



# SKÝRSLA PENINGASTEFNUNEFNDAR TIL ALÞINGIS

2013 • 1



# Skýrsla peningastefnunefndar til Alþingis

5. júlí 2013

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 reglulega fundi, síðast 12. júní, og tvo aukafundi. Eftirfarandi skýrsla fjallar um störf nefndarinnar frá janúar til júní 2013.

## Mótun peningastefnunnar

Eins og kveðið er á um í lögum um Seðlabanka Íslands er það meginmarkmið hans að stuðla að stöðugu verðlagi. Þetta markmið er útfært nánar sem 2½% verðbólguþröngun í sameiginlegri yfirlýsingu bankans og ríkisstjórnar frá 27. mars 2001. Í lögum um Seðlabanka Íslands er jafnframt kveðið á um að hann skuli stuðla að framgangi stefnu ríkisstjórnarinnar í efnahagsmálum, enda telji hann það ekki ganga gegn meginmarkmiði sínu um stöðugt verðlag. Þá skal bankinn stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, þ.m.t. greiðslukerfi í landinu og við útlönd. Peningastefnunefnd tekur samkvæmt lögunum ákvarðanir um beitingu stjórnþátta bankans í peningamálum sem eru vextir bankans, viðskipti við lánastofnanir önnur en þrautavarálán, bindiskylda og viðskipti á gjaldeyrismarkaði sem hafa það að markmiði að hafa áhrif á gengi krónunnar. Ákvarðanir peningastefnunefndar skulu byggjast á vönduðu mati á ástandi og horfum í efnahags- og peningamálum og fjármálastöðugleika.

Við framkvæmd peningastefnunnar byggir peningastefnunefndin ákvarðanir sínar m.a. á mati á stöðu efnahagsmála og horfum um þjóðarþróun 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 janúar til júní 2013

Peningastefnunefnd Seðlabankans hefur haldið vöxtum Seðlabankans óbreyttum síðan í nóvember 2012. Veðlávextir bankans hafa því haldist 6%, vextir á viðskiptareikningum 5%, vextir á innstæðubréfum 5,75% og daglávextir 7% (sjá töflu 1 og mynd 1). Þar sem lausafjárstaða fjármálakerfisins er tiltölulega rúm er eftirspurn fjármála-

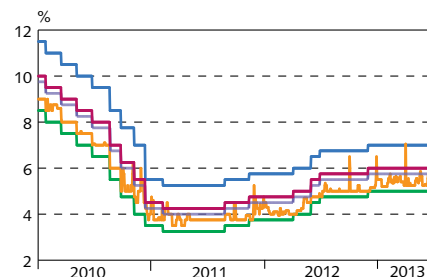
Tafla 1. Vextir Seðlabanka Íslands 2013 (%)

| Dags.      | Viðskiptareikningur | 28 daga innstæðubréf (hámark) | 7 daga veðlán | Daglávextir |
|------------|---------------------|-------------------------------|---------------|-------------|
| 12. júní   | 5,00                | 5,75                          | 6,00          | 7,00        |
| 15. maí    | 5,00                | 5,75                          | 6,00          | 7,00        |
| 20. mars   | 5,00                | 5,75                          | 6,00          | 7,00        |
| 6. febrúar | 5,00                | 5,75                          | 6,00          | 7,00        |

Mynd 1

Vextir Seðlabankans og skammtíma-markaðsvextir

Daglegar tölur 1. janúar 2010 - 28. júní 2013



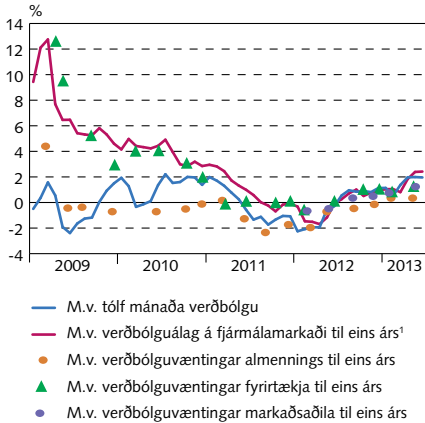
— Daglávextir  
— Vextir á veðlánnum  
— Vextir til einnar nætur á millibankamarkaði  
— Hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum  
— Vextir á viðskiptareikningum

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Raunvextir Seðlabanka Íslands

Janúar 2009 - júní 2013



1. Raunvextir m.v. verðbólguálag á fjármálamarkaði reiknaðir út frá mismun overþryggða og verðtryggða vaxtarófsins (meðaltal mánaðar). Fram til apríl 2009 er miðað við veðlánvexti bankans sem virka vexti bankans, milli apríl og september 2009 er miðað við innlánsvexti Seðlabankans en frá september 2009 er miðað við meðaltal innlánsvaxta og hámarksvaxta á innstæðubréfum með 28 daga binditíma.  
Heimildir: Capacent Gallup, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

fyrirtækja eftir lausafjárþyrngreiðslu frá Seðlabankanum takmörkuð og því liggja virkir vextir bankans nærri innlánsvöxtum hans. Miðað við einfalt meðaltal vaxta á innlánsreikningum fjármálafyrirtækja í Seðlabankanum og hámarksvaxta innstæðubréfa voru virkir vextir því tæplega 5½% í lok júní 2013.

Þrátt fyrir að nafnvextir Seðlabankans hafi verið óbreyttir síðan í nóvember 2012 hefur taumhald peningastefnunnar styrkst í takt við hjaðnandi verðbólgu og verðbólguvæntingar. Virkir raunvextir bankans eru nú um 2% miðað við núverandi verðbólguvænting en um 1½% sé horft til meðaltals nokkurra mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar eða rúmlega 0,7 prósentum hærra en í upphafi þessa árs og um 1,7 prósentum hærra en þeir voru á sama tíma fyrir ári. Langtímaraunvextir á skuldabréfamarkaði hafa í meginatriðum þróast í takt við vexti bankans. Virkir raunvextir bankans hafa á undanförunum misserum verið undir því sem ætla má að samrýmist verðbólguþéttum þegar slaki verður horfinn úr þjóðarbúskapnum og hafa því stutt við efnahagsbatann.

Peningastefnunefnd ræddi sérstaklega, bæði á reglulegum fundum sínum en einnig á aukafundum í janúar og apríl, hvernig beita skyldi í auknum mæli inngripum á gjaldeyrismarkaði sem stjórnþæki bankans, en samkvæmt 24. grein laga nr. 36/2001, um Seðlabanka Íslands<sup>1</sup>, skal nefndin taka ákvarðanir um beitingu stjórnþækja bankans. Í lögunum er kveðið á um að viðskipti á gjaldeyrismarkaði sem hafa það að markmiði að hafa áhrif á gengi krónunnar séu eitt af stjórnþækjunum. Aukin notkun gjaldeyrissinngripa er einnig í samræmi við tillögur Seðlabankans um endurbætur rammans um verðbólguþéttum (sjá t.d. umfjöllun í „Peningastefnan eftir höft“, Sérítt nr. 4, desember 2010).

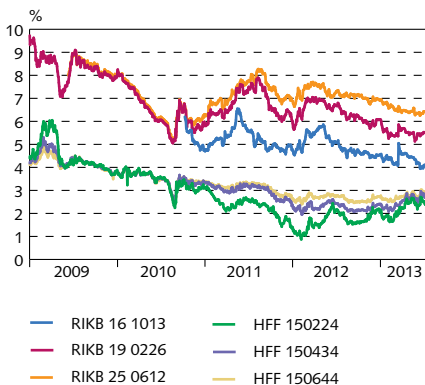
Ákvarðanir nefndarinnar um aukin inngrip voru teknar í ljósi þess að frá síðastliðnu sumri hafði gengi krónunnar sveiflast meira en misserin á undan. Flókt hennar hefur þó verið ívið minna en flókt ýmissa annarra fljótandi gjaldmiðla og munur há- og lággilda ekki meiri en gengur og gerist. Að mati nefndarinnar er markmið inngripa Seðlabankans að jafna flæði á gjaldeyrismarkaði og leitast þannig við að draga úr óhóflegum gengissveiflum og hættu á að sjálfuppfylltar væntingar magni sveiflu vegna tímabundinna þátta en ekki að verja ákveðið gengisstig. Með inngripum hefur nefndin talið að stuðla megi að því að innlent verðlag aðlagist fyrr en ella að þeirri styrkingu krónunnar sem varð á fyrri hluta ársins og að verðbólguvæntingar lækki. Seðlabankinn mun eftir sem áður stefna að því að byggja upp óskuldsettan gjaldeyrissforða með því að kaupa gjaldeyri á markaði en þar er um lengri tíma markmið að ræða.

