



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, mars 2013

Birt: 3. apríl 2013

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

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 19. mars 2013, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 20. mars 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 þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 6. febrúar.

#### **Fjármálamarkaðir**

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 4,5% hærra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í mars en á fundi hennar í febrúar. Milli funda hafði gengi krónunnar styrkst um 5,5% gagnvart evru, um 0,7% gagnvart Bandaríkjadal og 5,2% gagnvart sterlingspundi. Gengi krónunnar á aflandsmarkaði hafði hins vegar lítið breyst milli funda.

Lausafjárstaða á millibankamarkaði með krónur hefur almennt haldist rúm milli funda og voru vextir til einnar nætur áfram í neðri hluta vaxtagangsins á bilinu 0,25-0,65 prósentum hærri en vextir á viðskiptareikningum. Velta á millibankamarkaði nam 121 ma.kr. það sem af er ári sem er nokkur aukning frá sama tímabili í fyrra.

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til næstu fimm ára var 4,2% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði hækkað lítillega frá febrúarfundinum. Verðbólguálagið næstu fimm

ár eftir fimm ár hafði hins vegar lækkað um tæplega 0,4 prósentur milli funda og mældist 3,7%. Að einhverju leyti tengist það líklega hækkun á áhættuálagi verðtryggðra íbúðabréfa í kjölfar lækkunar á lánshæfiseinkunn Íbúðalánasjóðs og endurspeglar því ekki lækkun verðbólguvæntinga.

Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMXI6, hafði lækkað um 3,5% milli funda. Markaðsvirði þeirra 11 fyrirtækja sem skráð eru á aðalmarkaðnum nam um 360 ma.kr. í lok 2012 eða rúmlega 20% af vergri landsframleiðslu þess árs.

Ætla má að virkir nafnstýrivextir séu um þessar mundir nálægt einföldu meðaltali innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa. Samkvæmt ólíkum mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingum voru raunstýrivextir 0,8% að meðaltali þegar fundur peningastefnufndar var haldinn í mars og höfðu lækkað um 0,1 prósentu frá febrúarfundinum. Þeir höfðu lækkað um 0,6 prósentur miðað við tólf mánaða verðbólgu og 0,4 prósentur miðað við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði og mældust annars vegar 0,5% og hins vegar 0,7%.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands hafði lækkað um tæplega 0,3 prósentur á milli funda og var um 1,5 prósentur. Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs, sem lesa má út úr mun á vöxtum skuldabréfa ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum og sambærilegra bréfa ríkissjóðs Bandaríkjanna, hafði lækkað um 0,2 prósentur milli funda miðað við fimm ára ríkisbréf þessara landa og var um 1,8 prósentur. Lækkunin nam 0,3 prósentum miðað við tíu ára ríkisbréf landanna og var vaxtamunurinn um 2 prósentur.

Óbreyttir vextir Seðlabankans í mars virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn og voru í samræmi við væntingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja. Flestar greiningardeildir nefndu sem helstu rök fyrir óbreyttum vöxtum að mældur hagvöxtur á síðasta ári hafði verið undir væntingum og að krónan hafði styrkst að undanfögnu, sem myndi draga úr verðbólguþrýstingi.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) dróst saman um 2,3% milli mánaða í janúar og um 8% frá sama mánuði í fyrra. Sé hins vegar litið fram hjá innlánnum eignarhaldsfélaga dróst M3 saman um 2,7% milli ára í janúar. Samdráttur peningamagns milli ára skýrist líklega að mestu leyti af því að innlendir aðilar hafa gengið á sparnað sinn og greitt niður lán, fært sparnað í önnur eignaform og af sölu eigna sem innlánsstofnanir höfðu eignast í kjölfar fjármálakreppunnar.

### **Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum**

Spár *Consensus Forecasts* um hagvöxt helstu viðskiptalanda Íslands árið 2013 hafa verið endurskoðaðar niður á við um 0,3 prósentur frá febrúarfundi peningastefnufndar og er nú gert ráð fyrir að hann verði um 0,9%.

Afgangur af vöruviðskiptum Íslands var 11,6 ma.kr. í janúar og nam samkvæmt bráðabirgðatölum 7,6 ma.kr. í febrúar. Verðmæti útflutnings jókst talsvert í janúar frá fyrra ári en hafði aftur dregist saman í febrúar. Verðmæti innflutnings dróst hins vegar talsvert saman í janúar frá fyrra ári og hafði dregist lítillega saman í febrúar. Samdrátturinn í verðmæti útflutnings í febrúar skýrist af samdrætti útfluttra iðnaðarvara og samdrátturinn í verðmæti innflutnings af talsverðum samdrætti í verðmæti innfluttra flutningatækja.

