



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, október 2012

Birt: 17. október 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 löginn 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 2. október 2012, en á honum ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 3. október 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 þjórðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 22. ágúst.

Fjármálamarkaðir

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var um 6% lægra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í október en á fundi nefndarinnar í ágúst. Milli funda hafði gengi krónunnar veikt um 7,2% gagnvart evru, tæplega 6% gagnvart sterlingspundi og rúmlega 3% gagnvart Bandaríkjadal. Gengi krónunnar á aflandsmarkaði hafði lítið breyst enda viðskipti afar fátíð.

Lausafjárstaða á millibankamarkaði með krónur hefur almennt haldist rúm milli funda og voru vextir til einnar nætur 0,25 prósentum hærrí en vextir á viðskiptareikningum. Dagana 17.-18. september hækkuðu vextir hins vegar vegna mikils innstreymis til ríkissjóðs og voru þá í efri hluta vaxtagangsins.

Miðað við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði, reiknað út frá vaxtamun verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, virtust verðbólguvæntingar til skamms tíma hafa lækkað lítillega síðan á ágústfundinum. Verðbólguálag næstu fimm ár nam $4\frac{1}{2}\%$, sem er svipað og á ágústfundinum, en verðbólguálag til lengri tíma, þ.e. til fimm ára eftir fimm ár, hafði hins vegar hækkað á milli funda.

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 0,3 prósentur að meðaltali frá ágústfundinum og voru 0,7%. Miðað við tólf mánaða verðbólgu mældust þeir 0,8% en 1,4% miðað við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands hafði lækkað um 0,3 prósentur á milli funda og var um 2,2 prósentur. Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs, sem lesa má út úr mun á vöxtum skuldabréfa Ríkissjóðs Íslands í Bandaríkjadöllum og sambærilegra bréfa ríkissjóðs Bandaríkjanna hafði einnig lækkað. Vaxtamunurinn á fimm ára og tíu ára ríkisbréfum þessara landa dróst saman um 0,2-0,3 prósentur milli funda og var um 3 prósentur.

Óbreyttir vextir Seðlabankans í október virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn. Greiningardeildir fjármálafyrirtækja skiptust í tvær jafnar fylkingar þar sem önnur bjóst við óbreyttum vöxtum en hin við hækkun vaxta um 0,25 prósentur.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 0,9% milli mánaða í ágúst en hafði dregist saman um 0,2% milli ára. Sé hins vegar litið fram hjá innlánnum eignarhaldsfélaga dróst M3 saman um 3,3% milli ára. Svipaða þróun má einnig sjá í þrengra skilgreindu peningamagni.

Nokkur vöxtur var á útlánnum með óverðtryggðum vöxtum í júlí og ágúst. Hluti þeirrar aukningar var til kominn vegna endurfjármögnunar eldri lána en einnig var um ný útlán að ræða.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Spár *Consensus Forecasts* um hagvöxt fyrir helstu viðskiptalönd Íslands í heild árið 2012 voru að meðaltali óbreyttar frá ágústfundi peningastefnufundar eða 0,7%. Engu að síður höfðu orðið nokkrar breytingar á hagvaxtarhorfum fyrir einstaka lönd. Er nú gert ráð fyrir meiri hagvexti á Norðurlöndunum en í ágúst en hagvaxtarspár fyrir evrusvæðið og Bandaríkin eru óbreyttar. Spáin fyrir verðbólgu í helstu viðskiptalöndum Íslands fyrir árið 2012 var einnig óbreytt frá því í ágúst eða 2,2%.

Afgangur af vöruviðskiptum Íslands nam 12,5 ma.kr. í ágúst og samkvæmt bráðabirgðatölum 5,5 ma.kr. í september. Verðmæti innflutnings hefur haldið áfram að vaxa á milli ára, en útflutningsverðmæti hefur hins vegar dregist saman. Þannig jókst innflutningur um rúm $5\frac{1}{2}\%$ en útflutningur dróst saman um rúmlega 1% fyrstu níu mánuði ársins frá sama tíma í fyrra. Aukið verðmæti innflutnings stafar af bæði herra verði og auknu magni innflutts eldsneytis og smurólíu og af auknum innflutningi flutningatækja (einkum vegna innflutnings á flugvélum í janúar og skipi í maí) en samdráttur í verðmæti útfluttra iðnaðarvara, að mestu vegna minna verðmætis álútflutnings, skýrir samdrátt í verðmæti útflutnings.

