



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, ágúst 2012

Birt: 5. september 2012

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 20. og 21. ágúst 2012, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 22. 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, innlandan þjófþarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 13. júní, eins og þær birtust í uppfærðri spá í *Peningamálum* 2012/3 22. ágúst.

Fjármálamarkaðir

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var um 8% hærra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í ágúst en á fundi nefndarinnar í júní. Milli funda hafði gengi krónunnar styrkst um 9,3% gagnvart evru, um tæplega 7% gagnvart sterlingspundi og um 8,4% gagnvart Bandaríkjadal. Gengi krónunnar hafði lítið breyst á aflandsmarkaði enda viðskipti afar fátíð.

Vegna rúmrar lausafjárstöðu höfðu vextir til einnar nætur á millibankamarkaði haldist í neðri hluta vaxtagangsins milli funda og voru um 0,25-0,5 prósentum hærri en vextir á

viðskiptareikningum. Viðskipti á millibankamarkaði með krónur voru svipuð en heldur minni en á sama tíma í fyrra.

Miðað við verðbólguvæntingar reiknaðar út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa voru væntingar um meðalverðbólgu næstu fimm ár um 0,3 prósentum lægri þegar fundur nefndarinnar var haldinn í ágúst en á fundi hennar í júní og námu tæplega 4½%.

Ætla má að virkir nafnstýrivextir séu um þessar mundir nálægt einföldu meðaltali innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa. Samkvæmt ólíkum mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingar höfðu raunstýrivextir hækkað um 0,7 prósentur að meðaltali frá júnifundinum og voru 0,5%. Miðað við tólf mánaða verðbólgu voru raunvextir 0,5% en 0,9% miðað við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands var óbreytt á milli funda, en áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs, sem lesa má út úr mun á vöxtum skuldabréfa Ríkissjóðs Íslands í Bandaríkjadöllum og sambærilegra bréfa ríkissjóðs Bandaríkjanna, lækkaði. Vaxtamunurinn á fimm ára og tíu ára ríkisbréfum þessara landa dróst saman um 1 prósentu milli funda.

Óbreyttir vextir Seðlabankans virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn í takt við væntingar flestra greiningardeilda fjármálafyrirtækja, sem nefndu flestar hagstæðari verðbólguþróun, styrkingu krónunnar og aukna óvissu í erlendum efnahagsmálum sem rök fyrir óbreyttum vöxtum. Könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila var framkvæmd 13.-17. ágúst. Niðurstöður hennar benda til þess að þeir búist við því að vextir verði 0,25 prósentum hærri í árslok en þeir voru fyrir ágústfundinn, sé miðað við miðgildi, en það er í samræmi við niðurstöður könnunar bankans sem framkvæmd var í maí.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) dróst saman á milli mánaða í júní um 0,7% en ársvöxtur á öðrum ársfjórðungi var 5,9%. Sé hins vegar litið framhjá innlánnum eignarhaldsfélaga er peningamagn í umferð (M3) óbreytt á milli ára.

Nokkur vöxtur var á útlánum með verðtryggðum vöxtum í maí og júní. Hluti þeirrar aukningar var til kominn vegna endurfjármögnunar eldri lána en einnig var um ný útlán að ræða.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var um miðjan júlí eru horfur á lítið eitt minni hagvexti í heiminum á þessu ári en í síðustu spá sjóðsins sem birt var í apríl eða 3,5%. Spáin um alþjóðaviðskipti í ár og árið 2013 hefur einnig verið endurskoðuð lítillaga niður á við. Óvissan í spánni er enn niður á við, einkum vegna mikilla erfiðleika á evrusvæðinu. Spá um verðbólgu fyrir þróaðri ríki er lítið breytt frá síðustu spá sjóðsins og er gert ráð fyrir 2% verðbólgu á þessu ári. Spá um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár hefur ekki breyst frá því í apríl og er áfram spáð 0,8% hagvexti.

Afgangur af vöruviðskiptum Íslands nam 4,4 ma.kr. í júní og samkvæmt bráðabirgðatölum 3,5 ma.kr. í júlí. Verðmæti bæði út- og innflutnings hefur haldið áfram að vaxa á milli ára, en útflutningur jókst um rúm 2½% og innflutningur um rúm 6½% fyrstu sjö mánuði ársins frá sama tíma í fyrra. Aukið verðmæti útflutnings skýrist einkum af vexti útfluttra sjávarafurða en verðmæti útfluttra iðnaðarvara dróst saman, að mestu vegna minna verðmætis álútflutnings. Aukið verðmæti innflutnings stafar af auknu verðmæti

innflutnings flutningatækja (einkum vegna innflutnings á flugvélum í janúar og skipi í maí), eldsneytis og smurolíu en verðmæti hrá- og rekstrarvara dróst saman milli ára.