Álverð hafði lækkað talsvert frá síðasta fundi peningastefnufndar í febrúar og verðlag sjávarafurða lækkaði milli mánaða í janúar, fimmta mánuðinn í röð.

## Innlendur þjórðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í mars var hagvöxtur 1,6% á árinu 2012 og 1,4% á síðasta fjórðungi ársins. Hagvöxtinn á síðasta ári má rekja til aukinnar einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingar og var framlag þeirra til hagvaxtar samtals um 2,2 prósentur. Framlag útflutningsvaxtar var á sama tíma um 2,3 prósentur en innflutningur jókst hins vegar meira en útflutningur og því var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar neikvætt um 0,1 prósentu. Fjárfesting hins opinbera og samneysla drógust saman og var framlag þeirra til hagvaxtar neikvætt um sem nemur ½ prósentu. Hagvöxtur árið 2012 reyndist 0,6 prósentum minni en gert var ráð fyrir í spá Seðlabankans sem birt var í febrúar en þar munar mest um að vöxtur þjónustuinflutnings var talsvert meiri en spáð var. Vöxtur þjórðarútgjalda í heild var hins vegar í ágætu samræmi við spá bankans eða 1,9% samanborið við spá um 2% vöxt samkvæmt spánni.

Afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði á fjórða ársfjórðungi í fyrra nam 4,8% af landsframleiðslu en í spánni sem birt var í *Peningamálum* í febrúar var gert ráð fyrir að afgangurinn yrði 5,6%. Frávikið skýrist einkum af því að þar var gert ráð fyrir 3,7 ma.kr. minni þjónustuinflutningi á fjórða ársfjórðungi, einkum í flokknum „annarri þjónustu“.

Halli af viðskiptajöfnuði nam tæplega 3% af landsframleiðslu á fjórða ársfjórðungi 2012 (12,6 ma.kr.), þar sem halli af þáttatekujöfnuði vó nokkru þyngra en afgangur af vöru- og þjónustujöfnuði. Hallinn af þáttatekujöfnuði á þriðja og fjórða ársfjórðungi var þó nokkru minni en hann hefur verið undanfarið. Halli af viðskiptajöfnuði að undanskildum bönkum í slitameðferð nam um 0,3% af landsframleiðslu á síðasta fjórðungi í fyrra, en án þeirra og lyfjafyrirtækisins Actavis var 1,3% afgangur. Endurskoðaðar tölur fyrir fyrstu þrjá ársfjórðunga síðasta árs sýna litlu meiri halla en fyrri tölur gáfu til kynna.

Í febrúarspá Seðlabankans var gert ráð fyrir hægum vexti einkaneyslu framan af þessu ári og að ársvextinum yxi ásmegin eftir því sem liði á árið. Á fyrsta fjórðungi þessa árs var spáð 1,8% vexti milli ára en vegna endurskoðunar til lækkunar á einkaneyslu á fyrri hluta síðasta árs má búast við meiri ársvexti. Hins vegar benda helstu hátíðnivísbendingar til þess að þróun einkaneyslu á fjórðungnum sé heldur veikari en áætlað var í febrúar ef horft er á breytingu milli fjórðunga. Þannig var t.a.m. greiðslukortavelta í janúar og febrúar svo til óbreytt frá sama tíma í fyrra. Á móti kemur að meiri vöxtur mælist í smásölu í upphafi ársins en á undanförunum misserum ásamt því að framhald hefur orðið á aukningu nýskráningar bifreiða í janúar og febrúar.

Greiðsluuppgjör ríkissjóðs fyrir árið 2012 sýnir að greiðsluafkoma ríkissjóðs var betri en áætlanir fjármála- og efnahagsráðuneytisins höfðu gert ráð fyrir. Tekjujöfnuður var neikvæður um 40,5 ma.kr. sem er 3,8 ma.kr. minni halli en gert var ráð fyrir. Frumjöfnuður var einnig betri eða 18 ma.kr. samanborið við 11,7 ma.kr. samkvæmt áætlun. Afkoma ríkissjóðs á rekstrargrunni verður þó líklega verri en bráðabirgðatölur á greiðslugrunni gefa til kynna, m.a. vegna viðbótarframlags til Íbúðalánasjóðs og endurmats á lífeyrissjóðsskuldbindingum ríkissjóðs.