Álverð hefur hækkað nokkuð frá fundi peningastefnufundar í ágúst. Meðalverðið í september var um 11,7% herra en í ágúst en var þó $10\frac{1}{2}\%$ lægra en á sama tíma í fyrra.

Verð sjávarafurða hækkaði um 0,4% á milli mánaða í ágúst og hefur hækkað um 6,5% á síðustu tólf mánuðum.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt nýjum þjóðhagsreikningum sem Hagstofa Íslands birti í september var hagvöxtur 0,5% á öðrum fjórðungi ársins en árstíðarleiðrétt landsframleiðsla dróst saman um 6,5% frá fyrri fjórðungi. Vegna þess að birgðir jukust mikið á fjórðungnum á undan fæst skýrari mynd af undirliggjandi þróun ef fyrstu tveir fjórðungar ársins eru skoðaðir saman. Landsframleiðslan jókst um 2,4% á fyrri hluta ársins frá sama tíma í fyrra. Helstu drifkraftar hagvaxtar á fyrri hluta ársins voru einkaneysla og fjárfesting atvinnuvega, en þjóðarútgjöld jukust samtals um 4,2%. Framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var neikvætt um sem nemur 1,5% af landsframleiðslu þar sem vöxtur innflutnings var meiri en vöxtur útflutnings eða 8,8% samanborið við 4,9%. Þróunin á fyrri hluta ársins var í meginatriðum í ágætu samræmi við spá bankans frá ágúst. Vöxtur einkaneyslu var þó nokkrum meiri en spáð var en á móti því vó að vöxtur samneyslu og fjárfestingar hins opinbera var minni, auk þess sem samdráttur birgðabreytinga var meiri en spáð var. Hagvöxtur á fyrri hluta ársins var því um 0,8 prósentum minni en spáð var í ágúst. Munurinn í spá um vöxt þjóðarútgjalda var heldur minni eða 0,6 prósentur.

Í ágústspá Seðlabankans var gert ráð fyrir áframhaldandi vexti einkaneyslu á næstu fjórðungum. Helstu vísbendingar um einkaneyslu benda til þess að svo verði raunin á þriðja fjórðungi, þótt samdráttur kunni að verða á milli fjórðunga að teknu tilliti til árstíðarsveiflu. Þannig var mánaðarleg greiðslukortavelta um 0,6% minni að raunvirði í júlí og ágúst en hún var á öðrum ársfjórðungi. Veltan í júlí og ágúst var þó að meðaltali um 1,5% meiri en hún var á sama tíma í fyrra.

Viðskiptahallinn nam tæplega 12% af landsframleiðslu á öðrum fjórðungi ársins eða 50 ma.kr. Á fjórðungnum á undan nam hallinn 11,3% af landsframleiðslu. Hallinn á öðrum ársfjórðungi stafaði af miklum þáttatekjuhalla (74 ma.kr.) sem vó mun þyngra en afgangur af vöruskipta- og þjónustujöfnuði að upphæð 24,8 ma.kr. Viðskiptajöfnuður að undanskildum bönkum í slitameðferð var neikvæður um rúmlega 3% af landsframleiðslu, en jákvæður um ½% ef lyfjafyrirtækið Actavis er einnig undanskilið.

