,5% af heildarútlánastofninum.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði lækkað um 3% milli funda og uppsöfnuð velta á aðalmarkaði frá upphafi árs til loka júlí dregist saman um 0,7% miðað við sama tímabil fyrir ári.

## Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í lok júlí, eru horfur á minni hagvexti í heiminum á þessu ári en í aprílspá sjóðsins en spáin fyrir 2015 er óbreytt. Spáð er 3,4% hagvexti í ár í stað 3,7% í síðustu spá og 4% hagvexti á næsta ári. Spáin um vöxt alþjóðaviðskipta í ár hefur einnig verið lækkuð um 0,3 prósentur í 4% en er óbreytt fyrir næsta ár en þá er gert ráð fyrir 5,3% vexti. Spá um verðbólgu fyrir þróaðri ríki er lítið breytt og er gert ráð fyrir 1,6% verðbólgu á þessu ári. Spá um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár var endurskoðuð lítillega niður á við og er spáð 1,8% hagvexti. Óvissan í spá sjóðsins er ennþá töluverð og eru taldar meiri líkur á að hagvöxtur verði lakari en í spánni heldur en að hann verði meiri.

Halli var á vöruviðskiptum Íslands í júní og júlí. Nam hann 7,6 ma.kr. í júní og 1,2 ma.kr. í júlí samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands. Útflutningur dróst saman um tæplega 5½% að raunvirði á fyrstu sjö mánuðum ársins frá sama tímabili fyrir ári en innflutningur jókst um 6%. Samdráttur útflutnings skýrist einkum af 8% minni útflutningi sjávarafurða en útflutningur iðnaðarvöru dróst einnig saman á milli ára. Vöxtur innflutnings stafar einkum af auknum innflutningi flutningstækja og neysluvöru frá fyrra ári.

Álverð hefur hækkað nokkuð skarpt frá fundi peningastefnunefndar í júní. Meðalverð var um 9% hærra fyrri hluta ágúst en að meðaltali í júní. Verðlag sjávarafurða í erlendum gjaldeyri hækkaði fjórða mánuðinn í röð í júní, um 1,2% á milli mánaða.

## Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Svipað og í maíspá *Peningamála* var árstíðarleiðrétt atvinnuleysi, samkvæmt skrá Vinnumálastofnunar (VMS), nánast óbreytt milli fjórðunga á öðrum fjórðungi ársins. Atvinnuleysi eins og það er mælt í Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) minnkaði hins vegar um 0,6 prósentur milli fjórðunga. Atvinnuleysi minnkaði um 0,7-0,9 prósentur milli

ára á öðrum fjórðungi ársins, á báða mælikvarða, og var 3,8% að teknu tilliti til árstíðar samkvæmt skráningu VMS en 4,6% á mælikvarða VMK.

Samkvæmt niðurstöðum VMK fjölgaði heildarvinnustundum á öðrum fjórðungi ársins um 2,6% milli ára. Sem fyrr er meginskýring fjölgunar heildarvinnustunda sú að starfandi fólki fjölgaði en meðalvinnutími jókst um 0,7%.

Á öðrum fjórðungi ársins fluttu fleiri til landsins en frá því, sjöunda fjórðunginn í röð. Fjölgunin nam 0,1% af vinnuaflinu og stafar nánast eingöngu af fjölgun erlendra ríkisborgara en það styður við aðrar vísbendingar um aukna eftirspurn eftir vinnuafli.

Launahækkanir voru heldur meiri á öðrum fjórðungi ársins, samkvæmt launavísitölu Hagstofunnar, en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Launavísitalan hækkaði um 5,2% milli ára á fyrri helmingi ársins og hefur hækkað um rúmlega 4% frá því að fyrstu kjarasamningar voru gerðir í desember. Í júní nam árshækkun vísitölunnar 5,4% og hafði kaupmáttur hennar vaxið um 3,1% á sama tíma.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á öðrum ársfjórðungi gefa til kynna töluverðan vöxt á fjórðungnum. Greiðslukortavelta á fjórðungnum jókst um 5,2% milli ára og um 1,4% frá fjórðungnum á undan. Einnig jukust smásöluvelta og nýskráning bifreiða nokkuð. Þá náði vísitala fyrirhugaðra stórkaupa neytenda sínu hæsta gildi frá falli bankanna.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok júlí, stóð í stað frá fyrri mánuði en lækkaði um 0,4% þegar leiðrétt hafði verið fyrir árstíðarsveiflu. Húsnæðisverð á landinu öllu hefur því hækkað um sem nemur 6,9% frá fyrra ári og 9% á fyrstu sjö mánuðum ársins frá sama tíma fyrir ári. Svipaða sögu er að segja af vísitölu íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu sem reiknuð er af Þjóðskrá Íslands fyrir fyrstu sex mánuði ársins. Á fyrstu sex mánuðum ársins var þinglýst 15% fleiri kaupsamningum en á sama tíma árið 2013. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var 4½ mánuður í júní og hefur lengst nokkuð á undanförnum mánuðum. Hann er þó tæpum mánuði styttri en á sama tíma í fyrra.