Skráð atvinnuleysi sem Vinnumálastofnun birtir eykst að jafnaði á milli mánaða í janúar en í janúar sl. minnkaði það hins vegar um 0,3 prósentur. Skýrist þessi minnkun líklega helst af því að bráðabirgðaákvæðið sem lengdi atvinnuleysisbótarétt úr þremur í fjögur ár féll úr gildi um síðustu áramót. Atvinnuleysi stóð í stað milli mánaða í febrúar og var 5,5%. Að teknu tilliti til árstíðar minnkaði atvinnuleysi úr 5,4% í desember í 4,5% í febrúar.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi hefur ekki verið jafn lítið og það var í febrúar sl. frá því í nóvember 2008.

Launavísitalan hækkaði um 0,3% milli mánaða í janúar og um 5% milli ára. Kaupmáttur launa jókst um 0,1% milli mánaða í janúar og um 0,8% milli ára.

Samkvæmt niðurstöðum könnunar Capacent Gallup meðal stjórnenda í atvinnulífinu, sem var framkvæmd í febrúar og mars, vildu í fyrsta skipti frá því í mars 2008 fleiri fyrirtæki fjölga starfsmönnum á næstu sex mánuðum en fækka þeim. Bæði vilja fleiri fyrirtæki fjölga starfsmönnum nú en í síðustu könnun í desember og færri fyrirtæki vilja fækka þeim. Aðeins í sjávarútvegi og fjármálastarfsemi vildu fleiri fyrirtæki fækka starfsfólki en fjölga. Mest breyting á vilja fyrirtækja til að fjölga starfsfólki var í byggingarstarfsemi þar sem rúmlega 44% fyrirtækja vildu fjölga starfsfólki.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem var birt í lok febrúar, hækkaði um 0,5% frá fyrri mánuði en um 0,9% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,2% milli mánaða í febrúar og um 0,4% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Um 14% fleiri kaupsamningar voru gerðir í febrúar á landinu öllu en í sama mánuði árið 2012. Kaupsamningar eru þó áfram fáir í sögulegu samhengi.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup minnkaði bjartsýni neytenda í febrúar lítillega frá mánuðinum á undan en væntingavísitalan hafði hækkað talsvert í janúar eftir umtalsverða lækkun þar á undan. Væntingavísitalan mældist 5% hærrí í febrúar en á sama tíma í fyrra.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup virtust stjórnendur bjartsýnni um horfur í efnahagsmálum heldur en í síðustu könnun í desember 2012 en minni munur var hins vegar á niðurstöðunum nú og í könnuninni fyrir ári. Um 28% svarenda bjuggust við að aðstæður batni á næstu sex mánuðum samanborið við rúman fimmtung fyrir ári og 15% í desember. Stjórnendur í nánast öllum atvinnugreinum voru bjartsýnni en í desember sl. en mest breyting var í byggingarstarfsemi og ýmissi sérhæfðri þjónustu. Væntingar um innlenda eftirspurn jukust töluvert frá síðustu könnun en voru afar svipaðar og fyrir ári. Væntingar um eftirspurn á erlendum mörkuðum jukust einnig frá því í desember en voru hins vegar ennþá lakari en fyrir ári. Stjórnendur voru einnig bjartsýnni um framlegðarþróun (EBITDA), á næstu sex mánuðum, bæði ef miðað er við síðustu könnun og fyrir ári. Hins vegar virtust horfur um fjárfestingu vera lakari en áður.

Samkvæmt könnuninni námu verðbólguvæntingar stjórnenda til eins árs 4,5% og voru óbreyttar frá því í desember. Hins vegar höfðu verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára lækkað um ½ prósentu frá septemberkönnuninni og námu einnig 4,5%.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup meðal heimila sem framkvæmd var í febrúar sl. námu verðbólguvæntingar þeirra til eins árs 5% og höfðu lækkað um ½ prósentu frá því í desember 2012. Þær hafa því haldist um og yfir 5% síðan í júní 2011. Hið sama má segja um verðbólguvæntingar heimila til tveggja ára en þær mældust 5% og voru óbreyttar frá síðustu könnun.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 1,6% í febrúar frá fyrri mánuði og hefur ekki hækkað svo mikið milli mánaða síðan í nóvember 2008. Ársverðbólga mældist 4,8% og jókst úr 4,2% í janúar. Undirliggjandi ársverðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3 nam 5,1% og jókst úr 4,6% í janúar. Verðbólga á mælikvarða samræmdu neysliverðsvísitölnnar reyndist hins vegar 6,1% í febrúar.

