*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

# Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, maí 2013

## Birt: 29. maí 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 lögin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 10. og 14. maí 2013, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 15. maí 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 20. mars, eins og þær birtust í spá og óvissumati í *Peningamálum* 2013/2 15. maí.

### Fjármálamarkaðir

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 2,6% hærra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í maí en á fundi hennar í mars. Milli funda hafði gengi krónunnar styrkst um 2,4% gagnvart evru, um 2,5% gagnvart Bandaríkjadal og 1,4% gagnvart sterlingspundi. Gengi krónunnar á aflandsmarkaði hafði hækkað milli funda og voru tilboð á bilinu 201-233 krónur fyrir evru.

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 196 ma.kr. það sem af er ári sem er nokkur aukning frá sama tímabili í fyrra.

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til næstu fimm ára var 3,2% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði lækkað um rúmlega prósentu frá marsfundinum. Verðbólguálagið næstu fimm ár eftir fimm ár var 3,5% og hafði lækkað um rúmlega 0,2 prósentur. Miðað við miðgildi svara í nýlegri könnun Seðlabankans væntu markaðsaðilar þess að verðbólga yrði að meðaltali 4,2% á næstu fimm árum sem er lítillega minni verðbólga en þeir höfðu vænst í síðustu könnun (sjá nánari umfjöllun um könnun Seðlabankans hér að neðan).

Ætla má að virkir nafnstýrivextir séu um þessar mundir nálægt einföldu meðaltali innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa. Samkvæmt meðaltali mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum voru raunstýrivextir 1,5% þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í maí og höfðu hækkað um 0,7 prósentur frá marsfundinum. Þeir höfðu hækkað um 1,5 prósentur miðað við tólf mánaða verðbólgu og um 1,6 prósentur miðað við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði og mældust annars vegar 2% og hins vegar 2,3%.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands hafði haldist nánast óbreytt milli funda og var um 1,5 prósentur. Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs, sem lesa má út úr mun á vöxtum skuldabréfa ríkissjóðs í Bandaríkjadölum og sambærilegra bréfa ríkissjóðs Bandaríkjanna, var einnig óbreytt milli funda. Vaxtamunurinn á fimm ára og tíu ára ríkisbréfum þessara landa var um 1,8 prósentur og 2 prósentur.

Óbreyttir vextir Seðlabankans í maí virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn og voru í samræmi við væntingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja. Flestar greiningardeildir nefndu sem rök fyrir óbreyttum vöxtum að krónan hefði styrkst talsvert frá síðustu ákvörðun, raunvextir bankans hefðu hækkað með hjaðnandi verðbólgu og nýjar vísbendingar bentu til hægari vaxtar en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Óvissa um stefnu næstu ríkisstjórnar var nefnd sem rök fyrir að halda vöxtum óbreyttum en þensluhvetjandi kosningaloforð sem rök fyrir hækkun vaxta.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 0,3% milli mánaða í mars en var um 2,6% minna en í sama mánuði í fyrra. Sé hins vegar litið fram hjá innlánum eignarhaldsfélaga dróst M3 saman um 0,7% milli ára í mars. 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.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI6, hafði lækkað um 5% milli funda. Markaðsvirði skráðra félaga á aðalmarkaðnum í byrjun maí nam um 438 ma.kr. eða u.þ.b. 25% af vergri landsframleiðslu ársins 2012.

**Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum**

Í nýjustu spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í apríl, var spáð minni hagvexti í heiminum í ár en sjóðurinn hafði spáð í janúar. Hið sama á við um spána fyrir alþjóðaviðskipti. Óvissan í spánni er ennþá niður á við en hún hefur minnkað í kjölfar efnahagsaðgerða stjórnvalda víða um heim. Allar spár um hagvöxt einstakra ríkja hafa verið endurskoðaðar niður á við nema fyrir Japan. Áfram er búist við samdrætti á evrusvæðinu, veikum hagvexti í Bretlandi en nokkru meiri hagvexti í Bandaríkjunum. Almennt gerir Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn ráð fyrir svipaðri verðbólgu og í janúar. Gert er ráð fyrir lítillega meiri verðbólgu í þróuðum ríkjum en litlu minni verðbólgu í nýmarkaðsríkjum. Sjóðurinn

spáir örlitlu minni hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár en í janúar eða 0,9% samanborið við 1,2% þá.

