



SKÝRSLA PENINGASTEFNUNEFNDAR TIL ALÞINGIS

2011 • 2

Skýrsla peningastefnunefndar til Alþingis

30. desember 2011

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á 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 svo á að peningastefnunefnd haldi fundi að minnsta kosti átta sinnum á ári. Frá því að síðasta skýrsla var send Alþingi hefur nefndin haldið fjóra fundi, síðast 7. desember. Eftirfarandi skýrsla fjallar um störf nefndarinnar frá júlí til desember 2011.

Mótun peningastefnunnar

Eins og kveðið er á um í lögum um Seðlabanka Íslands er verðstöðugleiki meginmarkmið peningastefnunnar. Þetta markmið er útfært nánar sem 2½% verðbólguþröskulur í sameiginlegri yfirlýsingu bankans og ríkisstjórnar frá 27. mars 2001. Önnur markmið peningastefnunnar fela í sér að stuðla að fjármálalegum og efnahagslegum stöðugleika í þjóðarbúskapnum almennt. Við framkvæmd peningastefnunnar byggir peningastefnunefndin ákvarðanir sínar m.a. á mati á stöðu efnahagsmála og horfum um þjóðarbúskapinn eins og það birtist í riti bankans, *Peningamálum*. Í yfirlýsingum og fundargerðum peningastefnunefndar, sem fylgja þessari skýrslu, er að finna röksemdir fyrir ákvörðunum nefndarinnar.

Þróunin frá júlí til desember 2011

Það getur verið breytilegt hverju sinni hvaða vextir Seðlabankans eru besti mælikvarðinn á aðhald peningastefnunnar. Almennt hafa vextir á lánum gegn veði til sjö daga sem Seðlabankinn veitir viðskiptabönkum skipt mestu máli. Frá því snemma árs 2009 hafa þó vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana og hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum verið betri mælikvarði, þar sem útlánastarfsemi bankans hefur verið takmörkuð. Í lok júní 2011 voru þessir vextir 3,25% og 4,25%, hvorir um sig. Bæði á ágúst- og nóvemberfundinum ákvað nefndin að hækka vexti sína um 0,25 prósentur. Í kjölfar ákvörðunar peningastefnunefndar á desemberfundi sínum að halda vöxtum óbreyttum eru vextir á viðskiptareikningum nú 3,75%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 4,5%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 4,75% og daglánavextir 5,75% (mynd 1).

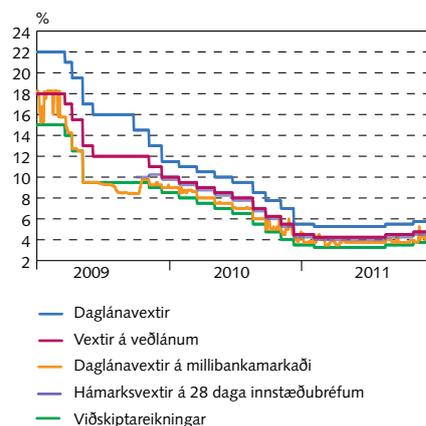
Tafla 1. Vextir Seðlabanka Íslands 2011 (%)

Dags.	Viðskiptareikningur	28 daga innstæðubréf (hámark)	7 daga veðlán	Daglánavextir
7. des.	3,75	4,50	4,75	5,75
2. nóv.	3,75	4,50	4,75	5,75
21. sept.	3,50	4,25	4,50	5,50
17. ágúst	3,50	4,25	4,50	5,50
15. júní	3,25	4,00	4,25	5,25

Mynd 1

Vextir Seðlabankans og skammtíamarkaðsvextir

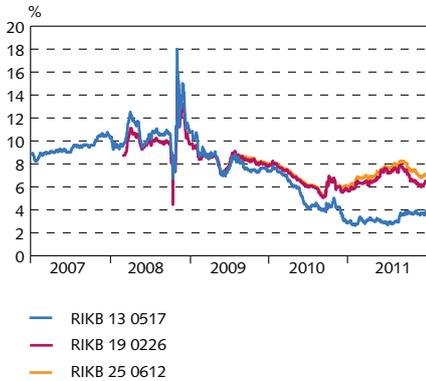
Daglegar tölur 1. janúar 2009 - 30. desember 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

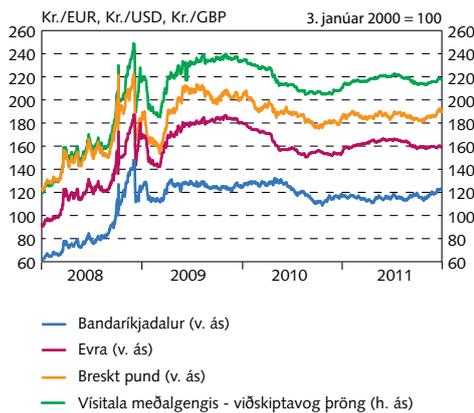
Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 30. desember 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

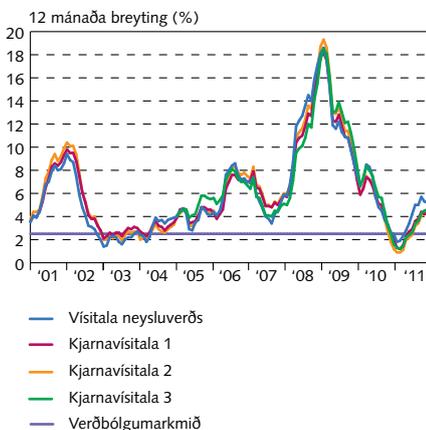
Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum
Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 30. desember 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Verðbólga janúar 2001 - desember 2011¹



1. Kjarnavísitölur mæla undirliggjandi verðbólgu, kjarnavísitala 1 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns. Í kjarnavísitölu 2 er að auki verðlag opinberrar þjónustu undanskilið. Kjarnavísitala 3 undanskilur til viðbótar áhrif af breytingum raunvaxta.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Þrátt fyrir vaxtahækkningar í ágúst og nóvember hafa raunvextir bankans lækkað frá því að skýrsla peningastefnunnendrar var síðast send Alþingi. Raunvextir eru nú -1,1% miðað við núverandi verðbólgu og -0,4% miðað við meðaltal ólíkra mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar eða 0,7 prósentum lægri en í lok júní. Slaki peningastefnunnar hefur því stutt við efnahagsbatann.

Eins og fram kemur í yfirlýsingum peningastefnunnendrar var meginástæðan fyrir þessum tveimur vaxtahækkunum sú að verðbólguhorfur höfðu versnað verulega og meirihluti nefndarmanna óttaðist að hærri verðbólguvæntingar og veikt gengi krónunnar myndu leiða til þess að verðbólga festist í sessi, einkum þegar efnahagsbatinn væri kominn á rekkpól. Í yfirlýsingu sinni í nóvember hélt nefndin því fram að núverandi vaxtastig virtist um það bil við hæfi, en bætti við að þegar horft væri lengra fram á veginn yrði nauðsynlegt að halda áfram að draga úr núverandi slaka peningastefnunnar.

Frá júlíbyrjun hefur ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa til skamms tíma hækkað um allt að 1 prósentu en ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa til langs tíma og verðtryggðra íbúðabréfa hefur lækkað um það bil jafn mikið (mynd 2). Á sama tíma hefur gengi krónunnar hækkað um 4,3% gagnvart evru en lækkað um 6,7% gagnvart Bandaríkjadal. Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar hefur hækkað um 1,3% frá því í júlí (mynd 3).

Ársverðbólga miðað við vísitölu neysluverðs hefur hjaðnað nokkuð síðan hún náði hámarki í 5,7% í september og mældist 5,3% í desember (mynd 4). Undirliggjandi ársverðbólga (þ.e. verðbólga að undanskildum áhrifum neysluskatta, sveiflukennndra þátta eins og matvæla og bensíns, opinberrar þjónustu og vaxtagreiðslna af húsnæðislánnum) hefur hins vegar haldið áfram að aukast og mældist 5% í desember.

Ítarefni

Með þessari skýrslu fylgir eftirfarandi ítarefni:

1. Yfirlýsingar peningastefnunnendrar frá ágúst 2011.
2. Fundargerðir peningastefnunnendrar frá ágúst 2011.
3. Ræða seðlabankastjóra á fundi Viðskiptaráðs 4. nóvember 2011.
4. Yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabanka um verðbólguþátt, mars 2001.

Fyrir hönd peningastefnunnendrar Seðlabanka Íslands,

Már Guðmundsson

seðlabankastjóri og formaður peningastefnunnendrar



Yfirlýsing peningastefnunefndar 17. ágúst 2011

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana verða því 3,5%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 4,25%, vextir á lánum gegn veði til sjö daga 4,5% og daglánavextir 5,5%.

Hækkun vaxta Seðlabankans er í samræmi við nýlegar yfirlýsingar peningastefnunefndar og markast af því að verðbólguhorfur til næstu tveggja ára hafa versnað enn frekar frá síðasta fundi nefndarinnar. Nýjustu hagtolur og uppfærð spá bankans sem birtist í *Peningamálum* í dag benda að auki til meiri vaxtar innlendra eftirspurnar og atvinnu á þessu ári en búist var við í síðustu spá.

Á móti auknum vexti innlendra eftirspurnar kemur að hræringar á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og vísbendingar um veikari hagvöxt í helstu iðnríkjum en búist var við gætu haft neikvæð áhrif á íslenskan þjóðarbúskap þegar frá líður. Hversu mikil þessi áhrif gætu orðið er afar erfitt að meta á þessari stundu. Aukinn kraftur í efnahagslífinu, sem birtist í uppfærðri spá bankans, felur þó í sér að lítil hætta er á að hófleg vaxtahækkun stöðvi efnahagsbatann, enda er mikilli lækkun skammtímaraunvaxta sem hefur átt sér stað undanfarna mánuði aðeins snúið við að litlum hluta.

Verðbólga hefur aukist verulega undanfarna fimm mánuði. Tólf mánaða verðbólga mældist 5% í júlí og undirliggjandi verðbólga, skilgreind sem vísitala neysluverðs án áhrifa neysluskatta, sveiflukenndra matvæla, bensíns, opinberrar þjónustu og vaxtakostnaðar, mældist 3,3% og hefur aukist úr 1,2% í janúar. Aukin verðbólga skýrist m.a. af lágu gengi krónunnar og verðhækkunum húsnæðis og olíu. Umsamdar launahækkningar munu auka verðbólguna enn frekar á næstunni þrátt fyrir lítills háttar styrkingu gengis að undanförmu. Miðað við núverandi gengi krónunnar eru horfur á að verðbólga aukist fram á næsta ár og að verðbólguþéttunni náist ekki að nýju fyrr en á seinni hluta ársins 2013.

Þróun undanfarinna mánaða hefur aukið hættu á að hærri verðbólguvæntingar og veikt gengi krónunnar festi of mikla verðbólgu í sessi, sérstaklega þegar efnahagsbatinn færir í aukana. Í versta tilfalli gætu

væntingar um aukna verðbólgu, neikvæðir raunvextir og lítill áhættuleiðréttur vaxtamunur við útlönd grafið enn frekar undan gengi krónunnar og valdið vítahring aukinnar verðbólgu og lækkandi gengis, þótt slakinn í þjóðarbúskapnum ætti í einhverjum mæli að vinna gegn slíkri þróun.

Til þess að draga úr hættu á slíkri atburðarás er nauðsynlegt að sporna nú gegn aukinni verðbólgu og hugsanlegum þrýstingi á gengi krónunnar. Það kann að kalla á frekari hækkun vaxta. Ákvarðanir í peningamálum munu þó sem fyrr taka mið af nýlegri þróun og horfum.

Peningastefnunefndin er reiðubúin til þess að breyta aðhaldi peningastefnunnar eins og nauðsynlegt er með hliðsjón af því tíma-bundna markmiði hennar að stuðla að gengisstöðugleika og í því skyni að tryggja að verðbólga verði nálægt markmiði til lengri tíma litið.



Yfirlýsing peningastefnunefndar 21. september 2011

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Nýjustu hagtolur staðfesta í meginatriðum uppfærða spá bankans, sem birtist í *Peningamálum* í ágúst, þ.e.a.s. að vöxtur framleiðslu og atvinnu sé hafinn og að horfur séu á að verðbólga muni um nokkurt skeið verða töluvert yfir verðbólguþröngun Seðlabankans, styrkist gengi krónunnar ekki að ráði, en að hún hnígi aftur að markmiði til lengri tíma litið.

Hræringar á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og vísbendingar um veikari alþjóðlegan hagvöxt skapa óvissu um innlendan hagvöxt og verðbólguhorfur. Hætta á neikvæðum áhrifum á innlendan þjóðarbúskap hefur aukist frá fundi peningastefnunefndar í ágúst.

Verðbólguhorfur benda þó til þess að til lengri tíma litið sé við hæfi að halda áfram að draga úr slaka peningastefnunnar, eins og byrjað var á í ágúst. Lítil hætta er á að hófleg vaxtahækkun stöðvi efnahagsbatann. Minni verðbólga í ágúst en búist hafði verið við, áframhaldandi styrking gengis krónunnar og lakari horfur í heimsbúskapnum gera peningastefnunefndinni hins vegar kleift að halda vöxtum óbreyttum nú.

Nefndin telur enn að til þess að sporna gegn aukinni verðbólgu kunni að vera nauðsynlegt að hækka vexti frekar. Ákvarðanir í peningamálum munu þó sem fyrr taka mið af nýlegri þróun og horfum.



Yfirlýsing peningastefnunefndar 2. nóvember 2011

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að hækka vexti bankans um 0,25 prósentur.

Nýjustu hagtölur og spá Seðlabankans, sem birtist í *Peningamálum* í dag, staðfesta að efnahagsbatinn hefur haldið áfram, þrátt fyrir að það dragi úr hagvexti í heiminum og óvissa hafi aukist. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur verði nokkru meiri í ár og á næsta ári en spáð var í ágúst og að verðbólga verði heldur minni á næstu misserum sakir sterkara gengis krónunnar og minni innfluttrar verðbólgu.

Veruleg óvissa ríkir um þann feril nafnvaxta sem þarf til þess að ná verðbólgu markmiðinu. Í ljósi efnahagshorfa, áframhaldandi styrkingar gengis krónunnar og hugsanlega óhagstæðrar alþjóðlegrar efnahagsþróunar virðist núverandi vaxtastig um það bil við hæfi á komandi mánuðum. Horft lengra fram á veginn verður hins vegar nauðsynlegt að draga úr núverandi slaka peningastefnunnar eftir því sem efnahgsbatanum vindur fram og dregur úr slaka í þjóðarbúskapnum. Að hve miklu leyti þessi aðlögun á sér stað með hærri nafnvöxtum fer eftir framvindu verðbólgunnar.



Yfirlýsing peningastefnunefndar 7. desember 2011

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Nýjustu hagtölur eru í meginatriðum í takt við spá Seðlabankans, sem birt var í nóvemberhefti *Peningamála*. Efnahagsbatinn hefur haldið áfram, þrátt fyrir að það dragi úr hagvexti í heiminum og óvissa hafi aukist. Verðbólga er enn fyrir ofan verðbólguþröng Seðlabankans en nýleg þróun bendir til þess að því verði náð á spátímanum.