Á fyrri helmingi ársins 2013 seldi Seðlabanki Íslands gjaldeyri fyrir 7,1 ma.kr. í beinum inngripum á millibankamarkaði með gjaldeyri. Seðlabankinn gerði einnig framvirkan þriggja mánaða samning

Mynd 3

Ávöxtunarkrafa skuldabréfa

Daglegar tölur 2. janúar 2009 - 28. júní 2013



Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. 24. gr. [Ákvarðanir um beitingu stjórnþækja bankans í peningamálum eru teknar af peningastefnunefnd. Stjórnþæki bankans teljast í þessu sambandi vera vaxtaákvarðanir hans, viðskipti við lánastofnanir önnur en tilgreind eru í 2. mgr. 7. gr., ákvörðun bindiskyldu skv. 11. gr. og viðskipti á gjaldeyrismarkaði skv. 18. gr. sem hafa það að markmiði að hafa áhrif á gengi krónunnar. Ákvarðanir peningastefnunefndar skulu grundvallast á markmiðum bankans og vönduðu mati á ástandi og horfum í efnahags- og peningamálum og fjármálastöðugleika.] <http://www.althingi.is/lagas/nuna/2001036.html>

við Landsbankann 18. febrúar 2013 sem fól í sér að Seðlabankinn seldi Landsbankanum gjaldeyri fyrir um 6 ma.kr. í þremur áföngum. Frá því að bankinn hóf regluleg kaup á gjaldeyri í ágúst 2010 þar til að tilkynnt var um að þau yrðu tímabundið lögð af 4. janúar 2013 höfðu hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans numið 59,7 ma.kr.

Viðskiptavegið gengi krónunnar hefur styrkst um rúmlega 7% frá ársbyrjun. Gengið hafði styrkst um rúmlega 12% í byrjun maí en hefur síðan þá veikst um 4½%. Styrkinguna á fyrri helmingi ársins má skoða í samhengi við ákvörðun peningastefnunar um aukin inn- grip á gjaldeyrismarkaði.

Ársverðbólga miðað við vísitölu neysluverðs hefur hjaðnað um tæplega prósentu síðan skýrsla peningastefnunar var síðast send Alþingi og mældist 3,3% í júní. Undirliggjandi ársverðbólga, mæld með kjarnavísitölu 3 sem undanskilur áhrif óbeinna skatta, sveiflu- kenndra matvöru-liða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxta- kostnaðar húsnæðislána, hefur hjaðnað nokkru minna og var 3,5% í júní. Undirliggjandi verðbólga samkvæmt kjarnavísitölu 4, sem undan- skilur til viðbótar markaðsverð húsnæðis, nam 3,2% og hjaðnaði úr 3,8% í desember sl. Á fyrsta og öðrum ársfjórðungi 2013 höfðu verðhækkanir á almennri þjónustu og aukinn kostnaður vegna húsnæðis mest áhrif á verðbólgu. Gengisstyrking krónunnar og lækkun bensínverðs vógu hins vegar upp á móti.

Á vaxtaákvörðunarfundi peningastefnunar í júní sl. kom fram að nokkur óvissa ríkti um áform í opinberum fjármálum á komandi árum. Taldi nefndin brýnt að jöfnuður næðist á ríkissjóði sem fyrst þannig að samspil stefnunnar í peninga- og ríkisfjármálum gæti með sem minnstum tilkostnaði stuðlað að ytra jafnvægi þjóðarþúsins, efnahagslegum stöðugleika og verðbólgu í samræmi við markmið.

## Ítarefni

Með þessari skýrslu fylgir eftirfarandi itarefni:

1. Yfirlýsingar peningastefnunar frá febrúar 2013.
2. Fundargerðir peningastefnunar frá febrúar 2013.
3. Yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabanka um verðbólgu markmið, mars 2001.

Fyrir hönd peningastefnunar Seðlabanka Íslands,

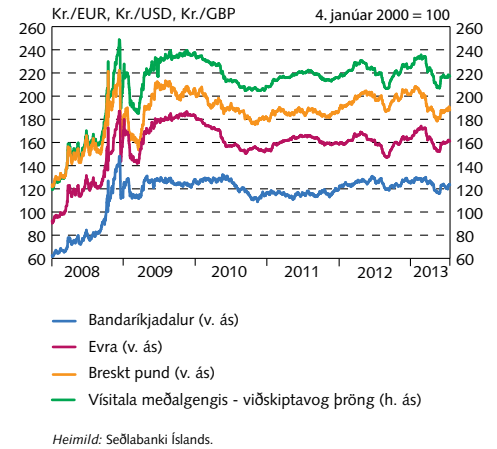


Már Guðmundsson

seðlabankastjóri og formaður peningastefnunar

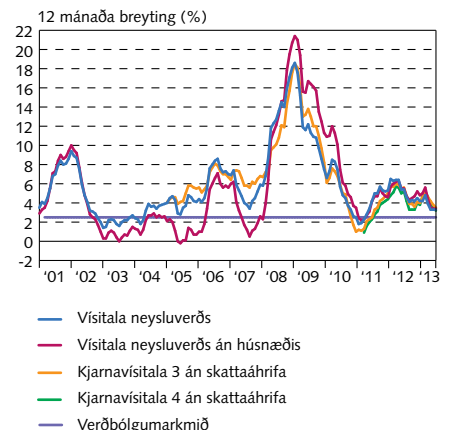
Mynd 4

Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum  
Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 28. júní 2013



Mynd 5

Verðbólga á ýmsa mælikvarða<sup>1</sup>  
Janúar 2001 - júní 2013



1. Kjarnavísitala 3 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána. Í kjarnavísitölu 4 er að auki markaðsverð húsnæðis undanskilið.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.





## Yfirlýsing peningastefnunefndar 6. febrúar 2013

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Nýlegar hagtölur benda til þess að hagvöxtur í fyrra hafi verið minni en áður var talið og horfur eru á hægari hagvexti í ár en spáð var í nóvember. Fjöldi unninna stunda í þjóðarbúskapnum hefur aukist minna en spáð var. Þótt hægari vöxtur dragi nokkuð úr verðbólguþrýstingi þegar líða tekur á spátímabilið vegur þyngra framan af að spáin byggist á lægra gengi krónunnar en í nóvember. Verðbólguhorfur eru því í stórum dráttum svipaðar og þá.

Lakari viðskiptakjör hafa að undanfögnu dregið úr afgangi vöru- og þjónustujafnaðar á sama tíma og þungi gjaldeyrissöfnunar vegna afborgana af erlendum lánum hefur verið mikill. Gengi krónunnar hefur því veikst. Töluverð óvissa er um hversu langvarandi þessi áhrif verða og þar með um þróun gengis á næstunni. Einnig er hætta á að sjálfuppfylltar væntingar um lækkun gengis veiki það enn frekar. Í ljósi þessara aðstæðna hefur Seðlabankinn ákveðið að hætta um hríð kaupum gjaldeyris og styðja við gengi krónunnar með inngrípum á gjaldeyrismarkaði.

Laust taumhald peningastefnunnar á undanfögnu misserum hefur stutt við efnahagsbatann. Hækkun vaxta undanfarið 1½ ár og hjöðnun verðbólgu hafa dregið umtalsvert úr slaka peningastefnunnar. Eftir því sem slakinn hverfur úr þjóðarbúskapnum er nauðsynlegt að slaki peningastefnunnar hverfi einnig. Að hve miklu leyti aðlögunin á sér stað með hærri nafnvöxtum Seðlabankans fer eftir framvindu verðbólgunnar, sem ræðst að miklu leyti af þróun gengis krónunnar og launaákvörðunum á komandi misserum.







## Yfirlýsing peningastefnunefndar 20. mars 2013

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Fyrstu mælingar á hagvexti síðasta árs sýna minni vöxt en spáð var í febrúar síðastliðnum. Hagvöxtur á árinu 2011 hefur aftur á móti verið endurmetinn til hækkunar. Áfram eru horfur á hægum efnahagsbata og eru leiðandi vísbendingar af vinnumarkaði í samræmi við það. Verðbólga reyndist hins vegar töluvert meiri í febrúar en reiknað hafði verið með. Á móti vegur hækkun á gengi krónunnar frá því í febrúar.