Afgangur af vöruviðskiptum Íslands nam 9,3 ma.kr. í mars og 5,1 ma.kr. í apríl samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar. Verðmæti bæði út- og innflutnings jókst talsvert milli ára í apríl, en innflutningur jókst sýnu meir en útflutningur. Fyrstu fjóra mánuði ársins hefur verðmæti útflutnings aukist um rúmlega 1½% frá sama tíma árið áður og verðmæti innflutnings dregist saman um rúmlega ½%. Að verðmæti útflutnings hafi ekki aukist meira skýrist af því að verðmæti útfluttra iðnaðarvara fyrstu fjóra mánuði ársins dróst lítillega saman frá sama tíma í fyrra. Samdrátt í verðmæti innflutnings má einkum rekja til minni innflutnings flutningstækja (aðallega flugvéla) og lítils háttar samdráttar í verðmæti innfluttra hrá- og rekstrarvara.

Álverð hefur lækkað lítillega frá fundi peningastefnunefndar í mars. Meðalverðið í apríl var tæplega 3% lægra en í mars og rúmlega 9% lægra en á sama tíma í fyrra. Verð sjávarafurða hækkaði lítillega í mars frá fyrri mánuði eftir að hafa lækkað sex mánuði í röð.

**Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Skráð atvinnuleysi, sem Vinnumálastofnun birtir, eykst að jafnaði milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins en stóð hins vegar í stað í ár. Má rekja það til þess að bráðabirgðaákvæði laga sem lengdi atvinnuleysisbótarétt úr þremur árum í fjögur féll úr gildi um síðustu áramót. Skráð atvinnuleysi var 5,4% á fjórðungnum en 4,6% að teknu tilliti til árstíðar og hafði lækkað um 0,7 prósentur frá fyrri fjórðungi. Þeir sem eru í virkri atvinnuleit mælast áfram atvinnulausir í tölum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands óháð bótarétti. Mældist atvinnuleysi þar heldur meira eða 5,8% á fjórðungnum og 5,3% að teknu tilliti til árstíðarsveiflu sem er óbreytt frá fyrri fjórðungi.

Launavísitalan hækkaði um 2,4% á milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins og nam árshækkun vísitölunnar 5,2%. Kaupmáttur launa jókst um 0,8% milli fjórðunga og um 0,9% milli ára.

Samkvæmt niðurstöðum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands jókst vinnuaflseftirspurn heldur meira á fyrsta fjórðungi ársins en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*. Þá var gert ráð fyrir 1,5% fjölgun heildarvinnustunda frá fyrra ári en reyndin varð 2,5%. Fjölgunin stafar af fjölgun starfandi fólks um 2,7%, en meðalvinnustundir á mann stóðu nánast í stað.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem var birt í lok apríl, hækkaði um 1,8% frá fyrri mánuði en um 1% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, var óbreytt milli mánaða í mars en lækkaði um tæplega 0,2% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Um 10% fleiri kaupsamningum var þinglýst á landinu öllu á fyrsta fjórðungi ársins samanborið við sama tíma í fyrra.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á fyrsta ársfjórðungi benda til þess að nokkuð hafi dregið úr vexti hennar. Greiðslukortavelta fyrstu þriggja mánaða ársins dróst t.a.m. saman um 0,7% frá sama tíma í fyrra og umtalsvert hægði á fjölgun nýskráðra bifreiða. Nýskráningum hafði þó fjölgað um rúmlega 30% milli ára á fyrsta ársfjórðungi, sem er talsvert minni fjölgun en verið hefur undanfarin misseri. Í apríl voru nýskráningar bifreiða 13% færri en í sama mánuði í fyrra.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup hafa væntingar neytenda það sem af er ári verið heldur jákvæðari en undir lok síðasta árs. Í apríl lækkuðu væntingar þeirra hins vegar lítillega frá fyrri mánuði. Allar undirvísitölur lækkuðu í apríl og lækkaði mat á núverandi ástandi mest. Það sem af er ári hefur vísitalan mælst að meðaltali 17% hærri en á sama tímabili í fyrra.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í maí hafa verðbólguvæntingar þeirra lækkað frá síðustu könnun í febrúar. Þeir gera ráð fyrir að ársverðbólga verði 4% bæði eftir eitt og tvö ár sem er um ½ prósentu lækkun frá síðustu könnun. Langtímaverðbólguvæntingar þeirra hafa hins vegar lítið breyst og eru rétt yfir 4%.