Veruleg óvissa ríkir um þann feril nafnvaxta sem þarf til þess að ná verðbólguþröngunni. Í ljósi efnahagshorfa og hugsanlega óhagstæðrar alþjóðlegrar efnahagsþróunar virðist núverandi vaxtastig um það bil við hæfi á komandi mánuðum. Horft lengra fram á veginn verður hins vegar nauðsynlegt að draga úr núverandi slaka peningastefnunnar eftir því sem efnahagsbatanum vindur fram og dregur úr slaka í þjóðarbúskapnum. Að hve miklu leyti þessi aðlögun á sér stað með hærri nafnvöxtum fer eftir framvindu verðbólgunnar.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,

ágúst 2011

Birt: 31. ágúst 2011

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 lögina hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir meðlimir peningastefnunefndar greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 15. og 16. ágúst 2011, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 17. 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 15. júní, eins og þær birtust í uppfærðri spá og óvissumati í *Peningamálum* 2011/3 17. ágúst.

Fjármálamarkaðir

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 0,9% hærra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í ágúst en á júnífundinum. Milli funda hafði gengi krónunnar styrkst um 1,1% gagnvart evru, um 0,6% gagnvart Bandaríkjadal og um 0,8% gagnvart sterlingspundi. Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar hafði þó veikst um 5,1% frá ársbyrjun.

Seðlabankinn hefur keypt 76,5 milljónir evra í reglulegum viðskiptum á innlendum gjaldeyrismarkaði frá því að hann hóf regluleg kaup erlends gjaldeyris í lok ágúst 2010.

Gengi krónu gagnvart evru hafði veikt á aflandsmarkaðnum frá því að síðasti fundur peningastefnunar var haldinn og höfðu viðskipti farið fram á gengi 220-245 gagnvart evru, en viðskipti voru enn lítil og fátíð.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands hækkaði úr 2,76 prósentum þegar júnífundurinn var haldinn í rúmlega 3,06 prósentur í kjölfar óróans á alþjóðamörkuðum. Þegar ágústfundurinn var haldinn hafði skuldatryggingarálagið þó lækkað aftur í 2,42 prósentur. Í júní sl. gaf Ríkissjóður Íslands út skuldabréf í Bandaríkjadollurum á kjörnum 3,20 prósentur ofan á bandaríska LIBOR-skiptavexti. Frá útgáfudegi hefur vaxtamunur þessa bréfs gagnvart sambærilegum fimm ára bandarískum ríkisskuldabréfum aukist úr 3,4 prósentum í 4,3 prósentur þegar ágústfundurinn var haldinn.

Daglánavextir á millibankamarkaði höfðu haldist stöðugir í 3,75% frá júnífundinum. Viðskipti á millibankamarkaði námu 75 ma.kr. frá júnífundinum og voru fyrst og fremst daglávískað lán til lengri tíma hafi einnig verið veitt.

Um 99 ma.kr. voru útistandandi í innstæðubréfum þegar ágústfundurinn var haldinn, u.þ.b. 40 ma.kr. meira en á júnífundinum. Meginástæðan fyrir þessari aukningu er innlausn ríkisskuldabréfs í júlí og endurgreiðsla skatta í byrjun ágúst.

Að undanskildri ávöxtunarkröfunni á skuldabréfi með gjalddaga árið 2016, sem hafði lækkað um rúmlega 1 prósentu, hafði ávöxtunarkrafa í útboði ríkisskuldabréfa með lengri gjalddaga lækkað lítillega frá júnífundinum. Á sama tíma hafði ávöxtunarkrafa styttri ríkisskuldabréfa hækkað lítillega en ávöxtunarkrafa íbúðabréfa var nánast óbreytt.

Verðbólguálagið (munurinn á ávöxtunarkröfu verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa) hafði aukist undanfarna mánuði og væntingar um meðalverðbólgu næstu fimm árin voru metnar um 4,3% þegar fundurinn var haldinn. Aukningin nemur u.þ.b. 2,4 prósentum frá því í lok janúar 2011.

Bráðabirgðatölur um bankakerfið í júní sýndu að hrein staða útistandandi útlána til innlendra aðila var því sem næst óbreytt frá fyrri mánuði. Útlán til fyrirtækja drógust saman um 1,2% en heildarútlán til heimila hækkuðu um 0,7%. Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 1,3% milli mánaða í júní en er áfram 5% minna en á sama tíma árið 2010.

Virkir nafnstýrivextir eru nú um stundir skilgreindir sem einfalt meðaltal innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa. Samkvæmt ólíkum mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingar höfðu raunvextir lækkað um u.þ.b. ½ prósentu að meðaltali frá fundinum 15. júní, í -1,2%. Miðað við tólf mánaða hækkun neysluverðs-vísitölnunnar höfðu raunvextir lækkað um 1,5 prósentur í -1,3% en miðað við verðbólguálag höfðu þeir lækkað um 0,9 prósentur í 0,1%.

Þótt 0,25 prósentna lækkun stýrivaxta virtist vera verðlögð inn í ávöxtunarferilinn, þjuggust flestir viðskiptavakar, miðlarar og sérfræðingar greiningardeilda fjármála-fyrirtækja við því að peningastefnunarfélagið héldi vöxtum óbreyttum á ágústfundinum. Flestir aðilar vísuðu til þess að slaki í efnahagslífinu kæmi í veg fyrir hækkun vaxta. Einn greiningaraðili spáði þó 0,25 prósentu vaxtahækkun á grundvelli versnandi verðbólguhorfa og hærri verðbólguvæntinga.

Annað útboðið í tengslum við áætlun um afnám gjaldeyrishafta fór fram 16. ágúst. Seðlabanki Íslands bauðst til að kaupa 72 milljónir evra gegn greiðslu í ríkisskuldabréfum. Alls bærust tilboð að fjárhæð 3,4 milljónir evra og var öllum tilboðum tekið.

Þetta var einsverðsútboð svo að öll samþykkt tilboð voru gerð aðalmiðlurum á sama verði sem var ákveðið 210,00 kr. fyrir evru.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt síðustu spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í júní, er þess vænst að hagvöxtur í heiminum nái 4,3% árið 2011 sem er í samræmi við spá sjóðsins frá því í apríl 2011. Verðbólguþátturinn hefur á hinn bóginn verið endurskoðuð upp á við og væntir Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn þess nú að alþjóðleg verðbólga verði 2,6% á þessu ári eða 0,4 prósentum meira en í aprílspánni. Spáin fyrir alþjóðaviðskipti hefur einnig verið endurskoðuð upp á við um 0,8 prósentur og er þess vænst að viðskipti aukist um 8,2% á árinu 2011. Fyrir fundinn komu fram nýjar spár frá Consensus Forecasts þar sem gert er ráð fyrir að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands árið 2011 verði endurskoðaður niður á við um u.þ.b. 0,2 prósentur.

Afgangur af vöruviðskiptum var rúmlega 12 ma.kr. í júní og júlí (samkvæmt bráðabirgðatölum), sem er 3,5 ma.kr. lækkun frá sama tíma í fyrra. Verðmæti útflutnings var nokkurn veginn óbreytt milli ára en jókst um 3% ef frátaldir voru óreglulegir liðir svo sem flugvélar og skip. Útflutningsverðmæti sjávarafurða jókst um 8% en útflutningur iðnaðarvara dróst saman um 0,7%. Verðmæti innflutnings í júní og júlí jókst um 4,5% milli ára og munaði þar mest um 24% hækkun á innflutningsverðmæti eldsneytis en innflutningsverðmæti fjárfestingarvara lækkaði um 7% og hrá- og rekstrarvara um 1%.

Álverð var að meðaltali tæplega 1% lægra fyrstu tvær vikurnar í ágúst en vikurnar tvær fyrir fund peningastefnunnar í júní. Verðmæti sjávarafurða hefur haldið áfram að aukast, jókst um 1,1% milli mánaða í júní og var 12,8% meira á öðrum ársfjórðungi 2011 en fyrir ári.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Vísbindingar úr vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands fyrir annan ársfjórðung benda til þess að vinnuafleiðing sé að taka við sér á ný. Bæði fjöldi starfandi á vinnumarkaði sem og meðalvinnustundafjöldi jókst borið saman við sama ársfjórðung í fyrra. Þeim sem eru í fullu starfi fjölgaði á meðan starfandi í hlutastarfi fækkaði annan ársfjórðunginn í röð. Heildarvinnustundum fjölgaði því um u.þ.b. 1% milli ára.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi hefur haldist óbreytt, 7%, síðan í maí, en skráð atvinnuleysi minkaði um 0,8 prósentur í 6,6% í júlí.

Launavísitala hækkaði um 3,9% milli mánaða í júní og hefur hækkað um 7,1% síðan í júní 2010. Raunlaun hækkuðu um 3,4% milli mánaða í júní og um 2,7% milli ára.

Samkvæmt viðhorfskönnun Capacent Gallup meðal fyrirtækja sem gerð var í maí og júní vildu fleiri fyrirtæki í öllum atvinnugreinum fækka starfsmönnum en í marskönnuninni. Þau fyrirtæki sem ráðgerðu að fækka starfsfólki á næstu sex mánuðum voru 17 prósentum fleiri en þau sem hugðust bæta við fólki.

Væntingar neytenda hafa versnað lítillega undanfarna tvo mánuði, einkum vegna meiri svartisni varðandi efnahagsástandið að sex mánuðum liðnum. Væntingar varðandi núverandi efnahagsástand hafa þó ekki mælst hærrí síðan í október 2008.

Samkvæmt ársfjórðungslegum niðurstöðum könnunar í júní drógust fyrirhuguð stórkaup saman miðað við fyrri könnun í mars og voru þau minni en á sama tíma í fyrra. Fyrirhuguð húsnæðis kaup voru minni en fyrir ári þrátt fyrir aukna veltu og verðhækkanir á húsnæðismarkaði að undanfögnu.

Samkvæmt könnun á fjárfestingaráformum 114 fyrirtækja sem Seðlabankinn gerði eru horfur á að atvinnuvegafjárfesting utan stóriðju, skipa og flugvéla verði mun meiri árið 2011 en gert var ráð fyrir í aprílspánni og að hún muni aukast um 6% í stað þess að minnka um 3% í aprílspánni.

Samkvæmt viðhorfskönnun Capacent Gallup sem var gerð í maí og júní voru forsvarsmenn fyrirtækja svartsýnni varðandi efnahagsástandið að sex mánuðum liðnum en þeir voru í mars. Tæplega þriðjungur þátttakenda vænti þess að ástandið myndi versna, en helmingur þeirra taldi að það héldist óbreytt, miðað við 24% og 54% í mars. Stjórnendur voru líka svartsýnni varðandi horfur um innlenda eftirspurn á næstu sex mánuðum, sérstaklega í byggingariðnaði og samgöngum/ferðamennsku. Væntingar um erlenda eftirspurn héldust svipaðar í júní og þær hafa verið síðan í mars 2009.

Vísbindingar um innlenda eftirspurn gefa til kynna að einkaneysla hafi aukist verulega á öðrum ársfjórðungi 2011 miðað við fyrsta ársfjórðung. Árstíðarleiddrétt greiðslukortavelta heimila bæði innanlands og erlendis var um 2,6% meiri að raungildi á öðrum ársfjórðungi en á þeim fyrsta. Í júlí jókst árstíðarleiddrétt greiðslukortavelta um 0,7% milli mánaða. Smásöluvelta hafði einnig aukist milli ársfjórðunga á öðrum ársfjórðungi 2011 þótt þróun einstakra þátta væri mismunandi; sala raftækja og húsgagna hafði snaraukist, en dagvöruvelta hafði hins vegar aukist hægar og sala á fatnaði og áfengi dregist saman.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofu Íslands fyrir allt landið, sem var birt í júlí, hækkaði um 1,3% frá fyrri mánuði. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,5% milli mánaða í júní og um 1,1% þegar leiðrétt var vegna árstíðarsveiflu. Um 71% fleiri kaupsamningar voru gerðir í júní en í sama mánuði árið 2010 og á fyrstu sex mánuðum ársins 2011 voru gerðir 73% fleiri kaupsamningar en á sama tímabili árið 2010. Kaupsamningar eru þó áfram mjög fáir í sögulegu samhengi.

Verðbólguvæntingar forsvarsmanna fyrirtækja mældust 3,6% að miðgildi eitt ár fram í tímann samkvæmt viðhorfskönnun Capacent Gallup sem var gerð í maí og júní og höfðu lækkað um 0,4 prósentur frá könnuninni í mars. Í mars höfðu verðbólguvæntingar forsvarsmanna fyrirtækja hins vegar hækkað um 2 prósentur frá könnuninni í desember.

Í annarri könnun Capacent Gallup sem framkvæmd var í júní jukust verðbólguvæntingar heimila eitt ár fram í tímann um 1,5 prósentur frá fyrri könnun í mars og mældust 5% miðað við miðgildi. Verðbólguvæntingar heimila til eins árs hafa ekki aukist milli kannana frá því í október 2008. Heimilin væntu þess að tólf mánaða verðbólga mældist 5% að miðgildi eftir tvö ár sem er 1 prósentu aukning frá því í mars.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,1% milli mánaða í júlí eftir að hafa hækkað um 0,5% í júní. Ársverðbólga mældist 5% í júlí samanborið við 3,4% í maí. Ársverðbólga án áhrifa óbeinna skatta mældist 4,8% í júlí. Í júlí hafði árstíðarleiddrétt vísitala neysluverðs hækkað um 1,7% á síðustu þremur mánuðum eða 7% á ársgrundvelli. Árleg kjarna-verðbólga 3 (mæld verðbólga að frátöldum áhrifum skatta, sveiflukennndra liða svo sem matvöru og bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxta) mældist 3,3% í júlí og hafði aukist úr 2,3% í maí. Þó ber að hafa í huga að allar mælingar á tólf mánaða verðbólgu

eru 0,4 prósentum lægri en ella þar sem afnotagjöld Ríkisútvarpsins voru tekin út úr neysluverðsvísitölunni frá og með janúar 2011.

Margir þættir stuðluðu að aukningu verðbólgu í júní og júlí en húsnæðisþátturinn hafði mest áhrif eða samtals tæplega 0,5 prósentur. Samkvæmt Hagstofu Íslands hefur markaðsverð húsnæðis hækkað um 5,7% milli ára, sem er mesta hækkun á einu ári frá því haustið 2008. Aðrir þættir sem höfðu umtalsverð áhrif á verðbólgu voru verðhækkanir á matvöru og þjónustu. Áhrif af sumarútsölum á neysluverðsvísitöluna í júlí voru -0,4 prósentur sem er minna en á sama tíma í fyrra.