Ákvörðun Seðlabankans um að hætta um hríð reglubundnum kaupum gjaldeyris og styðja við gengi krónunnar með inngrípum á gjaldeyrismarkaði hefur, ásamt öðrum aðgerðum, reynst árangursrík. Aðgerðir bankans hafa dregið úr hættu á að sjálfuppfylltar væntingar um lækkun gengis veiki krónuna enn frekar og hafa þær þannig stutt við peningastefnuna.

Þótt heldur hafi hægt á efnahagsbatanum um sinn heldur slakinn í þjóðarbúskapnum áfram að minnka. Laust taumhald peningastefnunnar styður við efnahagsbatann. Minnki verðbólga hæggar en áður var spáð þarf að draga úr slaka peningastefnunnar fyrr en ella. Áfram gildir að eftir því sem slakinn hverfur úr þjóðarbúskapnum er nauðsynlegt að slaki peningastefnunnar hverfi einnig. Að hve miklu leyti aðlögunin á sér stað með hærri nafnvöxtum Seðlabankans fer eftir framvindu verðbólgunnar, sem ræðst að miklu leyti af þróun gengis krónunnar og launaákvörðunum á komandi misserum.





## Yfirlýsing peningastefnunefndar 15. maí 2013

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Í samræmi við hægari alþjóðlegan hagvöxt hefur dregið úr hagvexti hér á landi og viðskiptakjör hafa rýrnað. Horfur eru á að innlendir 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 heldur áfram, með fjölgun starfandi og minna atvinnuleysi. Verðbólga hefur hjaðnað í takt við spár bankans og mælist hún nú 3,3%. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu og verðbólguvæntingar eru þó hærri. Eigi að síður er því spáð að verðbólgu-markmiðið náist heldur fyrr en áður var gert ráð fyrir. Vegast þar á minni hagvöxtur og herra gengi krónunnar annars vegar og meiri hækkun launa og minni framleiðnivöxtur hins vegar.

Verðbólga er nær markmiði en hún hefur verið síðan hún jókst í framhaldi af kjarasamningum vorið 2011. Óvissa um gengisþróun á komandi misserum kann hins vegar að stuðla að þrálátari verðbólguvæntingum en ella og hægja á hjöðnun verðbólgu í kjölfar hækkunar á gengi krónunnar á þessu ári. Að undanfögnu hefur dregið úr gjaldeyrismisvægi í efnahagsreikningum fjármálastofnana og gengi krónunnar verið nálægt því sem að óbreyttu má ætla að nægi til þess að ná verðbólgu-markmiðinu á næstu misserum. Peningastefnunefndin telur að þessar aðstæður skapi forsendur fyrir aukinni virkni Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði á næstunni með það að markmiði að draga úr gengissveiflum miðað við stöðu krónunnar að undanfögnu. Er það í samræmi við fyrri yfirlýsingar nefndarinnar um mikilvægi þess að nota þau stjórnþæki sem hún hefur yfir að ráða til þess að stuðla að verðstöðugleika.

Eftir því sem aðstæður leyfa mun bankinn leitast við að auka óskuldsettan gjaldeyrisforða. Aukinn óskuldsettur forði er hins vegar langtíamarkmið og framkvæmd stefnunnar er háð bæði stöðu og hreyfingum krónunnar, sem að nokkru leyti ráðast af misfyrirsjáanlegum fjármagnshreyfingum. Gjalddeyriskaup Seðlabankans munu því m.a. taka mið af sterkri tilhneigingu til lækkunar gjaldeyrisskulda annarra aðila, einkum á meðan verðbólga er enn yfir markmiði bankans. Gjalddeyrir sem keyptur yrði til þess að mæta tímabundnu og í einhverjum tilvikum árstíðarbundnu innflæði mun í samræmi við ofangreinda stefnu verða notaður til þess að styðja við krónuna þegar það snýst í gjaldeyrisústreymi.

Peningastefnunefndin væntir þess að ofangreind stefna muni stuðla að því að innlent verðlag aðlagist sterkari krónu fyrr en ella og að verð-

bólguvæntingar lækki. Verðbólguþéttun gæti þá hugsanlega náðst fyrir en nú er spáð, en það er þó háð þróun annarra þátta. Verði verulegar breytingar á ytri skilyrðum þjóðarbúsins eða ef aðrir þættir efnahagsstefnunnar grafa undan efnahagslegum stöðugleika verður stefnan um viðskipti á gjaldeyrismarkaði tekin til endurskoðunar. Sérstaklega verður horft til stefnunnar í ríkisfjármálum og hvort kjarasamningar og launaþróun séu í samræmi við verðbólguþéttun. Áður en afgerandi skref eru stigin varðandi losun hafta á almennt fjármagnsútstreymi verður nauðsynlegt að endurmeta þessa stefnu og hið sama á við ef teknar yrðu ákvarðanir er varða umgjörð peningastefnunnar.

Þótt heldur hafi hægt á efnahagsbatanum um sinn heldur slakinn í þjóðarbúskapnum áfram að minnka. Laust taumhald peningastefnunnar hefur á undanförunum misserum stutt við efnahagsbatann. Áfram gildir að eftir því sem slakinn hverfur úr þjóðarbúskapnum er nauðsynlegt að slaki peningastefnunnar hverfi einnig. Að hve miklu leyti aðlögunin á sér stað með hærri nafnvöxtum Seðlabankans fer eftir framvindu verðbólgunnar, sem ræðst að miklu leyti af þróun launa og gengishreyfingum krónunnar. Auk þess þarf peningastefnan hverju sinni að taka mið af stefnunni í opinberum fjármálum og öðrum þáttum sem hafa áhrif á eftirspurn.



## Yfirlýsing peningastefnunefndar 12. júní 2013

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum.

Hagvöxtur virðist hafa verið heldur minni á fyrsta fjórðungi ársins en spáð var í *Peningamálum* í maí. Of snemmt er hins vegar að fullyrða að hagvaxtarhorfur fyrir árið í heild hafi versnað sakir þess að hagvaxtar-tölur eru oftar en ekki endurskoðaðar upp á við frá fyrstu tölum og nýjustu vísbendingar um eftirspurn benda til þess að efnahagsbatinn sé í stórum dráttum í samræmi við spá bankans.

Verðbólguhorfur hafa lítið breyst frá maíspánni. Verðbólga hefur minnkað á síðustu mánuðum og mælist nú 3,3%. Undirliggjandi verðbólga og verðbólguvæntingar hafa einnig hjaðnað en eru þó enn yfir verðbólgu-markmiði bankans.

Litlar breytingar hafa orðið á gengi krónunnar frá síðasta fundi peningastefnunefndar. Stefnan um viðskipti Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði sem nefndin hefur markað virðist hafa stuðlað að auknum stöðugleika krónunnar og er því til þess fallin að veita verðbólguvæntingum betri kjölfestu og stuðla að hraðari hjöðnun verðbólgu en ella.

Peningastefnan hverju sinni þarf að taka mið af stefnunni í opinberum fjármálum og öðrum þáttum sem hafa áhrif á eftirspurn í þjóðarbúskapnum. Nokkur óvissa ríkir um áform í opinberum fjármálum á komandi árum. Brýnt er að jöfnuður náist á ríkissjóði sem fyrst þannig að samspil stefnunnar í peninga- og ríkisfjármálum stuðli með sem minnstum tilkostnaði að ytra jafnvægi þjóðarbúsins, efnahagslegum stöðugleika og verðbólgu í samræmi við markmið.

Laust taumhald peningastefnunnar hefur á undanförunum misserum stutt við efnahagsbatann. Áfram gildir að eftir því sem slakinn hverfur úr þjóðarbúskapnum er nauðsynlegt að slaki peningastefnunnar hverfi einnig. Að hve miklu leyti aðlögunin á sér stað með breytingum nafnvaxta Seðlabankans fer eftir framvindu verðbólgunnar, sem ræðst að miklu leyti af þróun launa og gengishreyfingum krónunnar.





*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, febrúar 2013

Birt: 20. febrúar 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 4. og 5. febrúar 2013, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 6. febrúar 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 12. desember, eins og þær birtust í uppfærðri spá í *Peningamálum* 2013/1 6. febrúar.

### **Fjármálamarkaðir**

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 2,6% lægra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í febrúar en á fundi hennar í desember. Milli funda hafði gengi krónunnar veikt um 4,4% gagnvart evru og um 0,1% gagnvart Bandaríkjadal en styrkst um 1,8% gagnvart sterlingspundi. 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 um 0,1-0,75 prósentum hærri en vextir á viðskiptareikningum. Velta á millibankamarkaði nam alls 399 ma.kr. árið 2012 og minnkaði um 67 ma.kr. frá fyrra ári. Hún hélt áfram að dragast saman frá fyrra ári í janúar.