Verðbólga hefur hjaðnað undanfarna mánuði. Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,2% í apríl frá fyrri mánuði í kjölfar 0,2% hækkunar í mars. Ársverðbólga mældist 3,3% í apríl og hafði hjaðnað úr 4,8% í febrúar. Undirliggjandi ársverðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa nam 4,2% og hjaðnaði úr 5,1% í febrúar.

Bensínverð hefur lækkað töluvert síðan í febrúar og námu áhrif bensínverðslækkana á vísitölu neysluverðs um ½ prósentu í mars og apríl. Hækkun vísitölu neysluverðs í apríl var að mestu leyti tilkomin vegna hækkunar markaðsverðs húsnæðis, einkum á landsbyggðinni, og hækkaði verðið um 1,8% á landinu öllu. Nýleg gengishækkun virðist hafa haft lítils háttar áhrif á verðlagsþróun innfluttrar vöru í mars og apríl, einkum til lækkunar á verði nýrra bíla.

Samkvæmt þeirri spá sem birt var í *Peningamálum* 15. maí hafa verðbólguhorfur heldur batnað í kjölfar gengisstyrkingar krónunnar þrátt fyrir að verðbólga hafi reynst heldur meiri á fyrsta fjórðungi ársins en spáð var í *Peningamálum* í febrúar. Meiri framleiðsluslaki á næsta ári en áður var gert ráð fyrir dregur úr verðbólguþrýstingi þótt meiri launaþrýstingur vegi upp á móti. Spáð er að meðalverðbólga á þessu ári verði 3,8% og 2,7% á næsta ári. Gert er ráð fyrir að verðbólga verði við verðbólgumarkmið Seðlabankans á fyrri hluta næsta árs, sem er heldur fyrr en gert var ráð fyrir í febrúar.

Þrátt fyrir að óvissa og ótti um nýjan efnahagssamdrátt hafi minnkað hafa alþjóðleg efnahagsumsvif verið minni en áður var spáð og alþjóðlegar hagvaxtarhorfur versnað. Þó er gert ráð fyrir að alþjóðlegur hagvöxtur taki að glæðast nokkuð þegar líða tekur á þetta ár, þótt áfram sé reiknað með fremur hægfara efnahagsbata.

Horfur eru á að hrávöru- og olíuverð verði lægra en spáð var í febrúar. Þrátt fyrir það hafa horfur um þróun viðskiptakjara versnað. Það má rekja til þess að verð sjávarafurða hefur lækkað nokkuð og er nú gert ráð fyrir enn frekari lækkun á næstu tveimur árum í takt við almenna þróun alþjóðlegs hrávöru- og matvælaverðs og hægan hagvöxt á helstu markaðssvæðum. Þróun álverðs hefur að sama skapi verið töluvert óhagstæðari en spáð var í febrúar. Á móti því vegur að nú er spáð heldur meiri vexti útflutnings meginhluta spátímans. Skýrist það af auknum þjónustuútflutningi en horfur um vöruútflutning hafa versnað. Gert er ráð fyrir að útflutningur vöru og þjónustu vaxi um tæplega 3% í ár og ríflega 2% á ári að meðaltali á næstu tveimur árum. Vegna hagstæðari útflutningshorfa og hægari vaxtar innflutnings er spáð stærra framlagi utanríkisviðskipta til hagvaxtar í ár og á næstu tveimur árum en gert var ráð fyrir í febrúar.