Í júní hækkaði vísitala neysluverðs um 0,4% frá fyrri mánuði en lækkaði um 0,17% í júlí. Lækkunina í júlí má rekja til útsöluáhrifa en á móti vó einkum hækkun flugfargjalda til útlanda. Útsöluáhrifin voru svipuð og fyrir ári en nokkru minni en áhrif útsölunnar í janúar sl. Ársverðbólga mældist 2,4% í júlí. Undirliggjandi ársverðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3, án skattaáhrifa, var 2,8% í júlí eða nánast óbreytt frá því í maí. Hins vegar var undirliggjandi verðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 4, án skattaáhrifa, sem undanskilur húsnæðisverð, 1,9% í júlí og hafði aukist úr 1,3% í maí. Aukninguna má rekja til grunnáhrifa vegna mikillar lækkunar vísitölunnar í júlí í fyrra.

Skammtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila, samkvæmt könnun Seðlabankans sem var framkvæmd um miðjan ágúst, hafa lítið breyst frá síðustu könnun í maí. Ennfremur hafa vísbendingar um verðbólguvæntingar út frá verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði lítið breyst frá júnífundi peningastefnunefndar. Á þessa mælikvarða virðast verðbólguvæntingar til næstu tveggja ára vera í kringum 3½%. Vísbendingar um langtímaverðbólguvæntingar (bæði út frá könnun á væntingum markaðsaðila og vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa) hafa einnig breyst lítið og benda þær til þess að verðbólguvæntingar til fimm og tíu ára séu nálægt 4%.

Verðbólga hefur verið við markmið frá því snemma á þessu ári og samkvæmt uppfærðri spá sem birtist í *Peningamálum* 2014/3 eru verðbólguhorfur heldur betri en í maí. Þar vegur þyngst að nú er talið að slakinn í þjóðarbúinu sé heldur meiri. Á móti vegur að

launakostnaður á framleidda einingu er nú talinn vaxa hraðar, aðallega vegna hægari framleiðnivaxtar en áður var spáð en einnig vegna þess að laun hafa hækkað meira á árinu en gert var ráð fyrir. Verðbólguhorfur til skamms tíma eru svipaðar og búist var við í maí en samkvæmt spánni verður meðalverðbólga á þessu ári 2,4%. Á árinu 2015 er því spáð að verðbólga aukist lítillega samhliða því að slakinn í þjóðarbúinu minnkar og að hún verði að meðaltali um 2,8% og 2,9% árið 2016. Samkvæmt spánni er verðbólga mest um 3% á seinni hluta spátímans en tekur síðan að hjaðna í átt að markmiði um mitt ár 2017.

Alþjóðlegur hagvöxtur hefur verið heldur lakari það sem af er ári en vænst var í maí en áfram er þó búist við því að hann sæki í sig veðrið á næstu tveimur árum. Bati í viðskiptakjörum þjóðarbúsins verður þó æ greinilegri og hafa horfur um útflutningsverð glæðst enn frekar. Útflutningshorfur hafa einnig batnað og munar þar mestu um vöxt útfluttrar þjónustu í ár.

Bati á vinnumarkaði heldur einnig áfram. Á öðrum ársfjórðungi fjölgaði heildarvinnustundum nokkru meira en spáð var í maí. Horfur fyrir næstu tvö ár eru einnig betri en í maí og er spáð um 1,8% vexti að meðaltali á spátímanum. Spáð er að skráð atvinnuleysi verði 3,7% í ár og að það verði komið niður í 3,4% árið 2016 sem er svipað og gert var ráð fyrir í maí.

Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að landsframleiðslan hafi staðið í stað á fyrsta ársfjórðungi þrátt fyrir að neysla og fjárfesting hafi til samans aukist um ríflega 5% frá fyrra ári. Þetta er töluvert minni hagvöxtur en spáð var í maí og skýrist fyrst og fremst af einskiptisþáttum sem ekki eru taldir endurspegla undirliggjandi hagvaxtarþróun. Því er spáð 3,4% hagvexti í ár eða lítillega minni en spáð var í maí. Gert er ráð fyrir því að hagvöxtur aukist áfram á næsta ári og verði 3,9%. Gætir þá áhrifa mikillar fjárfestingar í orkufrekum iðnaði og eftirspurnarhvetjandi aðgerða stjórnvalda. Líkt og í maí er því spáð að hagvöxtur minnki í 2,8% árið 2016, þegar dregur úr vexti innlendrar eftirspurnar. Nú er búist við að þjóðarútgjöld vaxi að meðaltali um 5½% á ári á spátímanum í stað rúmlega 4½% í maí.