Samkvæmt uppfærðri spá sem birtist í *Peningamálum* 17. ágúst er þess vænst að hagvöxtur á spátímanum verði knúinn áfram af aukinni innlendri eftirspurn, einkum einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingu. Því er spáð að hagvöxtur árið 2011 verði 2,8%, 0,5 prósentum meiri en gert var ráð fyrir í apríl vegna sterkari einka- og samneyslu og atvinnuvegafjárfestingu (utan stóriðju, skipa og flugvéla). Í spánni er gert ráð fyrir veikari hagvexti árið 2012, eða 1,6%, einkum vegna framhlaðnari einkaneysluferils og seinkunar stóriðjuframkvæmda. Þannig hefur hluti af þeim hagvexti sem menn sáu fyrir sér árið 2012 nú færst yfir til ársins 2013 og er í spánni gert ráð fyrir 3,7% hagvexti á því ári, sem er u.þ.b. einni prósentu meiri vöxtur en í fyrri spá. Matið á framleiðsluslakanum á spátímanum er nokkurn veginn í samræmi við spána í apríl.

Þess er vænst að útflutningur vöru og þjónustu verði veikari árið 2011, eða 1,9%, fyrst og fremst vegna minni vaxtar í útflutningi þjónustu á fyrsta ársfjórðungnum. Nú er einnig spáð heldur minni útflutningi vöru og þjónustu árið 2012 en nokkuð þróttmeiri útflutningi árið 2013 en gert var ráð fyrir í apríl. Ef útflutningur skipa og flugvéla er hins vegar undanskilinn eru horfurnar á spátímanum svipaðar og í spánni í apríl.

Í spánni er gert ráð fyrir að afgangur á vöruviðskiptum verði 8,6% af landsframleiðslu árið 2011, um 2 prósentum minna en spáð var í apríl, einkum vegna þess að horfur eru á versnandi viðskiptakjörum. Afgangur á viðskiptajöfnuði að undanskildum innlánsstofnunum í slitameðferð verður tæplega 1% af landsframleiðslu, í stað 2,4% eins og spáð var í apríl, og þess er vænst að hann verði áfram tæplega 1% samkvæmt þessum mælikvarða árið 2012, en í kjölfarið verði óverulegur halli árið 2013.

Einkaneysla hefur verið meiri það sem af er þessu ári vegna tímabundinna þátta og þess er vænst að hún vaxi einni prósentu meira en samkvæmt aprílspánni, eða um 3,8%. Búist er við því að áhrif hinna tímabundnu þátta minnki þegar líður á árið og því er spáð að vaxandi verðbólga muni draga úr kaupmáttaraukningu vegna nýgerðra kjarasamninga. Því er gert ráð fyrir að aukning einkaneyslu verði ½ prósentu minni á ári næstu tvö árin, eða 2½% á ári.

Því er spáð að samneysla að nafnvirði, sem hefur haldist óbreytt frá síðasta fjórðungi ársins 2008, muni vaxa á ný á þessu ári, einkum vegna kjarasamningsbundinnar hækkunar nafnlauna opinberra starfsmanna. Áætlað er að samneysla muni halda áfram að dragast saman að raunvirði árin 2011 og 2012 en þó minna en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans.

Áætlað er að heildarfjármunamyndun muni aukast um rúmlega 10% á þessu ári. Vöxturinn er einskorðaður við atvinnuvegafjárfestingu og fjárfestingu í íbúðarhúsnæði en búist er við að fjárfesting hins opinbera dragist saman. Þótt bróðurpart vaxtarins á árunum 2012 (16%) og 2013 (11%) megi rekja til atvinnuvegafjárfestingar er spáð vexti í öllum undirliðum fjárfestingar.

Viðsnúningur á vinnumarkaði virðist vera snarpari en áður hafði verið spáð og því er gert ráð fyrir að atvinna aukist um 1,2% árið 2011 frá fyrra ári, en í aprílspánni var gert ráð fyrir 0,7% samdrætti. Áfram er gert ráð fyrir tiltölulega hægum vexti á spátímanum.

Búist er við að atvinnuleysi verði 7% í ár, sem er um ½ prósentu minna en gert var ráð fyrir í síðustu spá. Því er þó spáð að það verði komið niður í um 4½% í lok spátímabilsins, sem er heldur meira en spáð var í apríl.

Kostnaður við nýgerða kjarasamninga á vinnumarkaðnum er töluvert meiri en gert var ráð fyrir í aprílspánni. Því eru horfur á að launakostnaður á framleidda einingu aukist mun meira á spátímabilinu en ætlað var í síðustu spá. Gert er ráð fyrir að hann aukist um 5,7% árið 2011, sem er rúmlega 2 prósentum meira en spáð var í apríl, og um 4,3% árið 2012, en það er um 1 prósentu meira en í aprílspánni. Á seinni hluta spátímabilsins er hins vegar gert ráð fyrir að aukning launakostnaðar á framleidda einingu verði í samræmi við verðbólguþéttun Seðlabankans.

Verðbólguhorfur til skamms og meðallangs tíma hafa versnað til muna frá síðustu útgáfu *Peningamála*. Horfur eru á að verðbólga verði 5,6% á þriðja ársfjórðungi, en í síðustu spá var gert ráð fyrir að hún yrði 3,3%. Búist er við að verðbólga nái hámarki á fyrsta fjórðungi ársins 2012 þegar hún verður 6,8% og að hún taki að hjaðna á ný þegar líða tekur á árið 2012 og verði við verðbólguþéttun á seinni hluta ársins 2013, sem er um ári seinna en reiknað var með í aprílspánni.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá stöðu sjöttu og síðustu endurskoðunar samstarfsáætlunar íslenskra stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, þeirri lána-fyrirgreiðslu sem henni tengdist og niðurstöðum úr gjaldeyrisútboðum, í tengslum við áætlunina um losun gjaldeyrishafta, sem höfðu verið haldin frá síðasta fundi nefndarinnar. Fulltrúar frá fjármálaráðuneytinu greindu nefndarmönnum einnig frá horfum í fjármálum hins opinbera og áætlun um aðhald í ríkisfjármálum.

Nefndarmenn fjölluðu um líklegar ástæður þess að hagstæð þróun á viðskiptajöfnuði við skilyrði takmarkana á fjármagnshreyfingum hefðu ekki orðið til þess að styrkja gengi krónunnar það sem af er árinu. Meðal hugsanlegra skýringa sem fram komu á fundinum voru: innlend fyrirtæki væru í sumum tilfellum neydd til að greiða hratt niður erlendar skuldir sínar, þar sem þau gætu ekki endurfjármagnað þær sakir takmarkaðs aðgangs að erlendu lánsfé, sum fyrirtæki flyttu eingöngu gjaldeyri inn í landið sem nægði til að greiða innlendan kostnað og gjaldeyriskaup Seðlabankans kynnu að hafa hindrað gengishækkun krónunnar. Einnig hefur hlutfall vaxtagreiðslna til erlendra verðbréfaeigenda sem hefur verið innlest verið hærra á árinu 2011 en 2010. Sumir nefndarmenn voru þeirrar skoðunar að þetta kynni að stafa af lægri áhættuleiðrættum vaxtamun við útlönd en hefur verið á undanförunum árum og boði almenna tilhneigingu til að draga úr krónueign á næstu misserum t.d. á meðal innlendra útflutningsfyrirtækja. Fram kom í umræðum nefndarinnar að ekki hefðu komið fram augljósar vísbendingar um að skilvirkni gjaldeyrishaftanna hefði minnkað.

Að mati meirihluta nefndarmanna voru verðbólguhorfurnar enn megináhættan. Verðbólga hafði aukist verulega undanfarna fimm mánuði. Mæld verðbólga hafði aukist um rúmlega 3 prósentur frá því í janúar í 5% í júlí, en undirliggjandi verðbólga hafði aukist

litlu minna, eða um rúmlega 2 prósentur í 3,3%. Samkvæmt uppfærðri spá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 17. ágúst eru horfur á því að verðbólga aukist fram á næsta ár, að því gefnu að gengi krónunnar haldist nokkurn veginn stöðugt, og að verðbólgu-markmiðið náist ekki að nýju fyrr en á seinni hluta ársins 2013.

Að mati nefndarmanna stafar aukin verðbólga að hluta af lágu gengi krónunnar og verðhækkunum húsnæðis og olíu, en horfur eru á að umsamdar launahækkningar muni auka verðbólguna enn frekar á næstunni þrátt fyrir lítills háttar styrkingu gengis að undanfögnu.

Þótt enn sé veruleg hættu á neikvæðum áhrifum efnahagsslakans á þjóðarbúskapinn hafði áhættan upp á við einnig aukist frá síðasta fundi, þar sem nýbirt gögn og uppfærð spá Seðlabankans gáfu til kynna meiri vöxt innlendrar eftirspurnar og atvinnu árið 2011 en búist var við í aprílspá bankans.

Þróun undanfarinna mánaða hefur einnig aukið hættu á að hærri verðbólguvæntingar og lágt gengi krónunnar festi of mikla verðbólgu í sessi, sérstaklega þegar efnahagsbatinn færir í aukana. Í versta tilfalli gætu væntingar um aukna verðbólgu, neikvæðir raunvextir og lítill áhættuleiðréttur vaxtamunur við helstu viðskiptalönd grafið enn frekar undan gengi krónunnar og valdið vítahring aukinnar verðbólgu og lækkandi gengis, þótt slakinn í þjóðarbúskapnum ætti í einhverjum mæli að vinna gegn slíkri þróun.

Nefndin ræddi mikla lækkun raunvaxta Seðlabankans á undanfögnu mánuðum. Samkvæmt þeim mælikvarða hafði peningastefnan örvandi áhrif, sem er við hæfi í ljósi slakans í þjóðarbúskapnum og innlendu skuldakreppunnar. Í ljósi tiltölulega veikis gengis og versnandi verðbólguhorfa ræddu nefndarmenn hvort ákjósanlegt væri að byrja að draga nokkuð úr örvandi áhrifum peningastefnunnar.

Að mati nefndarmanna hefðu hræringar á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og veikari hagvöxtur en búist var við í helstu iðnríkjum á öðrum ársfjórðungi 2011 skapað aukna hættu fyrir þjóðarbúskapinn. Þessir ytri þættir gætu vegið upp á móti auknum vexti innlendrar eftirspurnar á næstunni og haft neikvæð áhrif á íslenskan þjóðarbúskap þegar frá líður, þótt erfitt væri að meta hversu mikil þessi áhrif yrðu þegar fundurinn var haldinn.

Mat nefndarmanna á nauðsyn þess að breyta aðhaldi peningastefnunnar á þessum fundi var mismunandi. Meirihluti nefndarmanna taldi rétt að draga nokkuð úr örvandi áhrifum peningastefnunnar og vinna gegn hugsanlegum þrýstingi á gengi krónunnar í því skyni að draga úr hættu á annarrar umferðar áhrifum. Þau koma m.a. fram í hækkandi verðbólguvæntingum, almennum verðhækkunum og miklum launahækkunum og gætu leitt til þess að mikil verðbólga festist í sessi. Enn fremur hélt meirihluti nefndarmanna því fram að í ljósi vaxandi umsvifa í þjóðarbúskapnum væri lítil hættu á því að hófleg vaxtahækkun stöðvi efnahagsbatann, enda væri mikilli lækkun skammtímaraunvaxta undanfarna mánuði aðeins snúið við að litlum hluta. Að mati eins nefndarmanns vó óvissan um þróun á alþjóðavettvangi og áframhaldandi viðkvæm staða innlendra efnahagsreikninga þyngra en verðbólguháttu og væri því röksemd fyrir því að viðhalda núverandi aðhaldi peningastefnunnar á þessum fundi. Þessi nefndarmaður hélt því fram að eftirköst fjármálakreppunnar krefðust þess að vextir yrðu áfram lágir að því gefnu að gengi krónunnar lækkaði ekki öllu meira. Viðkvæm staða efnahagsreikninga, óvissar horfur í gengismálum og háir bankavextir á nýjum lánnum hindruðu fjárfestingu og

hagvöxt. Þessi nefndarmaður hélt því fram að vaxtahækkun myndi þess vegna tefja efnahagsbatann enn frekar, auk þess sem aukin óvissa um þróunina erlendis gæti dregið úr honum. Hann áleit að aukin innlend verðbólga að undanfögnu endurspegladi fyrst og fremst þróun á alþjóðavettvangi sem líklega yrði tímabundin. Þótt hann væri sammála því að launahækkningar að undanfögnu væru óhóflegar, hélt hann því fram að aukið aðhald peningastefnunnar við núverandi aðstæður hefði takmörkuð áhrif til að draga úr hvers konar verðbólguþrýstingi sem ætti sér upptök á vinnumarkaðnum, vegna þess að nýjar lánveitingar væru takmarkaðar og innlend eftirspurn veik. Hann varaði einnig við því að hækka vexti með það að markmiði að hamla gegn verðbólgu með hækkandi gengi krónunnar, sem gæti einnig dregið úr útflutningi Íslands.

Þrjár mismunandi vaxtaákvörðanir voru ræddar: að halda vöxtum óbreyttum eða að hækka þá um 0,25 eða 0,5 prósentur. Með hliðsjón af umræðunni og mismunandi sjónarmiðum sem fram komu lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu hækkaðir um 0,25 prósentur, sem myndi hækka innlánsvexti í 3,5%, hámarksvexti á 28 daga innstæðubréfum í 4,25%, vexti af lánum gegn veði til sjö daga í 4,5% og daglánvexti í 5,5%. Þrír nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra. Einn nefndarmaður greiddi atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra og hefði heldur kosið að fresta ákvörðun um aukið aðhald þar til á fundi peningastefnunefndar í september.

Að mati meirihluta nefndarmanna er vaxtahækkunin í samræmi við yfirlýsingar peningastefnunefndar að undanfögnu og endurspeglar það að verðbólguhorfur næstu tvö árin hafa versnað enn frekar frá síðasta fundi nefndarinnar. Þess vegna kunna verðbólguhorfurnar að kalla á frekari hækkun vaxta. Ákvörðanir í peningamálum munu þó sem fyrr taka mið af nýlegri þróun og horfum.

Peningastefnunefndin er sem fyrr reiðubúin til þess að breyta aðhaldi peningastefnunnar eins og nauðsynlegt er með hliðsjón af því tímabundna markmiði hennar að stuðla að gengisstöðugleika og í því skyni að tryggja að verðbólga verði nálægt markmiði til lengri tíma litið.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundina:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn fundina.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 21. september 2011.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, september 2011

Birt: 5. október 2011

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 lögina hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir meðlimir peningastefnunefndar greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 20. september 2011, en á þeim ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 21. september 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 17. ágúst.

Fjármálamarkaðir

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 1,8% hærra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í september en á ágústfundinum. Milli funda hafði gengi krónunnar styrkst um 2,7% gagnvart evru og um 2,0% gagnvart sterlingspundi en veikst um 2,2% gagnvart Bandaríkjadal.

Seðlabankinn hafði keypt 84 milljónir evra í reglubundnum viðskiptum á innlendum gjaldeyrismarkaði frá því að hann hóf áætlun sína um regluleg kaup erlends gjaldeyris í lok ágúst 2010.

Gengi krónu gagnvart evru á aflandsmarkaðnum hafði veikst frá því að síðasti fundur peningastefnunefndar var haldinn og hafa viðskipti farið fram á gengi 220-232 gagnvart evru, en viðskipti voru enn lítil og fátíð.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands hækkaði úr 2,42 prósentum þegar ágústfundurinn var haldinn í u.þ.b. 3,06 prósentur þegar septemberfundurinn var haldinn. Vaxtamunur skuldabréfs sem Ríkissjóður Íslands gaf nýlega út í Bandaríkjadöllum gagnvart sambærilegum bandarískum ríkisskuldabréfum jókst á sama tíma úr 3,40 prósentum í 4,08 prósentur.