Talið er að afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði verði tæplega 7% af vergri landsframleiðslu í ár, sem er lítillega minni afgangur en spáð var í febrúar. Horfur eru á að afgangurinn minnki á næstu tveimur árum einkum sakir versnandi viðskiptakjara en einnig vegna hægari vaxtar útflutnings. Gert er ráð fyrir afgangi er nemur 4½% af landsframleiðslu á næsta ári og tæplega 3½% árið 2015.

Samkvæmt opinberu uppgjöri er áætlað að halli á viðskiptajöfnuði nemi 1½% af landsframleiðslu í ár. Hins vegar er talið að ríflega 4% afgangur verði á undirliggjandi viðskiptajöfnuði (þ.e. jöfnuði þar sem leiðrétt hefur verið fyrir reiknuðum tekjum og gjöldum innlánsstofnana í slitameðferð og áhrifum uppgjörs búa þeirra og fyrir lyfjafyrirtækinu Actavis). Spáð er að undirliggjandi afgangur á viðskiptajöfnuði minnki heldur er líður á spátímann. Gert er ráð fyrir að undirliggjandi viðskiptaafgangur verði tæplega 1% af landsframleiðslu á næsta ári en að lítils háttar halli verði árið 2015. Það er heldur óhagstæðari þróun en í febrúarspánni.

Spáð er að innlend eftirspurn á þessu ári standi nánast í stað milli ára en í febrúar var spáð 1,3% vexti. Leiðandi vísbendingar benda til þess að einkaneysla hafi verið veik á fyrsta ársfjórðungi og í ár er því spáð að hún vaxi um ½ prósentu minna en gert var ráð fyrir í febrúar eða um 2,2%. Helsta ástæða hægari vaxtar innlendrar eftirspurnar í ár er þó að horfur um vöxt fjárfestingar hafa breyst umtalsvert. Gert er ráð fyrir að atvinnuvegafjárfesting dragist saman um 23% í ár frá fyrra ári í stað 11½% samdráttar í febrúarspánni og að fjármunamyndun í heild minnki um 9% í ár í stað 1% í febrúarspánni. Er sú niðurstaða m.a. byggð á nýjum upplýsingum úr könnun Seðlabankans á fjárfestingaráformum innlendra fyrirtækja. Á næstu tveimur árum er gert ráð fyrir auknum krafti í innlendri eftirspurn og að hún aukist um 4½% á ári. Horfurnar hafa þó versnað frá því í febrúar, en þá var spáð tæplega 1 prósentu meiri vexti hvort árið.

Hægari alþjóðlegur hagvöxtur og verri viðskiptakjör eiga þátt í minni hagvexti hér á landi. Búist er við að hagvöxtur á þessu ári verði 1,8%. Það er heldur minni vöxtur en spáð var í febrúar en þá var gert ráð fyrir 2,1% hagvexti í ár. Á móti hægari vexti innlendrar eftirspurnar vegur þó nokkru jákvæðara framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar en spáð var í febrúar.

Hagvaxtarhorfur til næstu tveggja ára eru einnig taldar lakari en í febrúar. Nú er búist við 3% hagvexti á næsta ári en í febrúar var spáð 3,7% vexti. Árið 2015 er nú spáð 3,5% hagvexti í stað 3,9% í febrúarspánni. Gangi þessi spá eftir verður hagvöxtur 2,8% að meðaltali á spátímanum sem er svipað og meðalhagvöxtur síðustu þrjátíu ára.