Samkvæmt frumvarpi til fjárlaga fyrir árið 2013 er gert ráð fyrir nær óbreyttri langtímaáætlun frá því sem gert var ráð fyrir í fjárlagafrumvarpi fyrir þetta ár. Markmið fjárlagafrumvarps fyrir árið 2012 um að frumjöfnuður ársins verði 2% af landsframleiðslu virðist ætla að ganga eftir en hann stefnir í 1,8% af landsframleiðslu. Einnig er áfram stefnt að tæplega 1% afgangi á heildarjöfnuði árið 2014. Um 90% þeirra aðhaldsaðgerða sem áætlaðar voru á árunum 2009-2013 er lokið. Eins og upphaflegar áætlanir gerðu ráð fyrir hafa 55% þeirra komið fram á gjaldahlið fjárlaga en 45% á tekjuhlið. Nokkur óvissa er um forsendur fyrir nokkrum lykiltekjuþáttum, eins og t.d. um það hvort 8 ma.kr. eignasala gangi eftir, en á gjaldahlið er nokkur óvissa um byggingu nýs Landspítala og hvort hann verði á fjárlögum eða ekki. Heildarútgjöld ríkissjóðs sem hlutfall af landsframleiðslu hafa lækkað stöðugt frá árinu 2009 og stefna í sama hlutfall og var fyrir fjármálakreppuna.

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands fækkaði heildarvinnustundum um 0,6% milli ára í júlí og ágúst. Það sem af er ári hefur heildarvinnustundum þó fjölgað lítillega (0,2%), fyrst og fremst vegna þess að fjölgun heildarvinnustunda þeirra sem eru eldri en 25 ára hefur náð að vega upp 2% fækkun heildarvinnustunda þeirra sem eru 16-24 ára.

Atvinnuleysi eins og það er mælt af Vinnumálastofnun stóð nánast í stað á milli júní- og ágúst mánaðar og mældist um 4,8% en um 5½% að teknu tilliti til árstíðar.

Launavísitalan hækkaði um 0,1% milli mánaða í ágúst og um 5,9% milli ára. Kaupmáttur launa jókst um 0,2% milli mánaða í ágúst og um 1,7% milli ára.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem var birt í lok september, hækkaði um 0,5% frá fyrri mánuði og um 0,3% þegar leiðrétt var vegna árstíðarsveiflu. Á þriðja ársfjórðungi 2012 hafði hún hækkað um 6,7% frá sama tíma í fyrra. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, lækkaði um 0,2% milli mánaða í ágúst (einnig árstíðarleiðrétt). Um 4% fleiri kaupsamningar voru gerðir í ágúst á öllu landinu en í sama mánuði árið 2011 og á fyrstu átta mánuðum ársins voru gerðir rúmlega 15% fleiri kaupsamningar en á sama tíma í fyrra. Kaupsamningar eru þó áfram fáir í sögulegu samhengi.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup hækkuðu væntingar neytenda í september, sjötta mánuðinn í röð, og hafa ekki mælst hærrí síðan í apríl 2008. Væntingar til ástandsins í efnahags- og atvinnumálum eftir sex mánuði hækkuðu töluvert milli mánaða. Mat á atvinnuástandinu hækkaði einnig og mældist sú vísitala yfir 100 stigum í fyrsta sinn eftir fjármálakreppuna sem þýðir að fleiri svarendur eru jákvæðir á atvinnuástandið en neikvæðir.

Í september voru einnig birtar niðurstöður úr ársfjórðungslegri könnun á fyrirhuguðum stórkaupum neytenda og bentu þær til þess að fyrirhuguð húsnæðis- og bifreiðakaup hefðu dregist lítillega saman frá fyrri könnun í júní en að fyrirhugaðar utanlandsferðir hefðu hins vegar aukist. Fyrirhuguð kaup á húsnæði og utanlandsferðum hafa jafnframt aukist nokkuð milli ára.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup meðal heimila sem var framkvæmd í september sl. höfðu verðbólguvæntingar þeirra til eins árs lækkað um 0,7 prósentur frá því í maí/júní og námu 5,6%. Verðbólguvæntingar heimila til tveggja ára námu 5% og höfðu lækkað um ½ prósentu frá síðustu könnun.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,8% í september frá fyrri mánuði eftir að hafa lækkað um 0,15% í ágúst. Ársverðbólga mældist 4,3% í september og hafði hjaðnað úr 4,6% í júlí. Undirliggjandi ársverðbólga, mæld með kjarnavísitölu 3 sem undanskilur áhrif skatta, sveiflukendra matvöruliða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána, nam 3,9% í september og hafði hjaðnað úr 4,7% í júlí.