Álverð hefur lækkað lítillega frá fundi peningastefnunefndar í júní. Meðalverðið í júlí var um 0,8% lægra en í júní og 25½% lægra en á sama tíma í fyrra. Verð sjávarafurða hækkaði um 0,7% á milli mánaða í júní.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt niðurstöðum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands var vinnuafleifing heldur meiri á öðrum fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir í maíspá *Peningamála*. Þá var gert ráð fyrir 0,4% samdrætti heildarvinnustunda frá fyrra ári en fjöldi þeirra reyndist nánast óbreyttur milli ára þar sem styttri vinnutími vó upp 1,2% fjölgun starfandi fólks. Óbreyttur fjöldi heildarvinnustunda skýrist eingöngu af framlagi yngsta aldurshópsins. Hlutfall starfandi jókst um tæpa prósentu, aðallega vegna hækkunar hlutfallsins í kjarnaaldurshópnum, en atvinnuþátttaka stóð nánast í stað.

Atvinnuleysi hjaðnaði hraðar en gert var ráð fyrir í spánni sem birt var í *Peningamálum* í maí. Skráðum atvinnulausum fækkaði úr 7,2% í 5,6% milli fjórðunga á öðrum ársfjórðungi og úr 6,4% í 5,7% að teknu tilliti til árstíðar en spáð hafði verið að atvinnuleysi yrði 6% í fjórðungnum.

Launavísitalan hækkaði um 1,6% milli fjórðunga á öðrum fjórðungi ársins og um 8,2% milli ára.

Helstu vísbendingar um einkaneyslu á öðrum ársfjórðungi benda til þess að hún hafi vaxið lítillega frá fjórðungnum á undan, að teknu tilliti til árstíðarsveiflu. Vísbendingar fyrir júlímánuð benda til þess að einkaneysla á þriðja fjórðungi hafi farið kröftuglega af stað. Greiðslukortavelta jókst t.a.m. um 4,6% frá fyrra ári að raunvirði í júlí.

Samkvæmt ríkisreikningi fyrir árið 2011 sem birtur var í júlí var rekstur ríkissjóðs innan heildarfjárheimilda ef frá eru talin einskíptis afskriftir m.a. vegna SpKef-sparisjóðsins, Bygðastofnunar og Nýsköpunarsjóðs atvinnulífsins.

Húsnæðisverðvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem var birt í lok júlí, hækkaði um 0,5% frá fyrri mánuði (einnig árstíðarleiðrétt). Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,9% milli mánaða í júlí og um 1,4% þegar leiðrétt var vegna árstíðarsveiflu. Um 10% fleiri kaupsamningar voru gerðir í júlí en í sama mánuði árið 2011 og á fyrstu sjö mánuðum ársins 2012 voru gerðir 17% fleiri kaupsamningar en á sama tímabili árið 2011. Kaupsamningar eru þó áfram fáir í sögulegu samhengi.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup jókst bjartsýni neytenda bæði í júní og júlí sl. og hafði væntingavísitalan hækkað í júlí um 22½% sl. tólf mánuði miðað við þriggja mánaða meðaltal. Mat á efnahagslífinu hækkaði mest sl. tvo mánuði. Mat á núverandi ástandi hefur einnig hækkað töluvert að undanfögnu.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup meðal stjórnenda í atvinnulífinu, sem var framkvæmd í maí og júní sl., voru þeir nokkru svartsýnni um aðstæður í efnahagsmálum eftir sex mánuði en í síðustu könnun í febrúar/mars sl. Tæp 18% stjórnenda þjuggust við því að aðstæður versni samanborið við 13% í síðustu könnun. Svartsýni gætir helst á meðal stjórnenda sjávarútvegsfyrirtækja þar sem um helmingur þeirra taldi að aðstæður ættu eftir að versna á næstu sex mánuðum. Bjartsýni gætir aftur á móti helst hjá stjórnendum í fjármála- og

tryggingageiranum. Könnunin gefur til kynna að heldur fleiri fyrirtæki vilji fjölga starfsmönnum á næstu sex mánuðum en fækka. Flest fyrirtæki vilja þó halda starfsmannafjölda óbreyttum.

Skammtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila hafa lækkað frá því í maí samkvæmt könnun sem var framkvæmd í ágúst. Ef miðað er við miðgildi svara vænta markaðsaðilar þess að ársverðbólga verði 4,8% eftir eitt ár og 4½% eftir tvö ár. Jafnframt gera þeir ráð fyrir að verðbólga verði 4½% að meðaltali á næstu tíu árum sem er um ½ prósentu minna en í síðustu könnun í maí. Sé hins vegar eingöngu tekið mið af svörum þeirra sem tóku einnig þátt í maíkönnuninni eru væntingar til næstu tíu ára nánast óbreyttar.

Vísitala neysliverðs lækkaði um 0,7% í júlí frá fyrri mánuði eftir að hafa hækkað um 0,5% í júní. Ársverðbólga mældist 4,6% í júlí og hafði hjaðnað úr 5,4% í maí. Undirliggjandi ársverðbólga, mæld með kjarnavísitölu 3 sem undanskilur áhrif skatta, sveiflukendra matvöruliða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, nam 4,7% í júlí og hafði hjaðnað úr 5,5% í maí. Lækkunina í júlí má rekja til verðlækkana á sumarútsölum og lækkunar flugfargjalda og bensínverðs þótt hækkun matvöruverðs hafi vegið á móti.

Samkvæmt uppfærðri spá sem birtist í *Peningamálum* 2012/3 22. ágúst hafa verðbólguhorfur næstu tveggja ára batnað frá því sem gert var ráð fyrir í maíspánni. Verðbólga hefur verið nokkru minni en þá var gert ráð fyrir, einkum vegna hagstæðari gengisþróunar og lægra bensínverðs. Horfur eru á að meðalverðbólga ársins 2012 verði 5,4% eða 0,6 prósentum minni en búist var við í maí. Sterkara gengi krónunnar leiðir einnig til þess að spáð er að verðbólga hjaðni hraðar á næsta ári en gert var ráð fyrir í maí og að hún verði komin í um 3% á seinni hluta næsta árs. Áætlað er að verðbólga verði við verðbólgu markmið Seðlabankans í lok árs 2014, sem er svipað og spáð var í maí.

Hagvaxtarhorfur eru einnig betri í ár samkvæmt ágústspánni en í maíspánni, þrátt fyrir að alþjóðlegar efnahagshorfur hafi haldið áfram að versna. Hagvöxturinn í ár verður að mestu drifinn áfram af einkaneyslu og fjárfestingu atvinnuveganna og er áætlaður 3,1% í ár í stað 2,6%. Skýrast hagstæðari hagvaxtarhorfur að mestu leyti af meiri vexti útflutnings. Á næsta ári er reiknað með að vöxtur útflutnings verði sem því nemur minni og hagvöxtur verði því minni en gert var ráð fyrir í maí. Horfur fyrir árið 2014 hafa hins vegar batnað og er nú búist við um 3,4% hagvexti í stað 2,7% í síðustu spá. Á spátímanum öllum verður hagvöxtur drifinn af innlendri eftirspurn en framlag utanríkisviðskipta verður neikvætt þrátt fyrir nokkurn vöxt útflutnings.

Eins og spáð hefur verið undanfarið ár er gert ráð fyrir að vinnumarkaðurinn haldi áfram að taka við sér með áframhaldandi hægum vexti atvinnu og minnkandi atvinnuleysi. Þrátt fyrir að enn sé slaki á vinnumarkaðnum er búist við að launakostnaður á framleidda einingu aukist um 5% á þessu ári, en að vöxtur hans verði í ágætu samræmi við verðbólgu markmið Seðlabankans frá og með næsta ári.

Áætlaður framleiðslulaki á spátímanum er nokkurn veginn í samræmi við maíspána. Gert er ráð fyrir að hann hafi minnkað skarpt á síðasta ári, minnki enn frekar í ár og á næsta ári og verði horfinn snemma árs 2014 sem er áþekkt því sem reiknað var með í maí.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri skýrði nefndinni frá niðurstöðu gjaldeyrisútboðs sem fram fór í júní, fyrirframgreiðslum af erlendum lánum Ríkissjóðs Íslands og Seðlabanka Íslands frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og Norðurlöndunum og auknum reglulegum gjaldeyriskaupum bankans. Fulltrúar frá fjármálaráðuneytinu greindu nefndarmönnum einnig frá horfum í fjármálum hins opinbera og áætlun um aðhald í ríkisfjármálum.