Atvinnuleysishorfur eru lítið breyttar frá febrúar þrátt fyrir lakari hagvaxtarhorfur. Í spánni er gert ráð fyrir að skráð atvinnuleysi verði um 4,6% á síðasta fjórðungi þessa árs og um 4% í lok spátímans um mitt ár 2016. Lakari hagvaxtarhorfur hafa hins vegar í för með sér að gert er ráð fyrir því að vinnuaflseftirspurn aukist hægar á næstu árum en áætlað var í síðustu spá. Hægari fjölgun heildarvinnustunda nær þó ekki að vega á móti lakari hagvaxtarhorfum. Því er gert ráð fyrir hægari framleiðnivexti á spátímanum en í febrúarspánni. Samkvæmt spánni mun launakostnaður á framleidda einingu hækka um ríflega 3½% á ári að meðaltali, sem er meira en spáð var í febrúar.

Miðað við hagvaxtartölur Hagstofunnar og mat Seðlabankans á vexti framleiðslugetu þjóðarbúsins áætlar Seðlabankinn að slakinn í þjóðarbúinu hafi numið 1,3% af framleiðslugetu á fyrsta fjórðungi þessa árs sem er það sama og gert var ráð fyrir í febrúar. Matið á framleiðsluslakanum fyrir þetta ár er jafnframt nánast hið sama og þá var áætlað eða tæplega 1%. Í lok næsta árs er hins vegar spáð lítils háttar slaka en febrúarspáin gerði ráð fyrir að slakinn yrði þá horfinn. Þetta mat byggist á því að þótt vöxtur framleiðslugetu sé smám saman að taka við sér eftir fjármálakreppuna, verði hann undir langtímaleitnivexti meginhluta spátímans.

Grunnspáin sem kynnt er í *Peningamálum* endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála næstu þrjú árin. Eins og ávallt eru nokkrir mikilvægir óvissuþættir í spánni.

Það á einkum við um hagvaxtarhorfur á helstu útflutningsmörkuðum Íslands. Óhagstæðari þróun þar gæti grafið undan vexti útflutnings hér á landi og rýrt viðskiptakjör þjóðarbúsins enn frekar. Horfur um gengi krónunnar eru óvissar en þar mun vegast á þrýstingur á krónuna í tengslum við endurgreiðslur erlendra lána annars vegar og hins vegar afgangur á viðskiptum við útlönd, sem gert er ráð fyrir að verði nokkur framan af spátímabilinu enda núverandi raungengi líklega undir langtímajafnvægisgildi sínu. Töluverð óvissa er um horfur í opinberum fjármálum og hve hratt muni ganga að rétta af fjárhag hins opinbera. Launaþróun er einnig óviss í ljósi kjarasamninga sem eru framundan. Fari hún úr böndunum er hætt við því að verðbólguhorfur versni vegna aukinnar innlendrar verðbólgu. Einnig gæti hægt á innlendum efnahagsbata ef fyrirtæki mæta að einhverju leyti auknum launakostnaði með minni vinnuaflsnotkun. Mikil skuldsetning heimila og fyrirtækja skapar einnig óvissu um bata innlendrar eftirspurnar þar sem hún gæti orðið meiri dragbítur á hagvöxt en reiknað er með í grunnspánni. Óvissa um verðbólguhorfur varðar einkum gengi krónunnar, en þróun hrávöru- og olíuverðs á alþjóðamörkuðum og skekkjur í mati á framleiðsluspennu gætu einnig valdið umtalsverðum frávikum frá spáðri verðbólgu, einkum í ljósi þess að langtímaverðbólguvæntingar skortir enn trausta kjölfestu.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri fjallaði um nýliðna þróun á gjaldeyrismarkaði og inngrip bankans. Nefndin hafði einnig hist á aukafundi 16. apríl til að ræða gjaldeyriskaupa- og inngripastefnu bankans. Samkvæmt lögum um Seðlabanka Íslands skal nefndin taka ákvarðanir um beitingu stjórntækja bankans. Þar er kveðið á um að viðskipti á gjaldeyrismarkaði sem hafa það að markmiði að hafa áhrif á gengi krónunnar séu eitt af stjórntækjunum. Aukin notkun gjaldeyrisinngripa er einnig í samræmi við tillögur Seðlabankans um endurbætur rammans um verðbólgumarkmiðið (sjá t.d. umfjöllun í „Peningastefnan eftir höft“, *Sérrit* nr. 4, desember 2010).