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til næstu fimm ára var rúmlega 4% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði lækkað lítillega frá desemberfundinum. Verðbólguálagið næstu fimm ár eftir fimm ár var hins vegar nánast óbreytt milli funda og mældist einnig rúmlega 4%. Niðurstöður nýlegrar könnunar Seðlabankans sýndu að markaðsaðilar væntu þess að verðbólga yrði að meðaltali 4,5% á næstu fimm árum (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 ólíkum mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingum voru raunstýrivextir 0,9% að meðaltali þegar fundur peningastefnufundar var haldinn í febrúar og höfðu ekki breyst frá desemberfundinum. Þeir höfðu hins vegar hækkað um 0,3 prósentur miðað við tólf mánaða verðbólgu og verðbólguálag á skuldabréfamarkaði og mældust rúmlega 1%.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands var 1,7 prósentur á fundi nefndarinnar í febrúar og hafði ekki breyst milli funda þrátt fyrir sýknudóm EFTA-dómstólsins í Icesave-málinu. Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs, sem lesa má út úr mun á vöxtum skuldabréfa ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum og sambærilegra bréfa ríkissjóðs Bandaríkjanna, hafði hins vegar lækkað um 0,8 prósentur milli funda miðað við fimm ára ríkisbréf þessara landa og um 0,6 prósentur miðað við tíu ára ríkisbréf landanna.

Óbreyttir vextir Seðlabankans í febrúar virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn og voru í samræmi við væntingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja. Flestar greiningardeildir nefndu sem rök fyrir óbreyttum vöxtum vísbendingar um að hægt hafi á efnahagsbatanum, að verðbólga hefði hjaðnað að undanförunu og að kjarasamningar voru framlengdir án viðbótarlaunahækkana.

Könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila var framkvæmd 29. janúar til 1. febrúar. Niðurstöður hennar bentu til þess að þeir búist við óbreyttum vöxtum á fyrri helmingi ársins en 0,25 prósentum hærri vöxtum í árslok, sé miðað við miðgildi, en það eru lægri vextir en í sambærilegri könnun sem framkvæmd var í nóvember. Meirihluti markaðsaðila áleit taumhald peningastefnunnar vera hæfilegt þegar könnunin var framkvæmd.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) dróst saman um 1,1% milli mánaða í desember og um 1,6% á fjórða ársfjórðungi miðað við sama fjórðung árið áður. Sé hins vegar litið fram hjá innlánnum eignarhaldsfélaga jókst M3 um 0,8% milli ára á fjórða ársfjórðungi. Samdráttur peningamagns milli ára skýrist líklega að mestu af því að innlendir aðilar hafa gengið á sparnað sinn og greitt niður lán, tilfærslu sparnaðar í önnur eignaforn og sölu eigna sem innlánsstofnanir höfðu eignast í kjölfar fjármálakreppunnar.

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

Samkvæmt síðustu spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í janúar, var spáin fyrir hagvöxt í heiminum endurskoðuð lítillega til lækkunar fyrir árið í ár og næsta ár frá síðustu spá sem birt var í október. Spáin fyrir alþjóðaviðskipti var hins vegar endurskoðuð talsvert niður á við fyrir þetta ár en minna fyrir næsta ár. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gerir nú ráð fyrir nokkru minni hagvexti í helstu iðn- og nýmarkaðsríkjum, að Japan, Kína og Mexíkó undanskildum, en spár fyrir þessi ríki eru óbreyttar frá því í október. Spáin fyrir verðbólgu í iðnríkjunum er óbreytt frá því í október en hefur verið hækkuð um 0,3 prósentur í nýmarkaðsríkjunum fyrir þetta ár og 0,2 prósentur fyrir næsta ár. Spá um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands árið 2013 er 0,2 prósentum lægri en gert var ráð fyrir í októberspánni eða



1,1%. Spár *Consensus Forecasts* fyrir helstu viðskiptalönd Íslands á þessu ári eru óbreyttar frá desemberfundi peningastefnufndar.

Afgangur á vöruskiptum við útlönd var tæplega 3,5 ma.kr. í desember. Verðmæti útflutnings í desember minnkaði um 18% frá fyrri mánuði og er það mesta lækkun milli mánaða síðan í apríl 2011. Verðmæti innflutnings dróst saman um 9% frá því í nóvember. Milli ára hafði verðmæti útflutnings dregist saman um 20%. Verðmæti innflutnings dróst saman um tæp 26% milli ára en um tæp 11½% ef horft er fram hjá óreglulegum innflutningi skipa og flugvéla. Afgangur á vöruviðskiptum við útlönd allt árið 2012 nam 78 ma.kr. sem er lækkun um 23 ma.kr. frá árinu á undan. Heildarverðmæti útflutnings dróst saman um tæpt ½% milli ára í fyrra en heildarverðmæti innflutnings jókst um 3,7% á sama tíma. Stærstu undirliðir innflutnings á árinu 2012 voru hrá- og rekstrarvörur og neysluvörur. Þessir tveir liðir námu 28% og 24% af heildarverðmæti innflutnings. Verðmæti hrá- og rekstrarvara dróst saman um 6½% milli ára en verðmæti neysluvara jókst um sama hlutfall. Eins og árið 2011 jókst verðmæti flutningataekja og eldsneytis mest eða sem nemur 57% og 8%. Stærsti undirliður útflutnings árið 2012 var iðnaðarvara. Nam útflutningur hennar 52% af heildarverðmæti útflutnings, en þar af nam álútflutningur 68% af útflutningsverðmæti iðnaðarvöru. Útflutningsverðmæti sjávarafurða jókst um 4½% milli ára. Nam hlutdeild sjávarafurða 43% af útflutningi. Samkvæmt bráðabirgðatölum nam afgangur af vöruskiptajöfnuði í janúar 2013 11,6 ma.kr.

Álverð hafði lækkað frá síðasta fundi peningastefnufndar og var meðalverðið í janúar rúmlega 2% lægra en að meðaltali í desember. Verð sjávarafurða hefur lækkað þrjá mánuði í röð og nam lækkunin milli mánaða í nóvember 0,8%.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Fjárlög 2013 voru afgreidd með 3,7 ma.kr. halla sem samsvarar 0,2% af vergri landsframleiðslu og eru þau að mestu leyti í samræmi við upphaflegt frumvarp varðandi afkomu en tekjur og gjöld eru 9 og 10 ma.kr. meiri. Afgangur á frumjöfnuði er óbreyttur frá upphaflegu frumvarpi.

Samkvæmt niðurstöðum Vinnumarkaðskönnunar Hagstofu Íslands var vöxtur vinnuafleifirspurnar heldur minni á síðasta fjórðungi í fyrra en gert var ráð fyrir í nóvemberspá *Peningamála*. Þá var gert ráð fyrir 2,2% fjölgun heildarvinnustunda frá fyrra ári, en reyndin varð 1,2%. Fjölgunin stafar af 2% fjölgun starfandi fólks en meðalvinnutími dróst saman (0,8%), eins og hann hafði gert undangengna tvo ársfjórðunga. Á árinu 2012 fjölgaði starfandi fólki um 1,1% frá fyrra ári, heildarvinnustundum um 0,4% og hlutfall starfandi af heildarvinnuafli jókst um 0,8 prósentur. Vinnuafli framboðið stóð hins vegar nánast í stað milli ára.

Próun atvinnuleysis samkvæmt skrá Vinnumálastofnunar var í takt við síðustu spá Seðlabankans. Á síðasta fjórðungnum í fyrra var árstíðarleiðrétt atvinnuleysi 5,5% en var 5,8% á árinu öllu. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi eins og það mælist í Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands var einnig 5,5% á síðasta ársfjórðungi í fyrra en 6% á árinu í heild.

Launavísitalan hækkaði um 0,7% milli fjórðunga á síðasta ársfjórðungi 2012 og um 4,9% milli ára. Vísitalan hækkaði um 7,8% milli ársmeðaltala árið 2012.