Útsölulok höfðu mest áhrif á vísitölu neysluverðs í febrúar og virtust útsölnar ganga hraðar til baka en alla jafna á undanförunum árum í kjölfar afar sterkra útsöluáhrifa í janúar. Áhrif vegna verðhækkana á fötum, skóm, húsgögnum og heimilisbúnaði námu 0,7 prósentum til hækkunar vísitölu neysluverðs. Áhrif vegna gengislækkunar krónunnar voru einnig töluverð og hækkaði verð á flestum innfluttum vörum. Verðhækkun á bensíni og olíu hafði 0,3 prósentna áhrif til hækkunar vísitölu neysluverðs og hefur undirliðurinn ekki haft svo mikil hækkunaráhrif í einum mánuði síðan í mars 2012.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri skýrði nefndarmönnum frá breytingum á gjaldeyrislögum sem samþykktar voru á Alþingi 9. mars og þeim breytingum sem lagðar væru til í frumvarpi til laga um breytingar á lögum um gjaldeyrislögum sem lægi nú fyrir Alþingi. Aðstoðarseðlabankastjóri greindi nefndinni frá niðurstöðum nýútkominnar skýrslu bankans um undirliggjandi erlenda stöðu þjóðarbúsins og greiðslujöfnuð.

Nefndin ræddi nýlega gengisþróun krónunnar en viðskiptavegið meðalgengi krónunnar hafði hækkað um 4,5% frá fundi peningastefnunnar í byrjun febrúar. Taldi nefndin að ákvörðun Seðlabankans um að hætta um hríð reglubundnum kaupum gjaldeyris og styðja við gengi krónunnar með inngripum á gjaldeyrismarkaði hefði, ásamt öðrum aðgerðum, reynst árangursrík. Aðgerðir bankans hefðu dregið úr hættu á að sjálfuppfylltar væntingar um lækkun gengis veiktu krónuna enn frekar og hefðu þær þannig stutt við peningastefnuna.

Nefndarmenn töldu að miðað við þær upplýsingar sem birst höfðu frá síðasta fundi nefndarinnar væru rök fyrir að halda vöxtum bankans óbreyttum eða hækka þá um 0,25 prósentur. Fyrstu mælingar á hagvexti síðasta árs sýndu minni vöxt en spáð var í febrúar síðastliðnum. Hagvöxtur á árinu 2011 var aftur á móti endurmetinn til hækkunar. Áfram væru horfur á hægum efnahagsbata og væru leiðandi vísbendingar af vinnumarkaði í samræmi við það. Verðbólga reyndist hins vegar töluvert meiri í febrúar en reiknað hafði verið með. Á móti vó hækkun á gengi krónunnar frá því í febrúar.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vöxtum yrði haldið óbreyttum: innlánsvöxtum (vöxtum á viðskiptareikningum) í 5%, hámarksvöxtum á 28 daga innstæðubréfum í 5,75%, vöxtum af lánum gegn veði til sjö daga í 6% og daglánvöxtum í 7%. Fjórir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra og voru sammála um að nýjar upplýsingar væru að mestu í takt við spá bankans sem birt var í *Peningamálum* í febrúar. Einn nefndarmaður greiddi hins vegar atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra og vildi hækka stýrivexti um 0,25 prósentur. Benti hann á að verðbólguhorfur til næstu missera hefðu versnað frá síðasta fundi þrátt fyrir að gengi krónunnar hefði styrkst. Verðbólguvæntingar til langs tíma væru enn háar og töluverður undirliggjandi verðbólgu- og launaþrýstingur til staðar og því væri brýnt að auka taumhald peningastefnunnar þrátt fyrir veikari efnahagsbata.

Nefndarmenn voru sammála um að þótt heldur hafi hægt á efnahagsbatanum um sinn héldi slakinn í þjóðarbúskapnum áfram að minnka. Laust taumhald peningastefnunnar styddi við efnahagsbatann. Minnki verðbólga hins vegar hæggar en áður var spáð þurfi að draga úr slaka peningastefnunnar fyrr en ella. Áfram gildi að eftir því sem slakinn hyrfi úr þjóðarbúskapnum yrði einnig nauðsynlegt að slaki peningastefnunnar hverfi. Að hve miklu leyti aðlögunin ætti sér stað með hærri nafnvöxtum Seðlabankans færi eftir framvindu

verðbólgunnar, sem myndi ráðast að miklu leyti af þróun gengis krónunnar og launaákvörðunum á komandi misserum.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

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 15. maí 2013.