Daglánavextir á millibankamarkaði hækkuðu um 0,25 prósentur í 4% rétt eftir ákvörðun peningastefnunefndar um að hækka vexti í ágúst. Þeir lækkuðu aftur í 3,75% í byrjun september en höfðu hækkað í 4,5% þegar septemberfundur peningastefnunefndar var haldinn. Viðskipti á millibankamarkaði námu 21 ma.kr. frá ágústfundinum og voru fyrst og fremst daglánaviðskipti.

Um 135 ma.kr. voru útistandandi í innstæðubréfum þegar septemberfundurinn var haldinn, u.þ.b. 36 ma.kr. meira en á ágústfundinum.

Ávöxtunarkrafa styttri óverðtryggðra ríkisskuldabréfa á eftirmarkaði hækkaði um 0,6 prósentur eftir að tilkynnt var um 0,25 prósentna vaxtahækkun í ágúst og birt var svartsýnni verðbólguþá Seðlabankans, en ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisskuldabréfa með lengri gjalddaga hækkaði um 0,5-0,6 prósentur. Ávöxtunarkrafa bréfa til langs tíma náði hámarki í 8,3% síðustu vikuna í ágúst, en var um 8,0% þegar septemberfundurinn var haldinn. Ávöxtunarkrafa íbúðabréfa hafði haldist nokkurn veginn óbreytt eða lækkað óverulega milli funda.

Verðbólguálagið (bilið milli ávöxtunarkröfu verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa) var um 4,8% þegar septemberfundurinn var haldinn og hafði hækkað um 0,5 prósentur frá ágústfundinum.

Gögn um vexti innlánsstofnana, vaxtagang inn- og útlána og vaxtamun sýndu að nafnvextir óverðtryggðra lána til viðskiptamanna voru að meðaltali um 8% í byrjun september, sem gefur til kynna að álagið ofan á stýrivexti kunni að vera talsvert lægra en í mörgum löndum sem eiga í efnahagserfiðleikum.

Virkir nafnstýrivextir eru skilgreindir sem einfalt meðaltal innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa. Samkvæmt ólíkum mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingar höfðu raunvextir hækkað lítillega að meðaltali frá ágústfundinum eða í -0,9%. Miðað við tólf mánaða hækkun neysliverðsvisitölunnar höfðu raunvextir hækkað um 0,2 prósentur í -1,1%, en miðað við verðbólguálag höfðu þeir lækkað um 0,3 prósentur í -0,2%.

Þótt óbreyttir stýrivextir virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn bjuggust flestir viðskiptavakar, miðlarar og sérfræðingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja við því að peningastefnunefnd myndi hækka vexti um 0,25 prósentur á septemberfundinum. Flestir aðilar vísuðu til aukinnar verðbólgu og hærri verðbólguvæntinga sem meginröksemda fyrir hækkun vaxta. Einn greiningaraðili spáði þó 0,50 prósentna vaxtahækkun og vísaði til forsendna samkvæmt einfaldri Taylor-reglu.

Ný útlán til einkageirans eru áfram takmörkuð og tengjast einkum endurskipulagningu skulda. Bráðabirgðatölur um bankakerfið í júlí, sem gefa til kynna bæði endurmat lána og hreyfingu fjármuna, sýndu að hrein staða útistandandi útlána til innlendra aðila

lækkaði um tæplega 0,5% frá fyrri mánuði. Útlán til fyrirtækja drógust saman um 0,3% en heildarútlán til heimila lækkuðu um 1,7%. Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 3,3% milli mánaða í júlí en var áfram 2% minna en á sama tíma árið 2010.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt síðustu spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í september, er þess vænst að hagvöxtur í heiminum nái 4,2% árið 2011 og 4,3% 2012, sem er heldur minni vöxtur en samkvæmt spá sjóðsins sem birt var í júní 2011. Verðbólguþáttur er hins vegar óbreytt. Spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir alþjóðaviðskipti hefur verið endurskoðuð niður á við um 0,5 prósentur og er búist við að viðskipti aukist um 7,7%. Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hefur hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands einnig verið endurskoðaður niður á við. Endurskoðaðar spár *Consensus Forecasts* benda til mikillar endurskoðunar niður á við fyrir helstu viðskiptalönd Íslands. Þess er nú vænst að hagvöxtur verði 1,8% árið 2011, sem er lækkun úr 2,2% þegar ágústfundur peningastefnufundar var haldinn, og hagvöxtur á árinu 2012 hefur verið endurskoðaður niður á við um 0,7 prósentur í 1,6%. Vísendingum um áhættu í heimsbúskapnum hefur einnig fjölgað verulega frá ágústfundinum.

Afgangur af vöruviðskiptum var 8,2 ma.kr. í ágúst samkvæmt bráðabirgðatölum, sem er heldur meira en á sama tíma í fyrra. Verðmæti útflutnings jókst um 27% milli ára og munaði þar mest um 29% hækkun útfluttra sjávarafurða. Útflutningur iðnaðarvara var einnig öflugur og jókst um 28% milli ára. Á fyrstu átta mánuðum ársins jókst verðmæti útflutnings um 11%. Verðmæti innflutnings jókst einnig verulega í ágúst, um 30% milli ára, þrátt fyrir að innflutningsverðmæti eldsneytis lækkaði um 15%. Þar munaði mest um 61% hækkun innflutningsverðmætis fjárfestingarvara og 51% hækkun innflutningsverðmætis hrá- og rekstrarvara.

Um miðjan september var álverð svipað og þegar ágústfundur peningastefnufundar var haldinn en hafði lækkað um u.þ.b. 10% frá því í lok júlí. Verðmæti sjávarafurða var óbreytt milli mánaða í júlí en hafði lækkað um 11% milli ára.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Hinn 8. september birti Hagstofa Íslands þjóðhagsreikninga fyrir annan ársfjórðung 2011 og endurskoðun bráðabirgðatalna sem áður höfðu birst. Endurskoðuðu tölurnar sýna að samdráttur landsframleiðslu árið 2009 var 0,2 prósentum minni (6,7%) en áður birtar tölur gáfu til kynna og samdráttur árið 2010 var 0,5 prósentum meiri eða 4%.

Samkvæmt þjóðhagsreikningum fyrir annan ársfjórðung 2011 dróst árstíðarleiðrétt landsframleiðsla saman um 2,8% frá fyrri fjórðungi eftir ársfjórðungsvöxt þrjá ársfjórðunga í röð. Landsframleiðsla jókst þó um 1,4% milli ára. Einkaneysla jókst um 1,8% milli ársfjórðunga eftir samdrátt á fyrsta fjórðungi og samneysla jókst um 0,4% þriðja ársfjórðunginn í röð. Heildarfjármunamyndun jókst um 7,7% á öðrum ársfjórðungi frá þeim fyrsta og um 1% frá sama ársfjórðungi í fyrra. Vöxtur atvinnuvegafjárfestingar annarrar en stóriðju, skipa og flugvéla mældist rúmlega 19% milli ára. Fjárfesting hins opinbera hélt áfram að dragast saman milli ársfjórðunga eða um 9,5% frá fyrsta ársfjórðungi. Breyting í birgðaaukningu dró úr ársfjórðungslegum hagvexti um sem nemur 5,5% af landsframleiðslu. Þessi birgðabreyting hafði umtalsverð neikvæð áhrif á

Þjóðarútgjöld sem drógust saman um 3,9% þrátt fyrir vöxt í öllum öðrum undirflokkum, en höfðu aukist um 6,0% milli ára. Útflutningur jókst um 1,4% milli fyrsta og annars ársfjórðungs en innflutningur hélst óbreyttur.

Vegna endurskoðunar gagna um fyrsta ársfjórðung er áreiðanlegra að taka saman fyrstu tvo fjórðunga ársins 2011 þegar tölur þjóðhagsreikninga eru bornar saman við spána sem birtist í ágústhefti *Peningamála*. Í heild var innlend eftirspurn á fyrri helmingi ársins 2011 í samræmi við ágústspána og jókst um 5% samanborið við 4,9% samkvæmt spánni. Hvað varðar einstaka útgjaldaliði var einkaneysla heldur veikari en spáð var en samneysla á hinn bóginn sterkari. Fjárfesting var einnig þróttmeiri, drifin áfram af sterkari atvinnuvegafjárfestingu en búist var við, þegar stóriðjufjárfesting, skip og flugvélar eru undanskilin. Hreinn útflutningur reyndist minni en spáð var, einkum á útflutningshliðinni og endurspeglar að mestu mótvægisáhrif birgðasöfnunar í útflutningi. Í ágústspánni var hagvöxtur ofmetinn um hálfa prósentu á fyrri helmingi ársins; þá var gert ráð fyrir að hagvöxtur yrði 3% á fyrri helmingi ársins miðað við sama tímabil á árinu 2010 en tölur í þjóðhagsreikningum Hagstofu Íslands benda til 2,5% hagvaxtar.

Viðskiptahallinn var tæplega 15% af landsframleiðslu á öðrum ársfjórðungi 2011 eða 58 ma.kr. í kjölfar halla sem nam 12% af landsframleiðslu á fyrsta ársfjórðungi. Hallinn á öðrum ársfjórðungi stafaði af miklum þáttatekjuhalla (87 ma.kr.) sem vó þyngra en afgangur af þjónustu- og vöruskiptajöfnuði að upphæð 16 ma.kr. annars vegar og 15 ma.kr. hins vegar. Þáttatekjujöfnuðurinn að undanskildum bönkum í slitameðferð var neikvæður um u.þ.b. 5% af landsframleiðslu á öðrum ársfjórðungi.

Þótt bráðabirgðatölur frá Hagstofu Íslands gætu gefið til kynna heldur veikari hagvöxt á fyrri helmingi ársins en vænst var í ágúst, benda helstu hagvísar til þess að þriðji ársfjórðungur verði sterkari en búist var við. Greiðslukorta- og smásöluvelta í júlí og ágúst benda t.d. til þess að einkaneysla verði nokkru meiri en gert var ráð fyrir.

Á móti vísbendingum um veikari hagvöxt árið 2010 og á fyrri helmingi ársins 2011 bendir endurskoðuð greining á framleiðslugetu þjóðarbúskaparins til þess að framleiðslugetan hafi einnig verið heldur minni en áður var talið. Þetta gefur til kynna að slakinn í þjóðarbúskapnum sé, ef eitthvað er, minni en áður var talið, þrátt fyrir að tölur um landsframleiðslu frá Hagstofu Íslands hafi verið endurskoðaðar niður á við.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi jókst úr 7,1% í júlí í 7,5% í ágúst en skráð atvinnuleysi hefur verið nokkurn veginn óbreytt frá því í júní, u.þ.b. 6,7%.

Launavísitalan hækkaði um 1% milli mánaða í júlí og hefur hækkað um 7,8% frá því í júlí 2010. Raunlaun hækkuðu um 0,9% milli mánaða í júlí og um 2,6% milli ára.

Væntingar neytenda versnuðu í ágúst, aðallega vegna meiri svartstýni gagnvart efnahagsástandi í framtíðinni. Lækkunin var sú mesta í einum mánuði frá því í október 2010. Væntingavísitalan hefur ekki mælst jafn lág á árinu 2011 og í ágúst.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofu Íslands fyrir allt landið, sem var birt í ágúst, lækkaði um 0,15% frá fyrri mánuði. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, lækkaði um 0,1% milli mánaða í júlí þegar leiðrétt hafði verið vegna árstíðarsveiflu. Húsnæðisverð var þó áfram 5,9% hærra í júlí en á sama tíma fyrir ári. Um 61% fleiri kaupsamningar voru gerðir í júlí en í sama mánuði árið 2010 og á fyrstu sjö

mánuðum ársins 2011 voru gerðir 72% fleiri kaupsamningar en á sama tímabili árið 2010. Kaupsamningar eru þó áfram mjög fáir í sögulegu samhengi.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,26% milli mánaða í ágúst og ársverðbólga mældist 5,0%, óbreytt frá því í júlí. Tólf mánaða verðbólga án áhrifa óbeinna skatta mældist 4,8%. Árstíðarleiðrétt vísitala neysluverðs hafði hækkað um 1,5% á síðustu þremur mánuðum eða 6,3% á ársgrundvelli. Árleg kjarnaverðbólga 3 (mæld verðbólga að frátöldum áhrifum skatta, sveiflukenndra liða svo sem matvöru og bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxta) mældist 3,5% í ágúst og hafði aukist úr 3,3% í júlí. Þó ber að hafa í huga að allar mælingar á tólf mánaða verðbólgu eru 0,4 prósentum lægri en ella þar sem afnotagjöld Ríkisútvarpsins voru tekin út úr neysluverðsvísitölunni í janúar 2011.

Hækkun vísitölu neysluverðs í ágúst stafaði einkum af verðhækkun á fatnaði, skóm og húsgögnum þegar sumarútsölum lauk sem hafði 0,3 prósentna áhrif á vísitöluna. Verðhækkun matvöru, einkum grænmetis og kjöts, hafði 0,12 prósentna áhrif. Hins vegar lækkaði kostnaður vegna eigin húsnæðis um 0,4% í ágúst og hefur ekki lækkað milli mánaða frá því í janúar 2011. Verð á bensíni og olíu lækkaði um 1,7% sem hafði -0,1 prósentu áhrif á neysluverðsvísitöluna.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá fundi sínum með ráðherranefnd um efnahagsmál (forsætisráðherra, fjármálaráðherra og efnahags- og viðskiptaráðherra) þar sem rætt var um hugsanleg áhrif af alþjóðlegri fjármála- og efnahagsþróun á íslenskan þjóðarþúskap. Nefndarmönnum var einnig greint frá breytingum á gjaldeyrislögum sem voru nýlega samþykktar á Alþingi og undirbúningi fyrir ársfund Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í Washington.

Í umræðunum kom fram að nýbirt gögn staðfestu í meginatriðum endurskoðaða spá Seðlabankans sem birtist í ágústhefti *Peningamála*. Samkvæmt spánni er vöxtur atvinnu og framleiðslu hafinn og horfur á að verðbólga verði um nokkurt skeið töluvert yfir verðbólguþröngun Seðlabankans, styrkist gengi krónunnar ekki að ráði, en að hún hnigi aftur að markmiði til lengri tíma litið.

Fram kom í umræðunum að enda þótt verðbólga hafi aukist verulega undanfarna fimm mánuði hefði verðbólguþröngunin í ágúst verið heldur hagstæðari en vænst var. Engu að síður voru nefndarmenn áfram þeirrar skoðunar að verðbólguhorfur hefðu ekki breyst í grundvallaratriðum. Á sama tíma sköpuðu þó hræringar á alþjóðlegum fjármálamörkuðum að undanfögnu og vísbendingar um veikari alþjóðlegan hagvöxt óvissu um verðbólguhorfur og innlendan hagvöxt.