Vísbendingar úr könnun Capacent Gallup meðal stjórnenda, sem var framkvæmd í nóvember og desember 2012, benda til þess að lítilliga gæti hægt á aukningu vinnuafli-

eftirspurnar á næstu sex mánuðum miðað við það sem komið hafði fram í sambærilegum könnunum fyrr á árinu.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem var birt í lok janúar, lækkaði um 0,4% frá fyrri mánuði en hækkaði um 0,7% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,4% milli mánaða í desember og um 1,2% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Um 12% fleiri kaupsamningar voru gerðir í desember á landinu öllu en í sama mánuði árið 2011, en kaupsamningum fjölgaði um 18% milli ára í fyrra. Kaupsamningar eru þó áfram fáir í sögulegu samhengi.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu gefa til kynna að dregið hafi úr vexti hennar á síðasta fjórðungi ársins. Greiðslukortavelta jókst um 0,8% á fjórðungnum frá fjórðungnum á undan en veltan á fjórðungnum var 0,5% meiri en á sama tímabili 2011. Þessi þróun er í takt við að á síðari hluta ársins hægði á kaupmáttaraukningu launa auk þess sem dró úr útgreiðslu séreignarsparnaðar. Væntingar neytenda samkvæmt væntingavísitölu Gallup fóru lækkanði síðustu mánuði ársins 2012 en viðhorf neytenda voru nokkru jákvæðari í janúar.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup eru viðhorf stjórnenda um horfur í efnahagsmálum neikvæðari en í síðustu könnun í september 2012. Mest breyting varð á viðhorfi stjórnenda bygginga- og veitufyrirtækja og verslana sem mátu framtíðarhorfur lakari en í síðustu könnun. Stjórnendur í fjármálageiranum voru hins vegar nokkru jákvæðari en áður. Væntingar um innlenda eftirspurn drógust einnig saman milli kannana þar sem rúmlega 18% stjórnenda bjuggust við samdrætti á næstu sex mánuðum samanborið við 13% í september. Samkvæmt könnuninni námu verðbólguvæntingar þeirra til eins árs 4,5% og höfðu hækkað um 0,3 prósentur frá síðustu könnun í september.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem framkvæmd var í lok janúar, rétt fyrir útgáfu *Peningamála*, væntu markaðsaðilar þess að ársverðbólga verði um 4½% eitt ár fram í tímann og að meðaltali næstu tíu ár. Verðbólguvæntingar þeirra höfðu lækkað lítillega frá síðustu könnun í nóvember sl.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,3% í janúar frá fyrri mánuði eftir að hafa staðið í stað í desember 2012. Ársverðbólga mældist 4,2% og hafði hjaðnað úr 4,5% í nóvember. Kjarnavísitala 3 sem undanskilur áhrif skatta, sveiflukenndra matvöruliða, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxtakostnaðar húsnæðislána lækkaði um 0,2% í janúar. Undirliggjandi ársverðbólga á þennan mælikvarða nam 4,6% og hafði aukist úr 4,1% í nóvember. Meðalverðbólga á árinu 2012 nam 5,2% og jókst úr 4% árið 2011.

Hækkunina í janúar má að mestu leyti rekja til verðhækkana á opinberri þjónustu, nýjum bílum, dagvöru og hækkana á opinberum gjöldum á tóbaki. Hluta þessara verðhækkana má rekja til gengislækkunar krónunnar að undanfögnu. Vetrarútsölur vögu hins vegar á móti og voru áhrif þeirra nokkru sterkari en fyrir ári.

Þótt líkur á stórfelldum áföllum eins og upplausn evrusvæðisins eða snarpri aukningu aðhalds í ríkisfjármálum í Bandaríkjunum hafi minnkað töluvert, ríkir enn mikil óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum og horfur á helstu útflutningsmörkuðum Íslendinga hafa heldur versnað. Þessi þróun virðist hafa haft nokkur áhrif á innlandan þjóðarbúskap að undanfögnu, þótt jákvæð niðurstaða í Icesave-deilunni gæti unnið þar eitthvað á móti með því að draga úr óvissu og auka bjartsýni. Endurskoðuð spá *Peningamála* gerir því ráð fyrir að hagvöxtur í fyrra hafi verið 2,2% í stað 2,5% í nóvemberspá bankans. Horfur fyrir þetta ár hafa að sama skapi versnað og er nú spáð 2,1% hagvexti í ár í stað tæplega 3% í nóvember.

Skýrast lakari horfur í ár einkum af hægari vexti fjárfestingar í orkufrekum iðnaði en einnig vegur hægari vöxtur einkaneyslu nokkuð þungt. Í spánni er gert ráð fyrir að nokkur hluti fjárfestingar í orkufrekum iðnaði færist frá þessu ári yfir á árin 2014-15 og því hafa hagvaxtarhorfur glæðst lítillega á seinni hluta spátímans. Nú er gert ráð fyrir u.þ.b. 3¼% hagvexti að meðaltali þessi tvö ár í stað 3½% í nóvember. Eftir sem áður er landsframléiðslan á öllum spátímanum minni en í nóvemberspánni.

Þrátt fyrir að hjöðnun atvinnuleysis hafi í meginatriðum verið í takt við fyrri spá var fjölgun heildarvinnustunda nokkru hægari en gert hafði verið ráð fyrir. Hægari efnahagssumsvif leiða til þess að heildarvinnustundum fjölgar minna og atvinnuleysi hjaðnar hæggar en spáð var í nóvember.

Þegar horft er á samsetningu hagvaxtar á spátímanum verða einkaneysla og utanríkisviðskipti fyrirferðarmest á árunum 2012 og 2013 en mestu munar um framlag atvinnuvegafjárfestingar og einkaneyslu á síðari hluta spátímans, en á árunum 2014-15 er áætlað að framlag utanríkisviðskipta verði neikvætt, einkum vegna mikils innflutnings tengds stóriðjuframkvæmdum.

Í samræmi við áætlun um minni hagvöxt í fyrri og í ár en áður var spáð er nú talið að framléiðslulakinn í ár verði meiri en talið var í nóvember eða um 1% af framléiðslugetu. Búist er við að dragi úr slakanum á komandi misserum og að hann hverfi um mitt næsta ár.

Verðbólguhorfur eru á heildina nokkuð svipaðar á spátímabilinu og gert var ráð fyrir í nóvemberspá bankans en þar vegast á töluvert lægra gengi krónunnar og framhlaðnari launahækkanir annars vegar og hægari efnahagssumsvif en þá var spáð hins vegar. Búist er við að verðbólga verði 4% á fyrsta fjórðungi þessa árs sem er svipað og var áætlað í síðustu spá. Í nóvember var gert ráð fyrir meiri hækkun óbeinna skatta en nú er gert. Á móti henni vega áhrif gengislækkunar krónunnar að undanfögnu. Spáð er að meðalverðbólga í ár verði 3,8% sem er lítillega meira en gert var ráð fyrir í nóvemberspánni. Búist er við að verðbólga verði á bilinu 3-4% fram á mitt næsta ár en verði í takt við verðbólgu markmiðið frá þeim tíma, sem er svipað og í síðustu spá.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri skýrði nefndarmönnum frá stöðu vinnu innan bankans og með öðrum stjórnvöldum við mat á erlendum skuldum þjóðarbúsins, úrlausn þrotabúa föllu bankanna og losun fjármagnshafta. Einnig fjallaði seðlabankastjóri um nýliðna þróun á gjaldeyrismarkaði og inngrip bankans. Nefndin hafði einnig hist á aukafundi 4. janúar til að ræða sama mál og tímabundnar breytingar á gjaldeyriskaupa- og inngripastefnu Seðlabanka Íslands vegna þeirra aðstæðna sem eru uppi á gjaldeyrismarkaði.

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar hafði lækkað um 2,6% frá fundi peningastefnu nefndar um miðjan desember. Seðlabankinn beitti inngripum á markaðinn þrisvar sinnum á tímabilinu og seldi gjaldeyri fyrir 4,1 ma.kr. Nefndarmenn voru sammála um að vegna gjaldeyrishaftanna ákvarðist gengi krónunnar að mestu af flæði á markaði í tengslum við vöru- og þjónustuviðskipti við útlönd en síður af væntingum sem byggðust á mati á framtíðarhorfum þjóðarbúsins og vaxtamun við útlönd. Gengi krónunnar hefði veikst vegna þess að lakari viðskiptakjör hefðu að undanfögnu dregið úr vöru- og þjónustuafgangi á sama tíma og þungi gjaldeyrissöfnunar vegna afborgana af erlendum lánum væri mikill. Horft fram á veginn mætti gera ráð fyrir að gjaldeyrissinnflæði yrði minna en áður var áætlað, því að samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 6. febrúar væru horfur á að viðskiptakjör yrðu

verri út spátímamann en gert var ráð fyrir í spá bankans í nóvember. Ljóst væri að gjaldeyris-söfnun aðila með þungar endurgreiðslur lána í erlendum gjaldmiðlum myndi hafa áhrif á gjaldeyrisútlæði, þótt unnið væri að lengingu þessara lána sem ætti að milda áhrifin. Gjald-eyrisójöfnuður bankanna væri enn nokkur og kom fram hjá seðlabankastjóra að margvísleg vinna væri í gangi við að leysa hann. Einnig taldi nefndin hættu á að sjálfuppfylltar vænt-ingar um lækkun gengis gætu veikt það enn frekar, t.d. vegna þess að útflytjendur bíði með að skipta útflutningstekjum yfir í krónur.