Frá síðastliðnu sumri hefur gengi krónunnar sveiflast meira en misserin á undan, þótt flökt hennar hafi verið ívið minna en flökt ýmissa annarra fljótandi gjaldmiðla og munur há- og lággilda ekki meiri en gengur og gerist. Þegar fundur nefndarinnar var haldinn 16. apríl hafði viðskiptavegið gengi krónunnar hækkað um 12,3% frá því að það varð lægst 30. janúar. Nefndarmenn voru sammála um að eðlilegt væri að hafa áhrif á gjaldeyrisviðskipti aðila sem standa frammi fyrir þungum erlendum afborgunum með tilliti til áhrifa þeirra á gengi krónunnar.

Þegar fundur nefndarinnar var haldinn í maí hafði viðskiptavegið gengi krónunnar lækkað um 3,1% frá aprílfundinum. Nefndarmenn höfðu áhyggjur af því að þrátt fyrir að verðbólga væri nú nær markmiði en hún hefur verið síðan hún jókst í framhaldi af kjarasamningum vorið 2011, kynni óvissa um gengisþróun á komandi misserum að stuðla að þrálátari verðbólguvæntingum en ella og hægja á hjöðnun verðbólgu í kjölfar hækkunar á gengi krónunnar á þessu ári.

Þar sem dregið hafði úr gjaldeyrismisvægi í efnahagsreikningum fjármálastofnana og gengi krónunnar verið nálægt því sem að óbreyttu mætti ætla að nægði til þess að ná verðbólgumarkmiðinu á næstu misserum taldi nefndin að frekari forsendur hefðu skapast fyrir aukinni virkni Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði á næstunni. Í samræmi við fyrri yfirlýsingar nefndarinnar væri eðlilegt að Seðlabankinn noti þau stjórntæki sem hann hefur yfir að ráða til þess að draga úr gengissveiflum. Voru nefndarmenn sammála um að í þeim efnum væri eðlilegt að miða við stöðu krónunnar að undanförnu. Þannig mætti stuðla að

því að innlent verðlag aðlagist sterkari krónu fyrr en ella og að verðbólguvæntingar lækki. Verðbólgumarkmiðið gæti þá hugsanlega náðst fyrr en í fyrirliggjandi spá, en það væri þó háð þróun annarra þátta. Nefndarmenn voru sammála um að yrðu verulegar breytingar á ytri skilyrðum þjóðarbúsins eða aðrir þættir efnahagsstefnunnar græfu undan efnahagslegum stöðugleika yrði stefnan um viðskipti á gjaldeyrismarkaði tekin til endurskoðunar. Yrði þá sérstaklega horft til stefnunnar í ríkisfjármálum og hvort kjarasamningar og launaþróun væru í samræmi við verðbólgumarkmiðið. Áður en afgerandi skref yrðu stigin varðandi losun hafta á almennt fjármagnsútstreymi væri einnig nauðsynlegt að endurmeta stefnuna og hið sama ætti við ef teknar yrðu ákvarðanir er varða umgjörð peningastefnunnar.

Nefndin lagði áherslu á að stefna hennar um aðgerðir á gjaldeyrismarkaði á komandi misserum fæli ekki í sér yfirlýsingu um fastgengisstefnu enda myndi það fela í sér breytingu á ramma peningastefnunnar, sem samkvæmt lögum um Seðlabanka Íslands verður ekki gerð nema að fengnu samþykki ríkisstjórnar.