Tvær mismunandi vaxtaákvörðanir voru ræddar: að halda vöxtum óbreyttum eða að hækka þá um 0,25 prósentur. Með hliðsjón af umræðunni og mismunandi sjónarmiðum sem fram komu lagði seðlabankastjóri til að vöxtum bankans yrði haldið óbreyttum: innlámsvöxtum 3,5%, hámarksvöxtum á 28 daga innstæðubréfum 4,25%, vöxtum af lánum gegn veði til sjö daga 4,5% og daglánvöxtum 5,5%. Fjórir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra á þeim forsendum að hagstæðari verðbólguþröngun í ágúst en vænst hafði verið, áframhaldandi gengisstyrking krónunnar og lakari horfur í heimisþúskapnum gerðu peningastefnunefndinni kleift að halda vöxtum óbreyttum nú. Einn nefndarmaður greiddi atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra og hefði heldur kosið að

hækka vexti um 0,25 prósentur. Þessi nefndarmaður taldi vega þyngra þrálátar og háar verðbólguvæntingar og hættuna á því að mikil verðbólga festist í sessi. Hann hélt því einnig fram að drifkrafturinn í þjóðarbúskapnum gæfi tilefni til að halda áfram að draga smám saman úr slaka peningastefnunnar og að þróunin á alþjóðavettvangi hefði takmörkuð áhrif á innlenda raunhagkerfið til skamms tíma litið vegna lítils vægis útfluttra iðnaðarvara sem einkum verða fyrir barðinu á sveiflum á heimsmarkaði. Þessi nefndarmaður áleit einnig að með því að halda vöxtum óbreyttum á þessum fundi væri hugsanlega verið að grafa undan þeim skilaboðum sem send voru með ágúst-ákvörðuninni.

Meirihluti nefndarmanna var sammála um að verðbólguhorfur bentu til þess að til lengri tíma litið væri við hæfi að halda áfram að draga úr slaka peningastefnunnar eins og byrjað var á í ágúst. Þeir voru einnig sammála um að lítil hætta væri á að hófleg vaxta-hækkun stöðvaði efnahagsbatann.

Peningastefnunefndin taldi því enn að til þess að sporna gegn aukinni verðbólgu kynni að vera nauðsynlegt að hækka vexti frekar en að ákvarðanir í peningamálum myndu þó sem fyrr taka mið af nýlegri þróun og horfum.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundina:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Anne Sibert, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn fundina.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 2. nóvember 2011.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,

nóvember 2011

Birt: 16. nóvember 2011

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 meðlimir peningastefnunefndar greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 31. október og 1. nóvember 2011, en á þeim ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 2. nóvember og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármála- markaði, fjármálastöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 21. september, eins og þær voru birtar í spá og óvissumati í *Peningamálum* 2011/4 2. nóvember.

Fjármálamarkaðir

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 0,71% hærra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í nóvember en á septemberfundinum. Milli funda hafði gengi krónunnar styrkst um 0,92% gagnvart evru og 0,92% gagnvart Bandaríkjadal, en veikst um 0,53% gagnvart sterlingspundi.

Seðlabankinn hafði keypt 93 milljónir evra í reglubundnum viðskiptum á innlendum gjaldeyrismarkaði frá því að hann hóf áætlun sína um regluleg kaup erlends gjaldeyris í lok ágúst 2010.

Gengi krónu gagnvart evru á aflandsmarkaðnum hafði veikst frá því að síðasti fundur peningastefnunefndar var haldinn og hafa viðskipti farið fram á gengi 230-243 gagnvart evru, en viðskipti voru enn lítil og fátíð.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands lækkaði úr 3,10 prósentum þegar septemberfundurinn var haldinn í u.þ.b. 2,92 prósentur þegar nóvemberfundurinn var haldinn. Vaxtamunur skuldabréfs sem Ríkissjóður Íslands gaf nýlega út í Bandaríkjadöllum gagnvart sambærilegum bandarískum ríkisskuldabréfum jókst á sama tíma úr 4,08 prósentum í 4,52 prósentur.

Daglánavextir á millibankamarkaði héldust óbreyttir í 3,75% frá septemberfundi peningastefnunefndar til 24. október þegar þeir hækkuðu um 0,2 prósentur. Viðskipti á millibankamarkaði námu 44 ma.kr. frá septemberfundinum og voru fyrst og fremst daglánaviðskipti.

Um 109 ma.kr. voru útistandandi í innstæðubréfum þegar nóvemberfundurinn var haldinn, u.þ.b. 26 ma.kr. minna en á septemberfundinum.

Þegar nóvemberfundurinn var haldinn hafði ávöxtunarkrafa styttri óverðtryggðra ríkisskuldabréfa á eftirmarkaði hækkað um tæplega 0,1 prósentu frá síðasta fundi, ávöxtunarkrafa óverðtryggðs ríkisskuldabréfs til meðallangs tíma lækkað um tæplega 0,2 prósentur en ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisskuldabréfa með lengri gjalddaga lækkað um 0,7-1,0 prósentu. Ávöxtunarkrafa íbúðabréfa hafði lækkað um 0,3-0,4 prósentur milli funda.

Verðbólguálagið (bilið milli ávöxtunarkröfu verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa) var um 4,6% þegar nóvemberfundurinn var haldinn og hafði lækkað um 0,2 prósentur frá septemberfundinum.

Virkir nafnstýrivextir eru skilgreindir sem einfalt meðaltal innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa. Samkvæmt ólíkum mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingar höfðu raunvextir haldist nokkurn veginn óbreyttir að meðaltali frá septemberfundinum eða í -0,6%. Miðað við tólf mánaða verðbólgu höfðu raunvextir lækkað um 0,3 prósentur í -1,4%, en miðað við verðbólguálag höfðu þeir lækkað um 0,7 prósentur í -0,7%.

Óbreyttir stýrivextir virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn og flestir viðskiptavakar, miðlarar og sérfræðingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja bjuggust við því að peningastefnunefnd myndi halda vöxtum óbreyttum á nóvemberfundinum. Meginrökin fyrir óbreyttum vöxtum voru minni verðbólga í október en í september og lægri verðbólguvæntingar.

Þótt gögn bendi til þess að ný útlán til einkageirans séu smám saman að aukast eru þau áfram lítil. Ný húsnæðislán Íbúðalánasjóðs, lífeyrissjóða og innlánsstofnana námu alls 3,7 ma.kr. á mánuði að meðaltali fyrstu átta mánuði þessa árs, sem jafngildir lítillsháttar aukningu milli ára á tímabilinu. Önnur ný lán, svo sem lán til nýrra verkefna í atvinnulífinu, virðast þó ennþá vera takmörkuð, sem gæti bæði stafað af lítilli eftirspurn eftir slíkum lánum og að fjármálaleg skilyrði séu enn fremur erfið. Þó virðist fjárhagsleg endurskipulagning fyrirtækja loksins vera komin á nokkurn reksþöl og fyrirtækjum í sölufurli hefur fjölgað. Vít skilgreint peningamagn (M3) jókst um 1,2% milli mánaða í september og um 2,5% milli ára. Þetta er fjórði mánuðurinn í röð sem vöxtur mælist milli mánaða og í fyrsta sinn frá því í mars 2010 sem vöxtur greinist milli ára.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Afgangur af vöruviðskiptum var 11 ma.kr. í ágúst, um 2,6 ma.kr. meiri en það sem bráðabirgðatölur höfðu gefið til kynna, þar sem útflutningsverðmæti iðnaðarvöru var meira en bráðabirgðatölur sýndu og innflutningsverðmæti fjárfestingarvöru minna. Afgangur af vöruviðskiptum var 15,5 ma.kr. í september samkvæmt bráðabirgðatölum. Verðmæti útflutnings jókst um 20% milli ára í september og munaði þar mest um 27% hækkun útfluttra sjávarafurða. Útflutningur iðnaðarvöru var einnig kröftugur og jókst um 20% milli ára.

Afgangur af vöruviðskiptum Íslands var 80% meiri á þriðja ársfjórðungi 2011 en á sama tíma í fyrra eða 39 ma.kr. Fyrstu níu mánuði ársins jókst verðmæti útflutnings um 12,5% milli ára og verðmæti innflutnings um 15%. Þar munaði mest um 113% hækkun innflutningsverðmætis eldsneytis en innflutningsverðmæti rekstrarvöru og annarrar neysluvöru minnkaði aftur á móti um 15% og 4% milli ára, hvort um sig.

Álverð hélt áfram að lækka á seinni hluta septembermánaðar og þegar nóvemberfundur peningastefnunefndar var haldinn hafði það lækkað um 10% frá síðasta fundi. Meðalverð áls í október var u.þ.b. 8% lægra en á sama tíma í fyrra. Meðalverð sjávarafurða hækkaði milli mánaða í ágúst og var um 13% hærra fyrstu átta mánuði ársins 2011 en á sama tíma árið 2010.

Innlendur þjórðarbúskapur og verðbólga

Skráð atvinnuleysi samkvæmt skráningu Vinnumálastofnunar hefur verið nokkurn veginn óbreytt frá því í júní og mældist 6,6% á þriðja ársfjórðungi. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 7,7% í september sem er aukning úr 7,5% í ágúst. Hin snarpa aukning atvinnuleysis eftir fjármálakreppuna gerir það þó að verkum að fremur erfitt er að túlka árstíðarleiðrétt atvinnuleysi. Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands var atvinnuleysi 5,9% á þriðja ársfjórðungi.

Launavísitala hækkaði um 0,1% milli mánaða í ágúst og um 0,8% í september. Tólf mánaða hækkun nam 8,4% í september og raunlaun hækkuðu um 2,6%. Á þriðja ársfjórðungi hækkaði launavísitalan um 4,3% milli ársfjórðunga og um 8,1% milli ára. Raunlaun hækkuðu um 1,1% milli ársfjórðunga á þriðja ársfjórðungi og um 5,3% milli ára.

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands jókst eftirspurn eftir vinnuafli verulega á þriðja ársfjórðungi. Heildarvinnustundum, sem er mælikvarði á ársverk, fjölgaði um 3,3% milli ára. Aukning atvinnu stafaði bæði af fjölgun starfandi fólks og lengri vinnutíma. Heildarvinnustundum fjölgaði um 5,3% sé einungis horft til þeirra sem voru við vinnu í viðmiðunaryrkunni. Önnur vísending um vaxandi vinnuafleiftirspurn er að fólki í fullu starfi fjölgaði um nánast helmingi meira en fólki sem er í hlutastarfi fækkaði um.

Vísendingar um eftirspurn benda til veikari vaxtar einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi en á öðrum ársfjórðungi. Árstíðarleiðrétt greiðslukortavelta jókst óverulega (0,2%) milli ársfjórðunga á þriðja ársfjórðungi 2011 en heildarvelta í smásölu og dagvöruverslun var nokkurn veginn óbreytt.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofu Íslands fyrir allt landið, sem var birt í október, hækkaði um 0,6% frá fyrri mánuði. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,7% milli mánaða í september (árstíðarleiddrétt) og var 7,3% hærrí í september en á sama tíma fyrir ári. Á þriðja ársfjórðungi hækkaði húsnæðisverð um 0,7% milli ársfjórðunga og 5% færri kaupsamningar voru gerðir. Á fyrstu níu mánuðum ársins 2011 voru gerðir 68% fleiri kaupsamningar en á sama tímabili árið 2010. Kaupsamningar eru þó mjög fáir í sögulegu samhengi.

Væntingar neytenda hækkuðu í september einkum vegna batnandi væntinga um framtíðina. Þær lækkuðu þó aftur í október svo að næstum nam septemberhækkuninni – en sambærileg lækkun átti sér stað í október 2010. Væntingar til vinnumarkaðarins lækkuðu mest og væntingar til efnahagsástandsins að sex mánuðum liðnum versnuðu töluvert meira en væntingar til núverandi efnahagsástands.

Samkvæmt ársfjórðungslegum niðurstöðum viðhorfskönnunar í september jukust fyrirhuguð stórkaup frá fyrri könnun í júní en þau eru ennþá heldur minni en í september 2010. Fyrirhuguð íbúðarkaup mældust þó heldur meiri en á sama tíma í fyrra.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup í september hækkuðu verðbólguvæntingar heimila um 1,5 prósentur frá fyrri könnun í júní og námu 6,5% ef miðað er við miðgildi svara. Þær hafa aukist um 2,5 prósentur frá könnuninni sem var gerð í desember 2010. Heimilin bjuggust við því að tólf mánaða verðbólga myndi mælast 6% eftir tvö ár samkvæmt miðgildi, sem er 1 prósentu hækkun frá því í júní.

Mæld verðbólga var 5,3% á þriðja ársfjórðungi 2011 og hafði aukist úr 3,5% á öðrum ársfjórðungi. Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,34% milli mánaða í október í kjölfar 0,63% hækkunar í september. Ársverðbólga mældist 5,3% í október samanborið við 5,7% í september og 5% í ágúst. Árstíðarleiddrétt þriggja mánaða verðbólga á ársgrundvelli mældist 3,6% í október. Árleg kjarnaverðbólga 3 (mæld verðbólga að frá-töldum áhrifum skatta, sveiflukennra liða svo sem matvöru og bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxta á húsnæðislánum) mældist 4,4% í október og hafði aukist úr 4,2% í september og 3,5% í ágúst. Hafa ber í huga að allar mælingar á tólf mánaða verðbólgu eru 0,4 prósentum lægri en ella þar sem afnotagjöld Ríkisútvarpsins voru tekin út úr neysluverðsvísitölunni í janúar 2011.

Hækkun vísitölu neysluverðs í september og október stafaði einkum af verðhækkun á ýmsum innfluttum vörum (öðrum en eldsneyti, matvöru og nýjum ökutækjum), að hluta til vegna þess að sumarútsölum lauk, sem hafði tæplega 0,6 prósentna áhrif á vísitöluna. Hækkun húsnæðiskostnaðar hafði 0,12 prósentna áhrif á vísitöluna og nam 5,5% milli ára. Dregið hefur úr hækkun húsnæðiskostnaðar undanfarna mánuði, en hann jókst á hinn bóginn um tæplega 1% á mánuði að meðaltali á fyrri helmingi ársins 2011. Verð á bensíni og olíu lækkaði um tæplega 2% milli mánaða í október og dagvöruverð lækkaði einnig óverulega, í fyrsta sinn frá því í apríl sl.

Á heildina litið hefur innlendur efnahagsbati haldið áfram og fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja hafa batnað. Hagvöxtur á fyrri hluta ársins 2011 reyndist 2,5% og í spánni sem var birt í *Peningamálum* 2. nóvember er gert ráð fyrir að hann verði rúmlega 3% á árinu í heild. Þetta er heldur meiri hagvöxtur en spáð var í ágúst og skýrist helst af hagstæðari þróun utanríkisviðskipta. Horfur eru einnig betri fyrir árið 2012 en þá er spáð 2,3% hagvexti. Á næstu þremur árum er spáð um 2½% árlegum hagvexti að meðaltali.

Enn sem komið er hafa versnandi horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum haft takmörkuð áhrif á innlendan þjóðarbúskap og horfur eru á að þróun viðskiptakjara Íslands verði talsvert hagstæðari.