Þar sem töluverð óvissa væri um hversu mikil og langvarandi þessi áhrif verða og þar með um þróun gengis á næstunni hafði nefndin lagt línurnar um hvernig beita skuli inngripum á gjaldeyrismarkaði sem stjórnþæki bankans á fundi hennar í janúar. Samkvæmt 24. grein laga nr. 36/2001, um Seðlabanka Íslands, skal nefndin taka ákvarðanir um beitingu stjórnþækja bankans en samkvæmt lögnum eru viðskipti á gjaldeyrismarkaði sem hafa það að mark- miði að hafa áhrif á gengi krónunnar eitt af stjórnþækjunum. Ákveðið var að Seðlabankinn hætti um hríð kaupum gjaldeyris og styddi við gengi krónunnar með inngripum á gjald-eyrismarkaði.

Að mati nefndarmanna skiptu sjónarmið varðandi verðbólgu-markmiðið einnig máli þegar tekin væri ákvörðun um aðgerðir bankans á gjaldeyrismarkaði. Nauðsynlegt væri að reyna að koma í veg fyrir að gengi krónunnar veiktist of mikið vegna tímabundinna aðstæðna sem hafa áhrif á inn- og útlæði gjaldeyris. Héldist gengi krónunnar of lengi lágt gæti það kallað á hækkun vaxta vegna verðbólguþróunar á sama tíma og of mikill slaki væri enn í hagkerfinu.

Nefndin var sammála um að markmið inngripa Seðlabankans ætti ekki að vera að verja á- kveðið gengisstig heldur að jafna flæði á gjaldeyrismarkaði og leitast við að draga úr óhóf- legum gengissveiflum og hættu á að sjálfuppfylltar væntingar magni sveiflur vegna tíma- bundinna þátta. Nefndin var einnig sammála um að þeirri almennu reglu yrði fylgt að leitast við að auka óskuldsettan gjaldeyrisforða Seðlabankans með því að kaupa gjaldeyri á markaði þegar gengi er tiltölulega hátt en selja gjaldeyri í því augnamiði að jafna sveiflur á markaði þegar gengi er lágt.

Nefndarmenn ræddu þá möguleika að halda vöxtum bankans óbreyttum eða breyta þeim um 0,25 prósentur, hvort sem er til hækkunar eða lækkunar. Helstu rök fyrir því að halda vöxtum óbreyttum, þrátt fyrir að verðbólga og verðbólguvæntingar væru enn yfir markmiði, voru þau að nýlegar hagtölur bentu til þess að hagvöxtur í fyrra hafi verið minni en áður var talið og uppfærð spá *Peningamála* benti til þess að horfur fyrir þetta ár hafi einnig versnað. Fjöldi unninna stunda hefði einnig aukist minna en þá var spáð. Verðbólguhorfur væru þó í stórum dráttum svipaðar og þá var gert ráð fyrir. Þótt hægari vöxtur dragi nokkuð úr verð- bólguþrýstingi þegar líða tekur á spátímabilið vegur þyngra framan af að spáin byggist á lægra gengi krónunnar en í nóvember. Helstu rök fyrir hækkun vaxta voru áframhaldandi mikil verðbólga og háar langtímaverðbólguvæntingar og þörf á að færa aðhaldsstig pen- ingastefnunnar í eðlilegt horf eftir því sem slakinn í þjóðarbúinu hyrfi. Lakari efnahagshorfur gerðu það þó að verkum að það gæti gerst yfir lengri tíma en áður var talið. Sumir nefndar- menn lögðu áherslu á að þótt lágt gengi krónu ylli aðeins meiri verðbólgu á næstunni en í síðustu spá væru töluverðar líkur á því að endurfjármögnun erlendra skulda kæmist í betra horf á árinu, sem myndi styðja við gengi krónunnar. Hækki krónan á ný síðar á árinu gæti verðbólga hjaðnað hratt verði slakinn jafn mikill og spáð er um þessar mundir. Helstu rök fyrir vaxtalækkun voru áhyggjur um að ef alþjóðleg efnahagssumsvif versnuðu enn frekar gæti það dregið enn úr bata þjóðarbúskaparins. Nefndarmenn ræddu jafnframt hvort hætta væri á að hægari vöxtur þjóðarbúsins gæti breyst í samdrátt en töldu að líkurnar á því væru óverulegar við núverandi aðstæður.

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%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndarmenn voru sammála um að laust taumhald peningastefnunnar á undanförunum misserum hefði stutt við efnahagsbatann. Þeir töldu einnig að hækkun vaxta undanfarið 1½ ár 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 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 peningastefnuneftirfarinnar verður birt miðvikudaginn 20. mars 2013.





*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 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 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, innlendan 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 lánsþæfiseinkunn 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 raunstyrvextir 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 þjóðarútgjalda 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. Tekjufjöfnuður 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 Vinnuálastofnun 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. Árstíðar-

leiðrétt 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% hærri 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 neysliverðsvísitölu 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 gjaldeyrisráðgjafi 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 birt 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: innlámsvöxtum (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%. 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 launa-  
ákvörðunum 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 peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 15. maí 2013.



*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 lögina 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 peningastefnufundar 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 Bandaríkjadöllum 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 innlánnum 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 þjórðarbúskapur 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 vinnuafleifing 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.

Húsnæðisverðvísitala 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% hærrí 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 framleiðslulaki 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 verðbólguþrýsting 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 matvælavæðs 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 uppgjors búa þeirra og fyrir lyfjafyrirtækinu Actavis). Spáð er að undirliggjandi afgangur á viðskiptajöfnuði minnki heldur er líður á spátímam. 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 innlendra 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 innlendra 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 innlendra 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 vinnuafllseftirspurn aukist hægari 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 þjóðarþúsins áætlað Seðlabankinn að slakinn í þjóðarþúsinu hafi numið 1,3% af framleiðslugetu á fyrsta fjórðungi þessa árs sem er það sama og gert var ráð fyrir í febrúar. Matið á framleiðslulakanum 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 vinnuafslnotkun. 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 langtíma-verðbólguvæntingar 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 stjórnækja bankans. Þar er kveðið á um að viðskipti á gjaldeyrismarkaði sem hafa það að markmiði að hafa áhrif á gengi krónunnar séu eitt af stjórnækjunum. Aukin notkun gjald-eyrisinngripa er einnig í samræmi við tillögur Seðlabankans um endurbætur rammans um verðbólgu-markmiðið (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 verðbólgu-markmiðinu 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 stjórnækki sem hann hefur yfir að ráða til þess að draga úr gengissveiflum. Voru nefndarmenn sammála um að í þeim efnun væri eðlilegt að miða við stöðu krónunnar að undanfögnu. Þannig mætti stuðla að því að innlent verðlag aðlagist sterkari krónu fyrr en ella og að verðbólguvæntingar lækki. Verðbólgu-

markmiðið gæti þá hugsanlega náðst fyrr en í fyrirbyggjandi 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 fjármagnsústreymi 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 gjaldeyrisústreymi.

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 innlendir 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 innlendra­rar 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 undanförunum misserum. Áfram gildi 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, 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 peningastefnuneftirfarinnar verður birt miðvikudaginn 12. júní 2013.



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, júní 2013

Birt: 26. júní 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 lögina 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 11. júní 2013, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 12. júní 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. maí.

### **Fjármálamarkaðir**

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 0,3% hærra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í júní en á fundi hennar í maí. Milli funda hafði gengi krónunnar lækkað um 0,7% gagnvart evru en hækkað um 1,8% gagnvart Bandaríkjadal og haldist nánast óbreytt gagnvart sterlingspundi. Tilboð í krónur á aflandsmarkaði voru á bilinu 230-260 krónur fyrir hverja evru.

Seðlabankinn hafði selt 6 milljónir evra (um 958 m.kr.) á innlendum gjaldeyrismarkaði frá síðasta fundi nefndarinnar.

Lausafjárstaða á millibankamarkaði með krónur hefur almennt haldist rúm milli funda og voru vextir til einnar nætur áfram í neðri hluta vaxtagangsins á bilinu 0,25-0,85 prósentum hærri en vextir á viðskiptareikningum. Velta á millibankamarkaði nam 245 ma.kr. það sem af er ári sem er svipuð velta og á sama tímabili í fyrra.