Nefndin taldi að þjóðhagsspáin sem birtist í *Peningamálum* 22. ágúst staðfesti að efnahagsbatinn sem hófst um mitt ár 2010 yrði æ skýrari. Samkvæmt spánni eru horfur á nokkru meiri hagvexti í ár en þá var spáð og horfur fyrir árin 2013 og 2014 eru á heildina lítið svipaðar. Batinn á vinnumarkaði hefur einnig reynst meiri en spáð var. Taldi nefndin að þótt atvinna hafi lítið aukist á öðrum fjórðungi ársins benti það ekki til bakslags í vinnuafleiftirspurn, enda skýrist þróunin eingöngu af minna vinnuframlagi yngsta aldurshópsins. Hins vegar væri erlend efnahagsframvinda enn tvísýn, m.a. vegna fjármálakreppunnar í Evrópu, sem ylli óvissu um innlendar efnahags- og verðbólguhorfur.

Nefndin ræddi nýlega gengisþróun krónunnar og horfur um þróun hennar á næstu misserum. Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar hafði hækkað um rúmlega 8% frá því að síðasta spá bankans var birt í *Peningamálum* í maí. Töldu nefndarmenn að herra gengi krónunnar tengdist aðallega minni gjaldeyrisöfnun aðila með núverandi og væntar endurgreiðslur lána í erlendum gjaldmiðlum og aukið gjaldeyrisinnflæði í tengslum við erlenda ferðamenn.

Nefndarmenn töldu að hækkun gengis krónunnar að undanfögnu skýrði að mestu leyti hraðari hjöðnun verðbólgu. Verðbólguhorfur til næstu tveggja ára hefðu því batnað samkvæmt endurskoðaðri spá bankans, þótt ekki sé reiknað með að verðbólgu markmiðið náist fyrr en undir lok tímabilsins.

Nefndin taldi að sem fyrr ríkti óvissa um verðbólguhorfur og að verðbólga gæti orðið meiri ef gengi krónunnar lækkaði á ný en óvíst væri í hve ríkum mæli styrking hennar að undanfögnu héldist á komandi vetri. Einnig taldi nefndin að tregða verðbólgunnar kynni að vera vanmetin, m.a. í ljósi þess að verðbólguvæntingar til langs tíma eru enn nokkru hærra en verðbólgu markmiðið. Hitt gæti líka gerst að verðbólga hjaðnaði hraðar á spátímabilinu, einkum ef gengi krónunnar styrktist frekar.

Nefndarmenn ræddu þann möguleika að halda vöxtum bankans óbreyttum eða hækka þá um 0,25 prósentur. Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vöxtum yrði haldið óbreyttum: innlánsvöxtum (vöxtum á viðskiptareikningum) í 4,75%, hámarksvöxtum á 28 daga innstæðubréfum í 5,5%, vöxtum af lánum gegn veði til sjö daga í 5,75% og daglánvöxtum í 6,75%.

Fjórir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra um óbreytta vexti í ljósi þess að aðhald peningastefnunnar hefði aukist nokkuð að undanfögnu. Rétt væri að bíða og sjá hversu varanleg hækkun gengis krónunnar og þar með verðbólguhjöðnunin yrði. Einn nefndarmaður greiddi atkvæði gegn tillögu bankastjóra og kaus að vextir yrðu hækkaðir um 0,25 prósentur. Þessi nefndarmaður taldi að verðbólga væri enn mikil og langtímaverðbólguvæntingar hefðu lítið breyst með hagfelldari þróun verðbólgunnar að undanfögnu. Töluverð hætta væri því á að háar verðbólguvæntingar myndu leiða til meiri og þrálátari verðbólgu en spár gerðu ráð fyrir.

Nefndarmenn voru sammála um að laust taumhald peningastefnunnar á undanfögnu misserum hefði stutt við efnahagsbatann. Þeir töldu einnig að hækkun vaxta í maí og júní

og hjöðnun verðbólgu hefði haft í för með sér að dregið hefði umtalsvert úr slaka peningastefnunnar. Eftir því sem slakinn hyrfi úr þjóðarbúskapnum yrði einnig nauðsynlegt að slaki peningastefnunnar hverfi. Að hve miklu leyti þessi aðlögun ætti sér stað með hærri nafnvöxtum Seðlabankans færi eftir framvindu verðbólgunnar.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundina:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðal­hagfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður.

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins auk fulltrúa fjármálaráðuneytisins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 3. október 2012.