Í spánni er gert ráð fyrir að aukin einkaneysla standi undir rúmlega helmingi hagvaxtar á spátímanum, en spáð er að hún vaxi um u.þ.b. 3% á ári að meðaltali næstu þrjú árin. Búist er við að fjárfesting aukist um u.þ.b. 10% á ári að meðaltali á spátímanum og verði knúin áfram af fjárfestingu í orkufrekum iðnaði árin 2011 og 2012 og af almennri atvinnuvegafjárfestingu 2013-2014. Samneyslufेरillinn er hærri en áður var spáð, einkum á árunum 2011 og 2012 þegar gert er ráð fyrir að samneysla dragist saman um 0,2% og 1,2% hvort ár um sig. Óverulegri aukningu er spáð 2013-2014.

Samkvæmt spánni er gert ráð fyrir að innflutningur aukist um 2-4% á ári á spátímanum í takt við áframhaldandi bata innlendar eftirspurnar. Horfur eru á heldur veikari vexti útflutnings en spáð var í ágúst. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verður því neikvætt allan spátímann, en þó minna neikvætt en búist var við í ágúst á meirihluta spátímans.

Vöxtur atvinnu reyndist vera kröftugri á þriðja ársfjórðungi en spáð var í ágúst og fjölgaði heildarvinnustundum um 3,3% milli ára í stað 1,6%. Horfur á vinnumarkaði á spátímanum eru þó nokkurn veginn óbreyttar og er gert ráð fyrir að atvinna aukist lítillega áfram og að atvinnuleysi fari minnkandi. Þrátt fyrir að enn sé nokkur slaki á vinnumarkaðnum er gert ráð fyrir að hækkun launakostnaður á framleidda einingu verði nokkru meiri en samrýmist verðstöðugleika á stórum hluta spátímans.

Svo virðist sem verðbólga verði heldur minni á seinni hluta ársins 2011 en spáð var í ágúst. Gert er ráð fyrir að hún nái hámarki á fyrsta ársfjórðungi 2012 í 6% og verði síðan minni út árið en spáð var í ágúst. Minni slaki og heldur meiri launahækkanir en spáð var í ágúst vega upp á móti sterkara gengi krónunnar og minni innfluttri verðbólgu. Samkvæmt spánni mun verðbólgu markmiðið nást fyrir lok ársins 2013.

Nú er talið að heldur meira af framleiðslugetu þjóðarbúsins hafi tapast í kjölfar fjármálakreppunnar en gert var ráð fyrir í ágúst. Slakinn árin 2010 og 2011 er því metinn minni en áður og talið er að hann hafi náð hámarki um mitt ár 2010. Framleiðsluslakinn verður nokkru minni fram á seinni hluta ársins 2013 en spáð var í ágúst, en full nýting framleiðsluþátta næst ekki fyrr en á fyrri hluta árs 2014, sem er svipað og spáð var í ágúst.

Eins og fjallað er um í *Peningamálum* ríkir mikil óvissa um horfurnar. Óvissa í heimsbúskapnum hefur aukist verulega frá því í sumar og miklar skuldir einkageirans gætu reynst meiri dragbítur á hagvöxt en gert er ráð fyrir í grunnspánni. Hugsanlega verður dregið meira úr aðhaldi í ríkisfjármálum. Mikil óvissa ríkir um hversu hraður fjárfestingarbatinn verður sem og um gengishorfur krónunnar. Þá er óvíst hversu mikill framleiðsluslakinn í þjóðarbúskapnum er og að hve miklu leyti hann muni halda aftur af óhóflegum launa- og verðlagsþrýstingi. Ennfremur er hætta á að verðbólga festist frekar í sessi en gert er ráð fyrir í grunnspánni einkum í ljósi þess að verðbólguvæntingar virðast hafa veika kjölfestu. Loks ríkir veruleg óvissa um miðlun peningastefnunnar út í raunhagkerfið enda þótt líkur séu á að endurskipulagning skulda að undanfögnu muni styrkja miðlunarferli peningastefnunnar.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá dómi Hæstaréttar 25. október um neyðarlögin og forgangsröðun gjaldþrotakrafna og frá undirbúningi næstu skrefa að losun gjaldeyrishafta. Nefndarmenn ræddu einnig um ráðstefnu þá sem íslensk stjórnvöld og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn stóðu sameiginlega fyrir 27. október sl. um lærdómana af efnahagskreppunni á Íslandi og verkefnin framundan.

Í umræðum nefndarinnar kom fram að nýbirt gögn og spáin sem birt var í *Peningamálum* 2. nóvember staðfestu að efnahagsbatinn á Íslandi hefur haldið áfram þrátt fyrir að það dragi úr hagvexti í heiminum og óvissa hafi aukist. Samkvæmt spánni er gert ráð fyrir að hagvöxtur verði nokkru meiri árin 2011 og 2012 en spáð var í ágúst. Vöxtur atvinnu á þriðja ársfjórðungi var einnig töluvert kröftugri en búist var við.

Fram kom í umræðunum að umrótið á alþjóðlegum fjármálamörkuðum og minni hagvöxtur í sumum þróuðum ríkjum hefði ennþá aðeins haft takmörkuð áhrif á hagvöxt á Íslandi. Samkvæmt spánni væru enn fremur horfur á að þróunin erlendis myndi hafa jákvæð áhrif á viðskiptakjör Íslands. Þó gætti nokkurra auðsáhrifa vegna þess að erlendar eignir Íslendinga, svo sem eignir lífeyrissjóða, hafa rýrnað að verðgildi.

Í umræðum nefndarinnar kom fram að því sé spáð að verðbólga á næstu misserum verði heldur minni en áður var spáð sakir sterkari stöðu krónunnar og minni innfluttrar verðbólgu. Gert er ráð fyrir að verðbólgan nái hámarki á fyrsta ársfjórðungi 2012 í 6%, en verði minni út árið 2012 en spáð var í ágúst og verði komin í markmið í lok árs 2013. Verðbólguvæntingar höfðu einnig lækkað frá síðasta fundi.

Að mati meirihluta nefndarmanna voru verðbólguhorfurnar sem fyrr megináhættan. Enda þótt verðbólguhorfur væru heldur betri en áður hafði verið gert ráð fyrir höfðu þær ekki breyst í meginatriðum. Verðbólga væri ennþá mikil og horfur á að hún yrði áfram yfir markmiði næstu tvö árin. Verðbólguvæntingar væru ennþá háar en þó heldur lægri en á septemberfundinum. Einn nefndarmaður lagði áherslu á að núverandi staða krónunnar væri ósamrýmanleg verðbólgu markmiðinu. Verðbólguþrýstingur stafaði einkum frá útflutnings- og samkeppnisgreinum þar sem veik staða krónunnar leiddi til óhóflega mikilla launahækkana í kjarasamningum og launaskriðs. Eingöngu væri hægt að draga úr þessum verðbólguþrýstingi með verulegri áframhaldandi gengishækkun krónunnar. Í ljósi þeirrar hægu gengishækkunar sem orðið hefur frá því í sumar mætti þó álykta að áhættuleiðréttur vaxtamunur dygði nokkurn veginn til að styðja við sterkara gengi krónunnar en frekari vaxtahækkun myndi styðja við tiltrú á stöðugleika krónunnar.

Nefndarmenn ræddu framtíðaraðgerðir í peningamálum. Þeir voru sammála um að mikil óvissa ríkti um þann stýrivaxtaferil sem dygði til að færa verðbólguna aftur að markmiði. Meirihluti nefndarmanna taldi við hæfi að draga heldur úr núverandi slaka peningastefnunnar með hliðsjón af núverandi og væntanlegri framvindu verðbólgunnar og vísbendingum um háar verðbólguvæntingar. Takmörkuð hætta var talin á því að hófleg vaxtahækkun myndi trufla efnahagsbatann. Einn nefndarmaður lagði til að vöxtum yrði haldið óbreyttum á þessum fundi þar sem gengi krónunnar hefði styrkst og verðbólguhorfur batnað. Enn fremur hélt þessi nefndarmaður því fram að þótt bati raunhagkerfisins væri kominn vel á veg, væri hann ennþá viðkvæmur, einkum í ljósi hárra skulda einkageirans.

Meirihluti nefndarmanna hélt því fram að núverandi vaxtastig væri nokkurn veginn við hæfi á komandi mánuðum í ljósi efnahagshorfa, áframhaldandi styrkingar gengis

krónunnar og óvissu vegna alþjóðlegrar efnahagsþróunar. Nefndarmenn voru sammála um að þegar horft væri lengra fram á veginn yrði hins vegar nauðsynlegt að draga úr slaka peningastefnunnar frá því sem nú er eftir því sem efnahagsbatanum vindur fram og dregur úr slaka í þjóðarbúskapnum. Að hve miklu leyti þessi aðlögun ætti sér stað með hærri nafnvöxtum færi hins vegar eftir framvindu verðbólgunnar.

Tvær mismunandi vaxtaákvörðanir voru ræddar: að halda vöxtum óbreyttum eða að hækka þá um 0,25 prósentur. Með hliðsjón af umræðunni og mismunandi sjónarmiðum sem fram komu lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu hækkaðir um 0,25 prósentur, sem leiddi til þess að innlánsvextir hækkuðu í 3,75%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum í 4,50%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga í 4,75% og daglánavextir í 5,75%.

Fjórir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra á þeim forsendum að verðbólga væri enn mikil, að því væri spáð að hún yrði mikil allan spátímann og að áfram væri veruleg hættu á að hin mikla verðbólga nú festist í sessi. Ennfremur bentu þessir nefndarmenn á að innlendur efnahagsbati væri vel á veg kominn og veikari horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum virtust aðeins hafa haft takmörkuð áhrif á efnahagsbatann á Íslandi. Einn nefndarmaður greiddi atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra og hefði heldur kosið að halda vöxtum óbreyttum. Þessi nefndarmaður hélt því fram að vaxtahækkun hefði fyrst og fremst þau áhrif að tekjum yrði endurdreift frá fyrirtækjum, heimilum og ríkissjóði til lánveitenda, en það myndi skaða viðkvæma efnahagsreikninga enn frekar og tefja úrlausn skuldakreppunnar. Ennfremur styrktu stöðugt gengi krónunnar undanfarna mánuði og lægri verðbólgutölur en búist var við það sjónarmið að halda bæri vöxtum óbreyttum. Þessi nefndarmaður hélt því einnig fram að ótryggt ástand á alþjóðavettvangi skapaði aukna óvissu fyrir íslenskan þjóðarbúskap og að erfitt væri að skilja þá ákvörðun að hækka vexti við þessar aðstæður, einkum í ljósi hagstæðari verðbólguþáttar.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundina:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Anne Sibert, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn fundina.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunnar nefndarinnar verður birt miðvikudaginn 7. desember 2011.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2011

Birt: 21. desember 2011

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 meðlimir peningastefnunefndar greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 1. og 6. desember 2011, en á þeim ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 7. desember og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármála- markaði, fjármálastöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 2. nóvember.

Fjármálamarkaðir

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 1,1% lægra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í desember en á nóvemberfundinum. Á aflandsmarkaðnum hafði gengi krónunnar veikt gagnvart evru frá síðasta fundi peningastefnunefndar, en viðskipti voru enn lítil og fátíð.

Viðskipti á millibankamarkaði námu alls 40 ma.kr. í nóvember og velta ársins 2011 var þegar orðin meiri en velta ársins 2010. Vegna tímabundinnar þröngrar lausafjárstöðu á millibankamarkaðnum höfðu daglánavextir á millibankamarkaði færst að miðju vaxta- gangsins um miðjan nóvember.

Í samræmi við lækun verðbólguvæntinga til langs tíma hafði ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisskuldabréfa til langs tíma á eftirmarkaði lækkað milli nóvember- og desemberfundanna, en ávöxtunarkrafa verðtryggðra ríkisskuldabréfa til langs tíma var nokkurn veginn óbreytt.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands hafði hækkað frá nóvemberfundinum og fylgdi nokkurn veginn þróuninni í Eystrasaltsríkjunum.

Virkir nafnstýrivextir eru skilgreindir sem einfalt meðaltal innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa. Samkvæmt ólíkum mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingar höfðu raunstýrivextir haldist nokkurn veginn óbreyttir að meðaltali frá nóvemberfundinum eða í -0,4%. Miðað við tólf mánaða verðbólgu voru raunvextir nokkurn veginn óbreyttir eða -1,0% en miðað við verðbólguálag voru þeir 0,1%.

Óbreyttir stýrivextir virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn og flestir viðskiptavakar, miðlarar og sérfræðingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja bjuggust við því að peningastefnunefnd myndi halda vöxtum óbreyttum. Flestar greiningardeildir viðskiptabankanna búast við óbreyttum vöxtum allt árið 2012.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) dróst saman um 1,1% milli mánaða í október og jókst um 5,1% milli ára.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt síðustu spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar, OECD, sem var birt í nóvember, hefur spáin fyrir hagvöxt í heiminum og alþjóðaviðskipti verið endurskoðuð verulega niður á við frá maíspánni. OECD býst við vægum samdrætti á evrusvæðinu og aðeins 0,2% hagvexti árið 2012. Verðbólguþáttur er á hinn bóginn óbreytt. Spáin um hagvöxt á þessu ári í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur verið endurskoðuð niður á við úr 2,1% í maí í 1,6% og búist er við að hagvöxtur verði 0,8% árið 2012, sem er lækun úr 2,3% í maíspánni. Spár *Consensus Forecasts* fyrir helstu viðskiptalönd Íslands árið 2012 hafa einnig verið endurskoðaðar niður á við frá nóvemberfundi peningastefnunefndar.

Afgangur af vöruviðskiptum Íslands var 15,5 ma.kr. í september og samkvæmt bráðabirgðatölum 8 ma.kr. í október. Verðmæti bæði útflutnings og innflutnings hefur haldið áfram að vaxa hratt milli ára. Aukið verðmæti útflutnings skýrist af kröftugum vexti útfluttra sjávarafurða og aukið verðmæti innflutnings af mikilli aukningu á innflutningsverðmæti eldsneytis.

Álverð hefur haldið áfram að lækka frá síðasta fundi peningastefnunefndar en verð sjávarafurða hefur haldið áfram að hækka.

Afgangur af viðskiptajöfnuði nam tæplega 3% af landsframléiðslu á þriðja ársfjórðungi 2011 (12 ma.kr.), þar sem mikill afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði vó þyngra en þáttatekjuhallinn. Afgangur af viðskiptajöfnuði að undanskildum bönkum í slitameðferð nam tæplega 9% af landsframléiðslu á þriðja ársfjórðungi. Ennfremur sýndu endurskoðaðar tölur fyrir fyrri hluta ársins 2011 minni halla (33 ma.kr.) á fyrri helmingi ársins, svo að hallinn nam 9% af landsframléiðslu (71 ma.kr.). Minni halli stafar bæði af meiri afgangi af vöru- og þjónustujöfnuði og minni þáttatekjuhalla.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Launavísitalan hækkaði um 0,7% milli mánaða í október og nam tólf mánaða hækkun 8,9%. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi var óbreytt milli mánaða í október og nam 7,6%, en skráð atvinnuleysi jókst lítillega.