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til næstu fimm ára var nánast óbreytt frá maífundinum og mældist 3,2% rétt fyrir fund nefndarinnar. Verðbólguálagið til næstu fimm ára þar á eftir var 3,7% og hafði hækkað um rúmlega 0,2 prósentur.

Virkir nafnstýrivextir eru um þessar mundir nálægt einföldu meðaltali innlásvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa. Samkvæmt meðaltali mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum voru raunstýrivextir um 1½% þegar fundur peningastefnuneftar var haldinn í júní og voru nánast óbreyttir frá maífundinum. Meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar var þá 3,7%. Ef aðeins er horft til mælikvarða á verðbólguvæntingar að frátöldum verðbólguvæntingum heimila, sem hafa tilhneigingu til að fylgja liðinni verðbólgu, var meðaltalið 3,5%.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands var nánast óbreytt milli funda og mældist 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 0,1 prósentu milli funda, í 1,7 prósentur, miðað við fimm ára ríkisbréf þessara landa en miðað við tíu ára ríkisbréf landanna var álagið nánast óbreytt og mældist 2 prósentur.

Óbreyttir vextir Seðlabankans í júní virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn og voru í samræmi við væntingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja. Flestar greiningardeildir nefndu sem rök fyrir óbreyttum vöxtum að gengi krónunnar hefði haldist stöðugt milli funda, ársverðbólga væri óbreytt, verðbólguvæntingar á skuldabréfamarkaði til næstu ára hefðu lækkað og hagvöxtur á fyrsta ársfjórðungi 2013 hefði verið minni en gert var ráð fyrir í maíspá bankans.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 0,2% milli mánaða í apríl en var um 2,5% minna en í sama mánuði í fyrra. Sé hins vegar litið fram hjá innlánnum eignarhaldsfélaga dróst M3 saman um 1,9% milli ára í apríl.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI6, hafði lækkað um 4,2% milli funda. Velta á aðalmarkaði Nasdaq OMX Iceland var um 38 ma.kr. í maí. Markaðsvirði skráðra félaga á aðalmarkaðnum í byrjun júní nam um 438 ma.kr. eða u.þ.b. 25% af vergri landsframléiðslu ársins 2012.

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

Spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) um hagvöxt í heiminum á næsta ári, sem birt var í maí, er óbreytt frá spánni sem stofnunin birti í nóvember. Hins vegar er spáð lítið eitt minni hagvexti í ár. Spáð er minni hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár, einkum vegna minni hagvaxtar á Norðurlöndunum og meiri samdráttar á evrusvæðinu. Spáin um alþjóðaviðskipti hefur einnig verið endurskoðuð niður á við, bæði fyrir árið í ár og fyrir næsta ár. Óvissan í spánni er enn talin vera mikil niður á við en hefur þó minnkað. Stofnunin spár 1,6% verðbólgu í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár, sem er óbreytt frá nóvemberspánni.

Halli var á vöruviðskiptum Íslands í maí sem nam 6,6 ma.kr. samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar. Hefur ekki verið jafn mikill halli á vöruviðskiptum í einum mánuði í tæp fimm ár. Verðmæti bæði útflutnings og innflutnings dróst töluvert saman í mánuðinum. Á fyrstu fimm mánuðum ársins dróst verðmæti bæði út- og innflutnings saman um 2½% frá sama tímabili í fyrra. Samdrátt í verðmæti innflutnings má einkum rekja til mikils innflutnings flutningstækja (aðallega flugvéla) á fyrstu mánuðum ársins í fyrra, þótt á móti vegi að á fyrstu fimm mánuðum þessa árs jókst innflutningur fjárfestingarvara um 14% frá fyrra ári. Samdráttur í verðmæti útflutnings fyrstu fimm mánuði ársins skýrist einkum af rúmlega 3% sam-

drætti í útflutningsverðmæti iðnaðarvara og ½% samdrætti í útflutningsverðmæti sjávarafurða.

Álverð hefur hækkað lítillega frá fundi peningastefnunnendrar í maí. Meðalverðið í maí var engu að síður 1½% lægra en í apríl og tæplega 9% lægra en á sama tíma í fyrra. Meðalverð fyrstu vikunnar í júní var 4½% hærra en að meðaltali í maí. Verð sjávarafurða hækkaði um 0,6% á milli mánaða í apríl, annan mánuðinn í röð, eftir að hafa lækkað sex mánuði í röð.

### **Innlendur þjódarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt þjóðhagsreikningum sem Hagstofa Íslands birti í júní var hagvöxtur 0,8% á fyrsta fjórðungi ársins en landsframleiðslan jókst um 4,6% frá fyrri fjórðungi sé miðað við árstíðarleiðrétt gögn Hagstofunnar. Helsti drifkraftur hagvaxtarins var framlag utanríkisviðskipta en innflutningur dróst saman um 6,3% á milli ára og útflutningur jókst um 2,3%. Einkaneysla jókst um 0,8% frá fyrra ári og samneysla um 0,9%. Fjárfesting dróst hins vegar saman um tæp 20% milli ára, sem að miklu leyti má rekja til samdráttar fjárfestingar í skipum og flugvélum, sem átti einnig mikinn þátt í því að innflutningur dróst jafn mikið saman og tölur Hagstofunnar sýna. Án skipa og flugvéla jókst fjárfesting um tæp 7% milli ára þar sem atvinnuvegafjárfesting án stóriðju, skipa og flugvéla og íbúðafjárfesting jókst milli ára.

Hagvöxturinn á fyrsta ársfjórðungi var heldur minni en í spá bankans sem birt var í *Peningamálum* í maí, en þar var gert ráð fyrir 1,5% hagvexti á fjórðungnum. Neysla og fjárfesting alls þróaðist í takt við spána og dróst saman um 2,7% milli ára en framlag utanríkisviðskipta var heldur jákvæðara en spáð var.

Meginskýringin á því að hagvöxtur mældist minni en gert var ráð fyrir í maí stafar af þróun birgðabreytinga. Eins og á sama tíma í fyrra jukust birgðir milli fjórðunga nú en aukningin var þó minni en fyrir ári. Var því vöxtur birgðabreytinga neikvæður um sem nemur 1,4 prósentum af landsframleiðslu, en í spánni var gert ráð fyrir óbreyttum vexti milli ára. Miðað við fyrri reynslu má telja líklegt að áhrif samdráttar birgðabreytinga á fyrsta fjórðungi frá sama tíma árið áður á hagvöxt gangi að mestu leyti til baka á árinu. Vöxtur birgðabreytinga var hins vegar mikill milli fjórðunga og á stærstan þátt í ársfjórðungslegum hagvexti á fjórðungnum.

Afgangur á viðskiptajöfnuði á fyrsta fjórðungi ársins nam 1,3% af landsframleiðslu eða 5,6 ma.kr., en undanfarin ár hefur ávallt verið halli á viðskiptajöfnuði á fyrsta fjórðungi ársins. Í *Peningamálum* í maí var gert ráð fyrir 1,4% halla á viðskiptajöfnuði á fjórðungnum. Undirliggjandi viðskiptaafgangur mældist 2,5% en í *Peningamálum* var gert ráð fyrir 2,8% afgangi.

Tölur um greiðslukortaveltu í apríl og maí bentu til þess að heldur meiri kraftur væri í einkaneyslu en á fjórðungnum á undan. Þá virðist aukin bjartsýni ríkja meðal neytenda en samkvæmt könnun Capacent Gallup hækkuðu væntingar neytenda nokkuð í maí og mældist vísitalan í fyrsta sinn frá falli bankanna yfir 100 stigum. Sérstaklega voru neytendur bjartsýnir á horfurnar næstu sex mánuði og á atvinnuhorfur. Hins vegar hefur nýskráningum bifreiða fækkað umtalsvert.

Skráð atvinnuleysi, sem Vinnumálastofnun (VMST) birtir, minnkaði um 0,4 prósentur í apríl. Atvinnuleysið mældist 4,9% en að teknu tilliti til árstíðar var það 4,3% og óbreytt frá fyrri mánuði. Atvinnuleysi samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands (VMK) mældist töluvert meira eða 6,6%, sem er 0,2 prósentum minna atvinnuleysi en í mánuðinum á undan. Að teknu tilliti til árstíðar voru niðurstöður VMK hins vegar nær skráðu atvinnuleysi samkvæmt gögnum VMST eða 5,4% og minnkaði það um 0,6 prósentur frá fyrri mánuði.