Nefndarmenn töldu rétt að Seðlabankinn leitist áfram við að auka óskuldsettan gjaldeyrisforða eftir því sem aðstæður leyfa. Aukinn óskuldsettur forði væri hins vegar langtímamarkmið og framkvæmd stefnunnar verður háð bæði stöðu og hreyfingum krónunnar, sem að nokkru leyti ráðast af mis-fyrirsjáanlegum fjármagnshreyfingum. Gjaldeyriskaup Seðlabankans ættu því m.a. að taka mið af sterkri tilhneigingu til lækkunar gjaldeyrisskulda annarra aðila, einkum á meðan verðbólga er enn yfir markmiði bankans. Gjaldeyrir sem keyptur yrði til þess að mæta tímabundnu og í einhverjum tilvikum árstíðarbundnu innflæði ætti í samræmi við ofangreinda stefnu að nota til þess að styðja við krónuna þegar innstreymi snýst í gjaldeyrisútstreymi.

Að lokum ræddu nefndarmenn skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika*, sem var birt 30. apríl, stöðu fjármálastofnana og framvinduna við endurskipulagningu skulda einkageirans.

Nefndarmenn voru sammála um að miðað við þær upplýsingar sem birst höfðu frá síðasta fundi nefndarinnar væru rök fyrir að halda vöxtum bankans óbreyttum. Í samræmi við hægari alþjóðlegan hagvöxt hefði dregið úr hagvexti hér á landi og viðskiptakjör hefðu rýrnað. Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 15. maí eru horfur á að innlendur hagvöxtur verði í ár og yfir spátímabilið heldur minni en Seðlabankinn spáði í febrúar, en eigi að síður nálægt meðalhagvexti undanfarinna þriggja áratuga. Batinn á vinnumarkaði héldi áfram, með fjölgun starfandi og minna atvinnuleysi. Verðbólga hafði hjaðnað í takt við spár bankans og mældist 3,3% í apríl. Undirliggjandi verðbólga og verðbólguvæntingar væru þó hærri. Eigi að síður væri því spáð að verðbólgumarkmiðið næðist heldur fyrr en áður var gert ráð fyrir. Vegist þar á minni hagvöxtur og hærra gengi krónunnar annars vegar og meiri hækkun launa og minni framleiðnivöxtur hins vegar. Miðað við þetta töldu nefndarmenn að núverandi vaxtastig veitti nægilegt aðhald og að gera mætti ráð fyrir að það ykist eftir því sem verðbólga hjaðnaði. Einn nefndarmaður taldi viðbótarrök fyrir óbreyttu vaxtastigi að nú þegar þjóðarbúskapurinn er að ná sér á strik væri æskilegt að vaxtastefnan hvetji til innlends sparnaðar sem sé forsenda þess viðskiptaafgangs sem þurfi til þess að standa undir afborgunum af erlendum lánum og kaupum á óskuldsettum gjaldeyrisforða og mikilvæg undirstaða aukinnar innlendrar fjárfestingar.

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 daglánavöxtum í 7%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndarmenn voru sammála um að þótt heldur hafi hægt á efnahagsbatanum um sinn héldi slakinn í þjóðarbúskapnum áfram að minnka. Laust taumhald peningastefnunnar hefði stutt við efnahagsbatann á undanförnum misserum. Áfram gilti að eftir því sem slakinn hyrfi úr þjóðarbúskapnum væri nauðsynlegt að slaki peningastefnunnar hyrfi einnig. Að hve miklu leyti aðlögunin ætti sér stað með hærri nafnvöxtum Seðlabankans færi eftir framvindu verðbólgunnar, sem myndi ráðast að miklu leyti af þróun launa og gengishreyfingum krónunnar. Auk þess þyrfti peningastefnan hverju sinni að taka mið af stefnunni í opinberum fjármálum og öðrum þáttum sem hafa áhrif á eftirspurn.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhagfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 12. júní 2013.