Gert er ráð fyrir að afgangur af undirliggjandi viðskiptajöfnuði verði um 1% af landsframleiðslu í ár en eins og í maí er búist við að halli myndist strax á næsta ári og að hann verði um 2½% af landsframleiðslu árið 2016 sem er heldur meiri halli en þá var gert ráð fyrir.

**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 ár. Fram kom að gengi krónunnar hefði haldist nánast óbreytt milli funda þrátt fyrir töluverð gjaldeyriskaup Seðlabankans og að á þessu ári hefði bankinn keypt gjaldeyri verulega umfram það sem hann seldi, bæði í reglulegum kaupum og óreglulegum viðskiptum. Voru nefndarmenn sammála um að gjaldeyrisviðskipti bankans undanfarið ár hefðu stuðlað að auknum stöðugleika krónunnar. Í því ljósi taldi nefndin rétt að bankinn héldi áfram reglulegum kaupum í núverandi umfangi svo lengi sem aðstæður breyttust ekki umtalsvert en beitti eftir sem áður óreglulegum viðskiptum í því skyni að draga úr sveiflum í gengi krónunnar.

Nefndin ræddi um horfur í þjóðarbúskapnum, þar á meðal nýja þjóðhagsspá Seðlabankans. Nefndin veitti því athygli að tölur Hagstofunnar um hagvöxt á fyrsta fjórðungi ársins lituðust

af miklum innflutningi þjónustu og óvenjumiklum samdrætti sjávarafurðabirgða. Nefndarmenn töldu þær því ekki góða vísbendingu um undirliggjandi hagvaxtarþróun. Var nefndin sammála því að efnahagshorfur til næstu þriggja ára, eins og kemur fram í nýrri spá bankans, væru í stórum dráttum svipaðar og gert var ráð fyrir í þeirri spá sem birtist í maíhefti *Peningamála*. Hins vegar veitti nefndin því athygli að nú væru horfur á að vöxtur innlendrar eftirspurnar yrði ívið meiri í ár og út spátímann en í maíspánni. Sem fyrr höfðu nefndarmenn áhyggjur af minnkandi þjóðhagslegum sparnaði í ljósi greiðslujafnaðarvanda þjóðarbúsins, sérstaklega þar sem nú er spáð lítillega meiri viðskiptahalla á seinni hluta spátímans en gert var í maí, þótt á móti komi að hallinn endurspeglar að hluta aukna fjárfestingu í atvinnugreinum sem skapa munu útflutningstekjur síðar meir.

Nefndarmenn voru sammála um að verðbólguhorfur hefðu heldur batnað frá síðustu spá bankans. Það mætti að miklu leyti rekja til þess að framleiðsluspenna væri talin myndast seinna og yrði ekki eins mikil og áður var búist við. Því væru horfur á að verðbólga yrði nálægt markmiði á spátímanum. Nefndarmenn voru þó sammála um að horft til næstu missera væri hætta á að verðbólgu væri vanspáð vegna vaxandi spennu í aðdraganda kjarasamninga. Á móti gæti vegið að áhætta tengd alþjóðlegri verðbólgu væri meiri niður á við en upp á við. Í ljósi lítillar alþjóðlegrar verðbólgu, nýlegrar gengisþróunar og þróunar innfluttrar verðbólgu ræddi nefndin hvort líkur væru á að verðbólga gæti hjaðnað enn frekar á allra næstu mánuðum. Eins og áður höfðu nefndarmenn hins vegar áhyggjur af því að verðbólguvæntingar hefðu lítið breyst að undanförnu og væru enn nokkuð yfir verðbólgumarkmiðinu ef horft væri til lengri tíma.

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

Nefndin var sammála um að slakinn í taumhaldi peningastefnunnar væri líklega horfinn og miðað við grunnspá bankans væri útlit fyrir að núverandi vaxtastig dygði til að halda verðbólgu í markmiði. Það var þó mat nefndarinnar að hætta væri á að kröftugur vöxtur innlendrar eftirspurnar á komandi misserum og vaxandi spenna á vinnumarkaði gætu leitt til aukins verðbólguþrýstings og orðið til þess að nafnvextir Seðlabankans þyrftu að hækka frekar.

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 1. október 2014.