Verðlækkun á m.a. matvöru og nýjum bílum hafði nokkur áhrif í ágúst og mátti að hluta rekja til gengisstyrkingar krónunnar í sumar. Útsölulok í ágúst og september leiddu síðan samtals til 0,5 prósentna hækkunar vísitölunnar. Bensínverð hafði einnig hækkað tvo mánuði í röð í september eða um 6,8% síðan í júlí. Flugfargjöld hafa sveiflast töluvert undanfarna mánuði og leiddu til rúmlega 0,1 prósentu hækkunar vísitölunnar í september eftir mikla lækkun í júlí og ágúst.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri skýrði nefndinni frá fundum með Alþjóðagjaldeyrissjóðnum vegna eftirfylgni við efnahagsáætlun íslenskra stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Aðstoðarseðlabankastjóri greindi frá margvíslegri vinnu sem er í gangi varðandi framkvæmd og nánari útfærslu áætlunar um losun fjármagnshafta.

Nefndarmenn ræddu skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika*, sem birt var 5. október, stöðu fjármálastofnana og framvinduna við endurskipulagningu skulda einkageirans. Einnig fjallaði nefndin um frumvarp til fjárlaga fyrir árið 2013 og langtímaáætlun í ríkisfjármálum.

Nefndarmenn voru sammála um að nýjustu vísbendingar gætu bent til hægari bata innlendrar eftirspurnar en gert var ráð fyrir í spánni sem birtist í *Peningamálum* í ágúst. Hins vegar virtist eitthvað hafa dregið úr áhættu vegna fjármálakreppunnar í Evrópu, þótt ástandið á evrusvæðinu væri enn afar viðkvæmt.

Nefndin ræddi nýlega gengisþróun krónunnar og horfur um þróun hennar á næstu misserum. Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar hafði lækkað um 6% milli funda. Taldi nefndin að töluverð óvissa ríkti um gengisþróun á næstunni, sérstaklega varðandi gjaldeyrissöfnun aðila með þungar endurgreiðslur lána í erlendum gjaldmiðlum.

Nefndarmenn voru sammála um að þrátt fyrir að verðbólga hefði verið nokkru minni en spáð var í ágúst hefðu verðbólguhorfur til lengri tíma lítið breyst frá síðasta fundi nefndarinnar. Einnig væru verðbólguvæntingar enn yfir markmiði bankans, þótt þær hafi lækkað eitthvað á suma mælikvarða.

Nefndarmenn ræddu þá 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: innlásvöxtum (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%.

Þrjú nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra um óbreytta vexti. Töldu þeir hækkun vaxta ekki tímabæra að þessu sinni í ljósi vísbendinga um veikari vöxt innlendrar eftirspurnar en áður var reiknað með, hægs bata á vinnumarkaði, minni verðbólgu og snarprar aukningar aðhaldsstigs peningastefnunnar á undanförunum mánuðum. Gengi krónunnar hefði að vísu veikt en það kæmi í framhaldi af hækkun á sumarmánuðum og óvissa væri um framhaldið. Þá taldi einn þeirra sem studdu tillögu seðlabankastjóra að of skörp vaxtahækkun hefði neikvæð framboðsáhrif sem kæmi m.a. fram í auknum föstum kostnaði fyrirtækja.

Tveir nefndarmenn greiddu atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra og vildu að vextir yrðu hækkaðir um 0,25 prósentur. Töldu þeir hættu á að veikara gengi krónunnar yki launaþrýsting í útflutnings- og samkeppnisgreinum og þar með hættu á annarrar umferðar áhrifum á verðbólgu, þrátt fyrir að vísbendingar væru um hægari vöxt eftirspurnar. Verðbólga væri enn mikil og langtímaverðbólguvæntingar hefðu lítið breyst þrátt fyrir hagfelldari þróun verðbólgunnar að undanförunu. Æskilegt væri að halda áfram að draga úr slaka peningastefnunnar, því að ella væri hætta á að peningastefnan bregðist of seint við verðbólguþrýstingi.

Nefndarmenn voru sammála um að laust taumhald peningastefnunnar á undanförunum 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, en miðað við óbreyttar horfur um verðbólgu og efnahagsbata væri líklegt að nafnvextir þyrftu að hækka frekar á næstunni.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundina:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 14. nóvember 2012.