Samkvæmt niðurstöðum VMK fjölgaði heildarvinnustundum um 4,1% í apríl frá fyrra ári. Fjölgunin stafar af fjölgun starfandi fólks um 4,3% en meðalvinnustundir á mann voru 1,6% færri.

Samkvæmt niðurstöðum könnunar Capacent Gallup meðal stjórnenda í atvinnulífinu, sem var framkvæmd í maí, vildu fleiri fyrirtæki í öllum atvinnugreinum fjölga starfsmönnum á næstu sex mánuðum en fækka þeim. Er það í fyrsta skipti frá því í júní 2007 sem slíkt gerist. Hlutfallið var heldur hærra en í síðustu könnun í febrúar/mars, 11% í stað 9,5%. Um 70% fyrirtækja gera ráð fyrir óbreyttum fjölda starfsmanna. Mest breyting á vilja fyrirtækja til að fjölga starfsfólki var í bygginga- og veitustarfsemi þar sem helmingur fyrirtækja vildi fjölga starfsfólki og um 57% fyrirtækja töldu vera skort á starfsfólki.

Launavísitalan hækkaði um 0,2% á milli mánaða í apríl og nam árshækkun vísitölunnar 5,8%. Kaupmáttur launa jókst um 2,4% milli ára.

Húsnæðisverðvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem var birt í lok maí, hækkaði um 0,6% frá fyrri mánuði en um 0,3% þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu. Húsnæðisverð á landinu öllu hefur því hækkað um sem nemur 4,8% sl. tólf mánuði. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,7% milli mánaða í apríl, einnig að teknu tilliti til árstíðar, og hefur vísitalan því hækkað um 5,5% frá fyrra ári. Um 17% fleiri kaupsamningum var þinglýst á landinu öllu á fyrsta þriðjungi ársins samanborið við sama tíma í fyrra.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup í maí voru stjórnendur fyrirtækja enn nokkuð svartsýnir um núverandi efnahagsástand þótt þeir álitu aðstæður lítillaga betri en þegar síðasta könnun var gerð í febrúar/mars. Rúmlega 40% svarenda álitu núverandi aðstæður vera slæmar og um helmingur taldi þær vera hvorki góðar né slæmar. Hins vegar voru stjórnendur töluvert bjartsýnni um framtíðarhorfur þar sem um helmingur svarenda bjóst við því að aðstæður myndu batna á næstu sex mánuðum, samanborið við 28% í febrúar/mars sl. og um 15% í maí 2012. Mest breyting til batnaðar varð á væntingum stjórnenda í sjávarútvegi og bygginga- og veitustarfsemi, bæði frá síðustu könnun og þeirri sem gerð var á sama tíma í fyrra. Hins vegar töldu 44% stjórnenda að aðstæður yrðu óbreyttar á næstu sex mánuðum.

Samkvæmt könnuninni námu verðbólguvæntingar stjórnenda til eins árs 4% og höfðu lækkað um ½ prósentu frá síðustu könnun í febrúar/mars. Þær hafa verið á bilinu 4,5-5% frá byrjun síðasta árs.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup meðal heimila sem framkvæmd var í maí voru verðbólguvæntingar þeirra óbreyttar frá síðustu könnun í febrúar. Þau gera ráð fyrir að ársverðbólga verði 5% bæði eftir eitt og tvö ár. Verðbólguvitund heimila hefur ekki lækkað samhliða hjöðnun verðbólgu undanfarna mánuði en þau töldu samkvæmt miðgildi að verðbólga væri 4,7% þegar könnunin var gerð, en vísitala neysluverðs hafði þá hækkað um 3,3% sl. tólf mánuði.

Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,05% í maí frá fyrri mánuði. Ársverðbólga mældist 3,3% sem er óbreytt frá því í apríl. Undirliggjandi ársverðbólga á mælikvarða kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa nam 3,8% og hjaðnaði úr 4,2% í apríl. Undirliggjandi verðbólga samkvæmt kjarnavísitölu 4 án skattaáhrifa, sem undanskilur til viðbótar markaðsverð húsnæðis, nam 3,5% og hjaðnaði úr 4% í apríl.

Ferða- og flutningaliður vísitölu neysluverðs hafði mest áhrif til lækkunar vísitölunnar í maí þar sem lækkun flugfargjalda og bensínverðs vó þyngst. Einnig héldu áhrif gengisstyrkingar krónunnar síðan í febrúar áfram að koma fram, en auk lægra bensínverðs lækkaði m.a. verð á



nýjum bílum og innfluttri matvöru. Á móti vógu verðhækkningar á almennri þjónustu og á húsnæðisliðnum. Áhrif verðhækkana á símaþjónustu, tómstundum, menningu og þjónustu hótela og veitingastaða námu t.d. tæplega 0,2 prósentum í maí.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri fjallaði um nýliðna þróun á gjaldeyrismarkaði og inngríp bankans. Einnig skýrði hann nefndinni frá reglubundnum samráðsfundum með Alþjóðagjaldeyrissjóðnum vegna eftirfylgni við efnahagsáætlun íslenskra stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

Nefndin ræddi einnig sérstaklega þróun peningamagns fyrir og eftir hrun fjármálakerfisins og hugsanleg áhrif losunar fjármagnshafta á það.

Nefndarmenn voru sammála um að miðað við þær upplýsingar sem birst höfðu frá síðasta fundi nefndarinnar væru rök fyrir því að halda vöxtum bankans óbreyttum. Þótt hagvöxtur virtist hafa verið heldur minni á fyrsta fjórðungi ársins en spáð var í *Peningamálum* í maí taldi nefndin of snemmt að fullyrða að hagvaxtarhorfur fyrir árið í heild hefðu versnað sakir þess að hagvaxtartölur væru oftar en ekki endurskoðaðar upp á við frá fyrstu tölum. Frávikið frá spánni skýrðist einnig að stærstum hluta af hægari birgðasöfnun en spáð var en tölur um birgðasöfnun hefðu jafnan verið mjög sveiflukenndar. Nýjustu vísbendingar um eftirspurn bentu að auki til þess að efnahagsbatinn væri í stórum dráttum í samræmi við spá bankans.

Nefndin ræddi einnig nýlega verðbólguþróun. Taldi nefndin að verðbólguhorfur hefðu lítið breyst frá maíspánni. Fram kom að verðbólga hefði minnkað á síðustu mánuðum og mælt 3,3% í maí og undirliggjandi verðbólga og verðbólguvæntingar hefðu einnig hjaðnað, en væru þó enn yfir verðbólgu markmiði bankans.

Litlar breytingar höfðu orðið á gengi krónunnar frá síðasta fundi peningastefnunnar í maí. Nefndinni virtist sem stefnan um viðskipti Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði sem nefndin markaði á síðasta fundi sínum hefði stuðlað að auknum stöðugleika krónunnar og væri til þess fallin að veita verðbólguvæntingum betri kjölfestu. Hún gæti því stuðlað að hraðari hjöðnun verðbólgu en ella.

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%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndarmenn voru sammála um að peningastefnan þyrfti hverju sinni að taka mið af stefnunni í opinberum fjármálum og öðrum þáttum sem hafa áhrif á eftirspurn í þjóðarbúskapnum. Nokkur óvissa ríkti um áform í opinberum fjármálum á komandi árum. Taldi nefndin brýnt að jöfnuður næðist á ríkissjóði sem fyrst þannig að samspil stefnunnar í peninga- og ríkisfjármálum gæti með sem minnstum tilkostnaði stuðlað að ytra jafnvægi þjóðarbúsins, efnahagslegum stöðugleika og verðbólgu í samræmi við markmið.

Nefndarmenn voru sammála um að laust taumhald peningastefnunnar hefði stutt við efnahagsbatann á undanförunum 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 breytingum á nafnvöxtum Seðlabankans færi eftir framvindu verðbólgunnar, sem myndi ráðast að miklu leyti af þróun launa og gengishreyfingum krónunnar.

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 21. ágúst 2013.



27. mars 2001

## Yfirlýsing um verðbólguþol 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) Meginmarkmið 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 meginmarkmiða efnahagsstefnu ríkisstjórnarinnar að svo miklu leyti sem hann telur það ekki ganga gegn meginmarkmiði 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 verðbólguþoli 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 meginmarkmið peningastefnunnar og um sjálfstæði Seðlabankans til að beita stjórnartækjum sínum.

(6) Verðbólguþol 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  $\pm 1\frac{1}{2}\%$  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 verðbólguþolinu 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.