Samkvæmt viðhorfskönnun Capacent Gallup meðal stjórnenda í atvinnulífinu, sem var framkvæmd í október og nóvember, voru væntingar stjórnenda til ástandsins á vinnumarkaði heldur jákvæðari en í júní. Færri fyrirtæki hugðust segja upp starfsfólki og heldur fleiri fyrirtæki hugðust ráða fólk til starfa. Niðurstöður könnunarinnar gefa þó vísbandingu um að vinnumarkaðurinn kunni enn að veikjast nokkuð þar sem fyrirtæki sem ætla að segja upp starfsfólki næstu sex mánuði eru 10% fleiri en þau sem ætla að bæta við fólk.

Hátíðnivísbandingar benda til þess að einkaneysla kunni að reynast þróttmeiri á fjórða ársfjórðungi en gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans. Veltuaukningin í október var meiri en að meðaltali á þriðja ársfjórðungi og úttekt á séreignarsparnaði á fjórða ársfjórðungi meiri en gert var ráð fyrir.

Væntingar neytenda hækkuðu í nóvember eftir að hafa sveiflast talsvert undanfarna mánuði, þótt væntingavísitalan hafi verið tæplega fjórðungi hærrí en á sama tíma á síðasta ári, miðað við þriggja mánaða meðaltal. Allar undirvísitölur hækkuðu, en væntingar til vinnumarkaðarins þó mest, í kjölfar mikillar lækkunar í október.

Samkvæmt viðhorfskönnun Capacent Gallup meðal stjórnenda í atvinnulífinu, sem var framkvæmd í október og nóvember, minnkaði svartsýni stjórnenda fyrirtækja varðandi efnahagsástandið að sex mánuðum liðnum lítillega frá því í júní. Meiri bjartsýni gætti varðandi innlenda eftirspurn en í júní, en væntingar um erlenda eftirspurn höfðu hins vegar versnað.

Stjórnendur væntu þess að verðbólga yrði 4% að einu ári liðnu miðað við miðgildi, samkvæmt viðhorfskönnun á meðal forsvarsmanna í atvinnulífinu, sem er 0,4 prósentna aukning frá könnuninni í júní. Stjórnendur væntu þess enn fremur að tólf mánaða verðbólga myndi mælast 4% að tveimur árum liðnum, sem er óbreytt frá könnuninni í mars 2011.

Vísitala neysliverðs hélst óbreytt milli mánaða í nóvember. Ársverðbólga mældist 5,2% í nóvember samanborið við 5,3% í október. Árstíðarleiðrétt þriggja mánaða verðbólga á ársgrunni mældist 1,6% samanborið við 3,4% í október. Árleg kjarnaverðbólga 3 að undanskildum skattaáhrifum (mæld verðbólga að undanskildum áhrifum sveiflukendra liða svo sem matvöru, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxta á húsnæðislánum) mældist 4,7% í nóvember og hafði aukist úr 4,4% í október. Hafa ber í huga að allar mælingar á tólf mánaða verðbólgu eru 0,4 prósentum lægri en ella þar sem afnotagjöld Ríkisútvarpsins voru tekin út úr neysliverðsvísitölunni í janúar 2011.

Mest áhrif á neysliverðsvísitöluna hafði hækkun húsnæðiskostnaðar, einkum vegna 1,3% lækkunar markaðsverðs húsnæðis sem hefur hækkað um 7,2% milli ára. Verðlækkun matvöru hafði -0,1 prósentu áhrif á neysliverðsvísitöluna og stafaði einkum af verðlækkun innlendar mat- og drykkjarvöru, enda þótt verð innfluttrar matvöru hafi einnig lækkað í nóvember.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá nýlegum skrefum að losun gjaldeyrishafta.

Nefndarmenn ræddu ný gögn um þjóðarbúskapinn sem höfðu komið fram frá síðasta fundi og voru sammála um að þau væru í meginatriðum í takt við spá Seðlabankans sem birt var í nóvemberhefti *Peningamála*. Hagtölurnar sýndu að efnahagsbatinn á Íslandi hefur haldið áfram þrátt fyrir að það dragi úr hagvexti í heiminum og óvissa hafi aukist.

Í umræðunum kom einnig fram að þótt niðurstöður verðbólguælinga að undanfögnu hefðu verið heldur betri en búist hafði verið við væri verðbólga enn fyrir ofan verðbólgu-markmið Seðlabankans. Þróun að undanfögnu bendir þó til þess að verðbólga færist aftur að markmiðinu á næstu misserum.

Nefndarmenn kváðust þeirrar skoðunar að núverandi vaxtastig virtist um það bil við hæfi á komandi mánuðum í ljósi efnahagshorfa og hugsanlega óhagstæðrar alþjóðlegrar efnahagsþróunar. Væri horft lengra fram á veginn yrði hins vegar að mati nefndarmanna nauðsynlegt að draga úr núverandi slaka peningastefnunnar eftir því sem efnahagsbatanum vindur fram og dregur úr slaka í þjóðarbúskapnum. Að hve miklu leyti þessi aðlögun ætti sér stað með hærri nafnvöxtum færi þó eftir framvindu verðbólgunnar.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu hafðir óbreyttir: innlámsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 3,75%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 4,5%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 4,75% og daglánavextir 5,75%.

Tillaga seðlabankastjóra var samþykkt samhljóða.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundina:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Anne Sibert, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn fundina.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 8. febrúar 2012.



4. nóvember 2011

Stefnan í peningamálum

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri. Morgunverðarfundur Viðskiptaráðs 4. nóvember 2011.

Fundarstjóri, góðir fundargestir,

Áralöng hefð er fyrir því að Viðskiptaráð standi fyrir fundi sem þessum um ástand og horfur í efnahagsmálum og stefnuna í peningamálum í framhaldi af því að Seðlabankinn birtir haustspá sína. Ég vil eins og áður þakka Viðskiptaráði fyrir þetta frumkvæði enda veitir ekki af vandaðri umræðu um peningamálin.

Í ræðu minni í fyrra ræddi ég um þann árangur sem þá hafði náðst varðandi stöðugleika, svo sem undirliggjandi viðskiptaaðgang, stöðugt og síðar styrkara gengi, og verðbólgu sem stefndi þá hraðbyri á verðbólgu markmið Seðlabankans. Hins vegar nefndi ég að öflugur endurbati hefði látið á sér standa. Að vísu sýndist mér að efnahagsbati væri hafinn og hefur það síðan verið staðfest. Þá var spáð að landsframleiðsla myndi aukast um rétt rúmlega 2% á árinu 2011, sem ekki taldist mikið í ljósi slakans í þjóðarbúskapnum. Ég hafði líka áhyggjur af lágu fjárfestingarstigi og horfum um veikan vöxt útflutnings þrátt fyrir mjög lágt raungengi. Horfur um verðbólgu virtust hins vegar mun betri vegna styrkingar gengisins og slakans. Þannig var því þá spáð að hún færi niður fyrir 2% þegar kæmi inn á árið 2011 en myndi síðan hækka smám saman og verðbólgu markmiðið nást neðan frá undir lok ársins 2013. Eins og alltaf var undirstrikað að þessar horfur væru óvissar og það reyndist hverju orði sannara.

Hvar stöndum við nú, ári seinna? Ég held að stóra myndin sé sú að efnahagsbatinn hafi gengið eftir og kannski rúmlega það en stöðugleikinn hefur ekki reynst eins traustur.

Hagvöxturinn í ár verður meiri en þá var spáð eða rúmlega 3%, reyndar einkum vegna birgðabreytinga og minni samdráttar samneyslu en þá var gert ráð fyrir. Síðan er spáð um 2½% hagvexti næstu þrjú ár. Ég yrði að vísu ekki hissa ef hagvöxturinn í ár reynist meiri þegar endanlegir reikningar ársins liggja fyrir eftir einhver ár. Í nýjustu Peningamálum er umfjöllun um spáskekkjur og þar er sýnt fram á að endanlegar tölur um fjárfestingu og hagvöxt hafa tilhneigingu til að vera nokkuð fyrir ofan fyrstu tölur.

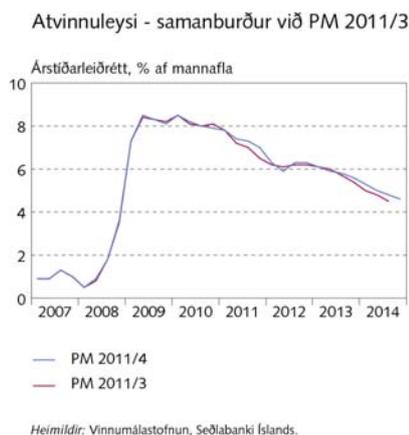
Atvinna er einnig að aukast og atvinnuleysi hefur minnkað. Það er ánægjulegt að greining Vinnumálastofnunar bendir til þess að flestir sem fara af

atvinnuleysissskrá um þessar mundir fari í vinnu. Hins vegar eru áhyggjur mínar frá því í fyrra varðandi lágt fjárfestingarstig og tiltölulega lítinn vöxt útflutnings ekki horfnar. Að vísu er atvinnuvegafjárfesting utan stóriðju og skipa og flugvéla að taka við sér og á samkvæmt spánni að aukast um 8% í ár og atvinnuvegafjárfesting í heild hækkar sem hlutfall af landsframleiðslu á spátímabilinu og verður um 11% árið 2014. Það er hins vegar enn undir sögulegu meðaltali sem er um 12½% ef tekið er mið af síðustu 30 árum. Útflutningur vöru og þjónustu vex hins vegar um 2½% í ár og að meðaltali undir 2% næstu tvö ár á eftir. Það eru ekki glæsilegar horfur í ljósi þess að raungengi krónunnar er um þessar mundir rúmlega 20% undir sögulegu meðaltali. Auðvitað er mikilvægt að hafa í huga að lágt fjárfestingarstig og lítill vöxtur útflutnings eru tengd fyrirbæri. Stór hluti útflutnings okkar (t.d. fiskur og ál) er háður framboðstakmörkunum og aukinn útflutningur kallar í sumum tilfellum á umtalsverða fjárfestingu. Því er mikilvægt að greiða fyrir fjárfestingu í útflutningsgreinum. Þeir sem halda að peningastefnan skipti þar einhverjum sköpum eftir að raunstýrivextir urðu neikvæðir í kringum 1% eins og nú er, eru hins vegar á miklum villigötum. Hér skiptir áhættufælni á mörkuðum, skertur aðgangur að erlendum lánamörkuðum, óvissa um rekstrarumhverfi og laskaðir efnahagsreikningar fyrirtækja mun meira máli.

Mynd 1



Mynd 2



Meðfylgjandi myndir sýna annars vegar hvernig efnahagsbatinn lítur út sem stendur og miðað við spá Seðlabankans til loka árs 2014 og hins vegar hvernig atvinnuleysi þróast á sama tímabili. Samkvæmt þessum gögnum var landsframleiðsla á þriðja ársfjórðungi svipuð og á fjórða ársfjórðungi 2006 en mun síðan fara upp í hámark ofþensluáranna undir lok spátímabilsins. Á sama tíma mun atvinnuleysi minnka jafnt og þétt og verða um 4½% undir lok spátímans en samkvæmt spánni verður slakinn í þjóðarbúskapnum horfinn á árinu 2014. Reyndar er mikil óvissa um hversu mikill slakinn er um þessar mundir.

Það er hins vegar verðbólgan sem er stóra breytingin frá horfunum um líkt leyti í fyrra. Í stað þess að hún færi lítillaga niður fyrir markmiðið og yrði þar um þó nokkra hríð hefur hún tekið heilmikinn kipp á yfirstandandi ári. Hún fór að vísu niður fyrir markmiðið en það varði aðeins í þrjá mánuði. Síðan fór hún á flug

og náði hámarki í september í 5,7% sem samsvarar reyndar rúmlega 6% ef tillit er tekið til breytinga á meðferð útvarpsgjalds fyrr á árinu. Samkvæmt spá bankans mun verðbólgan haldast á þessu stigi fram á fyrstu mánuði næsta árs en fara síðan minnkandi og verður reyndar þökkalega nálægt verðbólguþröskuldi bankans undir lok ársins. Markmiðið næst svo að fullu undir lok árs 2013 eða um svipað leyti og spáð var í fyrra. Munurinn er bara sá að nú er það ofan frá en ekki neðan frá!

Hvað olli þessum umskiptum? Í fyrsta lagi voru það verðhækkningar á olíu og annarri hrávöru á alþjóðlegum mörkuðum. Í öðru lagi veiking krónunnar á fyrri hluta ársins en hún lækkaði um 6½% frá áramótum til lágpunkts um miðjan júlí en hefur reyndar endurheimt rúm 4% síðan. Í þriðja lagi hækkuðu húsnæðisverðir. Í fjórða lagi launahækkningar langt umfram framleiðniaukningu.

Framan af árinu voru það einkum utanaðkomandi og það sem taldir voru tímabundnir þættir sem ollu aukinni verðbólgu, en eftir sem á árið hefur liðið hefur þáttur innlends kostnaðarþrýstings, einkum launahækkana, aukist. Til marks um þetta má nefna að launakostnaður á framleidda einingu eykst um 5½% á þessu ári og kjarnaverðbólga 3 án skattaáhrifa var nú í október 4½% en mældist rétt rúmlega 1% í upphafi ársins.

Kem ég þá að peningastefnunni það sem af er þessu ári. Á fyrsta fundi peningastefnunarinnar í byrjun febrúar var ákveðið að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur en jafnframt að setja í hlutlausan gír varðandi vísbendingu um vaxtabreytingar fram undan enda varð þetta síðasta vaxtalækkun ársins. Það sem við köllum „virka stýrivexti“ voru þá orðin 3,6%, en þá er átt við það hvar vaxtaróf bankans hefur hámarksáhrif á skammtímavexti á markaði, en á þessu ári hefur meðaltal innlánsvaxta bankans og hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum gegnt þessu hlutverki. Vöxtum var síðan haldið óbreyttum og framtíðarvísbendingu hlutlausri á fundum nefndarinnar í mars og apríl. Í júní var hins vegar gefin vísbending um að það væri að óbreyttu líklegt að vextir yrðu hækkaðir í framhaldinu fremur en lækkaðir enda var þá búið að semja um miklar launahækkningar, gengið hafði veikst umtalsvert og verðbólga af innlendum toga fór vaxandi. Það átti því ekki að koma neinum á óvart þegar vextir voru hækkaðir um miðjan ágúst á sama tíma og bankinn birti spá um að verðbólga myndi sækja í sig veðrið á komandi mánuðum samfara því að spáð var að efnahagsbatinn myndi halda sínu striki. Enda var það svo að glöggir greinendur spáðu hækkuðum. Í september var vöxtum haldið óbreyttum en vísbending um framtíðarvexti var áfram upp á við og margítrekað að ákvörðunin fæli ekki í sér stefnubreytingu. Ýmsir gerðu því þó skóna að svo væri og kannski ýtti undir það að aukin óvissa vegna alþjóðaástandsins var undirstrikuð. Þetta er líklega ástæða þess að ákvörðun nefndarinnar um að hækka vexti nú í nóvember virtist koma meir á óvart en ætla mátti.

Áður en ég fjalla nánar um síðustu vaxtaákvörðun er nauðsynlegt að rifja upp tvennt: Það fyrra er að meðan Ísland var á efnahagsáætluninni með AGS hafði gengisstöðugleiki forgang umfram ákvörðun vaxta á grundvelli innlendra verðbólguhorfa og efnahagsaðstæðna. Það er skýringin á því hvers vegna

vextirnir voru svo háir sem raun bar vitni á árinu 2009 og framan af árinu 2010. Hins vegar, eins og ég hef áður útskýrt í ræðu og riti, var eðlilegt að vægið flyttist meir yfir á verðbólguhorfur og slaka eftir því sem hættan á frekara gengisfalli varð minni og vægi gengistengdra lána í innlendum efnahagsreikningum heimila og fyrirtækja án gjaldeyristekna minnkaði. Síðan lauk samstarfinu á grundvelli efnahagsáætlunarinnar í lok ágúst sl. og því má segja að formlega sé peningastefnan aftur á verðbólguþætti í samræmi við gildandi lög og samkomulag Seðlabankans og ríkisstjórnarinnar frá því í mars 2001.

Það seinni er að fyrir því liggja töluverð fræði og mikil reynsla að sæmilegri peningastefnu megi lýsa með jöfnu þar sem stýrivextir á hverjum tíma taka annars vegar mið af fráviki verðbólgu frá markmiði og hins vegar af framleiðsluspennu eða slaka í hagkerfinu en auk þess ræðst nafnvaxtastigið af jafnvægisraunvöxtum en það eru þeir raunvextir sem fara saman við það að verðbólga er við markmið og eftirspurn í samræmi við framleiðslugetu. Þetta er hin svokallaða Taylor-regla, en takið eftir að ég segi „sæmileg“ og það er sakir þess að góð peningastefna er alltaf flóknari því að hún tekur mið af spám um verðbólgu og hagvöxt, ástandi fjármálamarkaða og margvíslegum áhættuþáttum. En Taylor-reglan er ágætis prófsteinn því að alla jafna ættu stýrivextir ekki að vera í miklu ósamræmi við hana nema fyrir því séu góðar og gildar ástæður.

Með þetta í huga snúum okkur nú aftur að vaxtaákvörðuninni.

Peningastefnunefnd ákvað að hækka vexti um 0,25 prósentur. Sú ákvörðun byggðist auðvitað á því sem síðustu tölur höfðu leitt í ljós og spáin gaf vísbendingu um. Það er í fyrsta lagi að verðbólga er langt yfir markmiði og myndi halda áfram að aukast fram á fyrstu mánuði næsta árs en minnka síðan þegar líður á árið. Í öðru lagi að tiltækir mælikvarðar um verðbólguvæntingar benda til þess að lengri tíma væntingar séu töluvert yfir markmiðinu. Þessir mælikvarðar eru vissulega gallaðir og kannski sérstaklega um þessar mundir. Úrtakskannanir hafa tilhneigingu til að taka of mikið mið af nýliðinni verðbólgu og mælikvarðar á verðbólguvæntingar á skuldabréfamarkaði eru skekktir um þessar mundir af margvíslegum markaðsbrestum, en þetta eru einu mælikvarðarnir sem við höfum og það væri óábyrgt að horfa hreinlega framhjá þeim. Í þriðja lagi að vísbendingar eru um að innlend eftirspurn hafi verið sterk á þriðja ársfjórðungi þrátt fyrir alþjóðaástand og að efnahagsbatinn sé það sterkur að viðnám gegn verðbólgu með hóflegri hækkun vaxta mun ekki setja hann út af sporinu. Í fjórða lagi höfum við svo alþjóðaástandið en það er enn sem komið er fyrst og fremst áhættuþáttur og ekki enn mikil ummerki um það í innlendra efnahagsþróun.

En við hækkuðum ekki bara vexti. Við sögðum einnig að í ljósi ástands og horfa í efnahagsmálum virtist núverandi vaxtastig um það bil við hæfi á komandi mánuðum. Það þýðir að það verður að koma eitthvað mikið nýtt til ef vextir eiga að hækka á næstu vaxtaákvörðunardögum og sömuleiðis ef þeir eiga að lækka. Ég tek eftir því að skuldabréfamarkaðurinn virðist hafa áttað sig á hvað þetta þýðir enda hafa vextir á lengri enda markaðarins ekki hækkað í

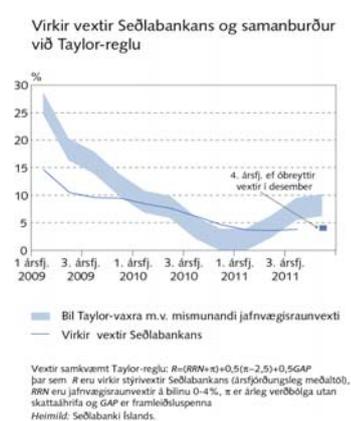
framhaldi af ákvörðuninni. Hitt er svo annað mál að litið lengra fram má öllum vera ljóst að ef spár um hagvöxt á komandi árum rætast og slakinn hverfur úr hagkerfinu mun þurfa að draga úr þeim slaka peningastefnunnar sem birtist í neikvæðum virkum raunstyrivöxtum um rúmlega 1%.

Hvar stöndum við þá varðandi taumhald peningastefnunnar? Er það laust eða aðhaldssamt? Mynd 3 sýnir raunvexti Seðlabankans á hverjum tíma miðað við virka styrivexti og verðhækkanir síðastliðinna tólf mánaða. Þrátt fyrir undanfarnar tvær vaxtahækkanir sýnir myndin að raunvextirnir á fjórða ársfjórðungi þessa árs miðað við óbreytta vexti í desember verða lægri en nokkru sinni síðan fjármálakreppan reið yfir nema ef undan er skilinn fyrsti ársfjórðungur 2009 þegar verðbólgan náði hámarki í 18% og framundan var mikil verðbólguhjóðnun.

Mynd 3

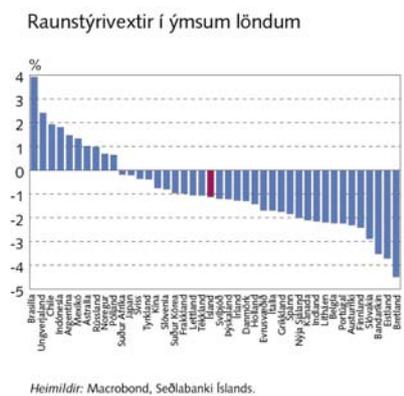


Mynd 4

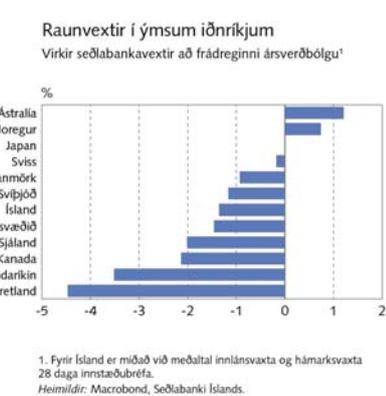


En hvað þá með Taylor-regluna sem sýnd er á mynd 4? Jú, þá kemur reyndar fram umtalsvert frávik um þessar mundir sem ef til vill er þörf á að skýra. En bíðum við, það er eitthvað að: Þeir eru öfugum megin miðað við umræðuna! Þeir eru of lágir en ekki of háir og það jafnvel þótt jafnvægisraunvextirnir væru taldir vera núll.

Mynd 5

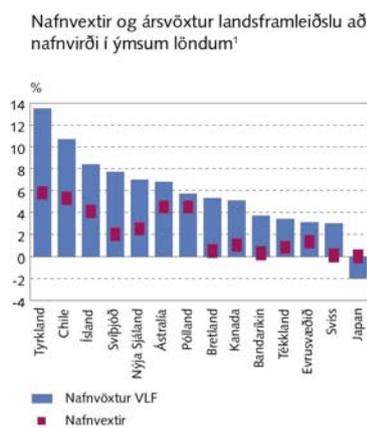


Mynd 6

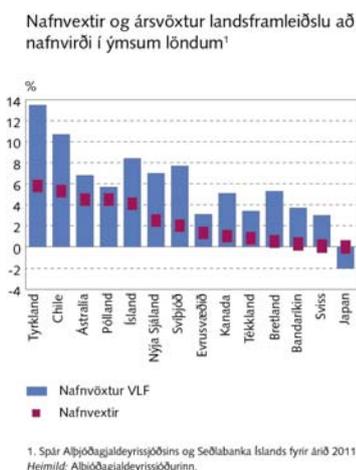


Alþjóðlegur samanburður bendir heldur ekki til þess að Ísland sé út úr kortinu. Á mynd 5 sést samanburður á raunstyrivöxtum í fjölda landa miðað við seinustu vaxtaákvarðanir og síðustu árlega verðbólgu. Ísland er um miðju. Á mynd 6 sjáum við svo nokkur iðnríki. Ísland er á svipuðu róli og Svíþjóð. Vextirnir eru hærri í löndum sem eru komin lengra í hagsveiflunni og búa við minni slaka en mun lægri þar sem slakinn er meiri og trúverðugleiki peningastefnunnar er jafnframt meiri og langtíma verðbólguvæntingar við markmið þrátt fyrir meiri verðbólgu um þessar mundir.

Mynd 7



Mynd 8



Að lokum bregð ég upp myndum sem sýna annars vegar nafnvöxt landsframleiðslu miðað við spár fyrir yfirstandandi ár og hins vegar nafnstyrivexti eins og þeir eru nú. Sumir hafa mælt með að peningastefna eigi að miða að því að halda nafnvexti landsframleiðslu sem jöfnustum á stigi sem í jafnvægi myndi skila æskilegu verðbólgu markmiði. Ég hef hins vegar vissar efasemdir um það í framkvæmd en ætla ekki að ræða það hér, en ef slíkri reglu væri fylgt færi það eftir verðbólgu markmiðinu og hagvaxtargetunni hvert þetta markmið ætti að vera. Ef verðbólgu markmiðið er t.d. 2½% og hagvaxtargetan á bilinu 2½-3% yrði viðmiðið á bilinu 5-6%. Við sjáum á mynd 7 að löndin skiptast í þrjá hópa. Í fyrsta lagi þau sem eru töluvert fyrir neðan þetta. Þau eru öll með fremur lága styrivexti í samræmi við regluna. Síðan eru lönd sem eru nokkurn veginn á réttu róli og síðan 3 lönd fyrir ofan og er Ísland í þeim hópi en hin tvö eru hins vegar nýmarkaðsríki sem hafa miklu meiri hagvaxtargetu en þróuð iðnríki. Það er svo athyglisvert að Ísland er í þriðja sæti varðandi vöxt nafnvirðis landsframleiðslu en í fimmta sæti varðandi styrivexti.

Allur þessi samanburður ber að sama brunni. Það er með engu móti hægt að halda því fram að Ísland sé úr kortinu í samanburði við önnur lönd vegna of mikils aðhalds í peningamálu. Þvert á móti, sumir mælikvarðarnir benda til hins gagnstæða.

Ég veit að ég svara ekki allri gagnrýni með þessu en vonast til að þeir sem á hlýða fari að velta fyrir sér hvort sumt af þeirri gagnrýni sem beint hefur verið

að peningastefnunni sé ekki á dálítið vanstilltum nótum, en sumt er málefnalegra og ætla ég að svara þrennu slíku.

Spurt hefur verið af hverju peningastefnunefnd hafi hækkað vexti fyrst bankinn spái því að verðbólga muni hjaðna umtalsvert þegar líður á næsta ár. Er ekki vaxtahækkunin óþörf? Hér er tvennu til að svara. Í fyrsta lagi er hækkun vaxta hluti af spánni og ef hún kemur ekki til er verðbólguferillinn sem spáð er ekki lengur sá líklegasti. Í öðru lagi, og því til viðbótar, eru þessar horfur óvissar og óvarlegt í ljósi þess hvar verðbólguvæntingar virðast vera að bregðast ekki við.

Líka hefur verið spurt hvort til sé eitthvert miðlunarferli um þessar mundir? Hafa hærrí vextir þau áhrif að draga úr verðbólgu? Það er að vísu viss mótsögn að segja að vextirnir hafi lítil áhrif og gera um leið mikið veður út af þeim. Hvað um það, miðlunarferlið er vissulega skaddað um þessar mundir en það var það reyndar að vissu leyti líka fyrir hrun, en það er samt visst miðlunarferli til staðar. Vægi óverðtryggðra lána með breytilegum vöxtum hefur aukist. Lágir vextir á fjársparnaði hafa að undanfögnu stuðlað að því að fé hefur leitað í fasteignir og einhverjir hafa flýtt kaupum á varanlegum neysluvarningi. Að lokum eru viss áhrif á gengið þrátt fyrir höft, bæði vegna ákvarðana aflandskrónueigenda um hvort þeir flytja út vexti og vegna þess að það er skilaskylda en ekki skiptaskylda.

Spurt hefur verið af hverju við séum að hækka vexti þegar engin þensla er og fjárfestingarstigið er í lágmarki. Vissulega er engin ofþensla og vaxtahækkunir nú hafa ekki þann tilgang að slá á hana, en vextir hafa áhrif á verðbólgu þó að það sé ekki ofþensla. Þau áhrif verða í gegnum hærra gengi og minna launaskrið sem nú virðist gæta. Síðan er mjög algengt að seðlabankar byrja að færa taumhald í hlutlausu stöðu með hækkun nafnvaxta áður en slaki er horfinn því að ella þyrfti mun snarpari vaxtahækkunir á skilum slaka og spennu. Dæmi um þetta er vaxtahækkun Seðlabanka Evrópu fyrr á þessu ári og vaxtahækkunir Seðlabanka Svíþjóðar um mitt ár 2010 en þá var atvinnuleysi í Svíþjóð rúmlega 8% og tæplega 4% framleiðsluslaki. Framleiðsluslaki er hér á landi á þessu ári tæplega 2%.

Ég ætla að nema staðar hér. Ég veit að það er ýmislegt sem ég hef ekki svarað og margt í þessu flókna samspili sem ég hef ekki komið inn á. Svör mín við spurningum hér á eftir bæta kannski eitthvað úr því. Hins vegar er mikilvægt að við ræðum þessi mál af yfirvegun og stuðlum að sem bestum skilningi á því hvernig peningastefna virkar því að það mun bæta þá umræðu sem nú er í gangi um ramma peningastefnu næstu ára. Hins vegar verður aldrei til peningastefna sem gengur upp þar sem tækjum er aldrei beitt til aukins aðhalds. Hitt er annað mál að eðlilegt er að sitt sýnist hverjum um taumhald peningastefnunnar á hverjum tíma, enda er það þannig í efnahagsmálum að það er ekki bara framtíðin sem óvissa ríkir um heldur er einnig nútíðin og nýliðin þátíð óviss.

Ég þakka fyrir.



27. mars 2001

Yfirlýsing um verðbólguþröskul og breytta gengisstefnu

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

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

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

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

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

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

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

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

vísitölum við mat á stöðu verðlagsmála og framkvæmd peningastefnunnar.

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

(8) Víki verðbólga meira en ±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 verðbólgu markmiðinu að nýju. Greinargerð bankans verður birt opinberlega.

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

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

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

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

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