



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,

apríl 2011

Birt: 4. maí 2011

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 meðlimir peningastefnunefndar greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 18.-19. apríl 2011 en á fundinum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 20. apríl 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 16. mars, eins og þær birtast í uppfærðri spá og óvissumati í *Peningamálum 2011/2* þann 20. apríl.

Fjármálamarkaðir

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 0,3% lægra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í apríl en á marsfundinum. Milli funda hafði gengi krónunnar veikst um 0,7% gagnvart evru, en styrkst um 2,1% gagnvart Bandaríkjadal og um 0,2% gagnvart pundi.

Seðlabankinn hefur keypt 51 milljón evra á innlendum gjaldeyrismarkaði frá því að hann hóf regluleg kaup erlends gjaldeyris í lok ágúst 2010.

Viðskipti á aflandsmarkaðnum hafa verið lítil og fátíð það sem af er árinu 2011. Hafa viðskipti með krónu á aflandsmarkaðnum farið fram á gengi 248-267 gagnvart evru frá því að síðasti fundur var haldinn.

Áhættuálag fyrir Ríkissjóð Íslands var 2,24 prósentur á aprílfundinum samanborið við 2,43 prósentur á marsfundinum. Áhættuálagið byggist áfram á afar takmörkuðum viðskiptum.

Um 63,9 ma.kr. voru útistandandi í innstæðubréfum þegar aprílfundurinn var haldinn, u.þ.b. 7 ma.kr. minna en á marsfundinum.

Daglánavextir á millibankamarkaði höfðu verið á bilinu 3,5-4,0% frá marsfundinum. Viðskipti á millibankamarkaði námu 73 ma.kr. frá marsfundinum og voru fyrst og fremst daglánaviðskipti, þótt lán til lengri tíma hafi einnig verið veitt.

Ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa til lengri tíma hafði lækkað um 0,04-0,22 prósentur frá marsfundinum en ávöxtunarkrafa styttri ríkisskuldabréfa hafði hækkað um 0,08-0,77 prósentur. Ávöxtunarkrafa íbúðabréfa hafði á sama tíma lækkað um 0,11-0,33 prósentur.

Verðbólguálag, þ.e. munur á ávöxtunarkröfu verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, hafði aukist undanfarna mánuði en vaxtamunurinn gefur vísbendingu um þróun verðbólguvæntinga. Miðað við verðbólguálagið mældust væntingar um meðalverðbólgu næstu fimm árin 2,9% þegar fundurinn var haldinn en væntingar um fimm ára meðalverðbólgu á árunum 2016-2021 mældust 4,8%. Aukningin nemur um 1 prósentu á báða mælikvarða frá því í lok janúar 2011. Óvíst er þó að hve miklu leyti hækkun verðbólguálagsins að undanfögnu stafar af auknu áhættuálagi sem endurspeglar verðbólgu- og lausafjárahættu.

Bráðabirgðatölur um bankakerfið í febrúar sýndu að hrein staða útistandandi útlána til innlendra aðila hafði lækkað um 0,5% frá fyrri mánuði. Staða útlána til fyrirtækja dróst saman um 0,3% og heildarstaða útlána til heimila lækkaði um 0,6%. Vítt skilgreint peningamagn (M3) minnkaði um 0,6% milli mánaða í febrúar.

Virkir nafnstýrivextir eru nú um stundir skilgreindir sem einfalt meðaltal innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa. Frá tilkynningu um vaxtaákvörðun peningastefnunefndar 16. mars höfðu raunstýrivextir lækkað á flesta mælikvarða. Raunvextir samkvæmt ólíkum mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingum höfðu lækkað um rúmlega 1 prósentu að meðaltali, niður fyrir 1%.

Flestir viðskiptavakar, miðlarar og sérfræðingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja væntu þess að peningastefnunefnd héldi vöxtum annaðhvort óbreyttum eða lækkaði þá um 0,25 prósentur á aprílfundinum. Breytingar á ávöxtunarkröfu á skuldabréfamarkaði gáfu til kynna svipaðar væntingar. Flestir aðilar vísuðu til aukinnar óvissu vegna höfnunar Icesave-samningsins sem veigamikils þáttar í mati þeirra.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Afgangur af vöruviðskiptum var 10,4 ma.kr. í febrúar og samkvæmt bráðabirgðatölum 6,5 ma.kr. í mars. Þar sem innflutningur jókst meira en útflutningur milli ára á fyrsta ársfjórðungi 2011 minnkaði vöruviðskiptaafgangurinn um 13% frá sama tíma fyrir ári. Verðmæti útfluttrar vöru var rúmlega 43 ma.kr. í febrúar en verðmæti innfluttrar vöru var u.þ.b. 33 ma.kr.

Verðmæti bæði útflutnings og innflutnings jókst milli ára í febrúar. Verðmæti útflutnings jókst um tæplega 5% milli ára og munaði þar mest um hækkun útflutningsverðmætis kísiljárns og iðnaðarafurða. Verðmæti innflutnings jókst um 15% og munaði þar mest um hækkun innflutningsverðmætis eldsneytis og fjárfestingarvöru.

Verðmæti bæði útflutnings og innflutnings minnkaði þó milli mánaða í febrúar, verðmæti útflutnings um 0,7% og verðmæti innflutnings um tæplega 8%. Viðsnúningur varð í mars samkvæmt bráðabirgðatölum, þar sem verðmæti útflutnings jókst um rúmlega 19% og verðmæti innflutnings um 37%. Hvort tveggja hélt áfram að aukast í mars miðað við sama tíma árið áður.

Álverð var að meðaltali 1% hærra í mars en í febrúar og hefur haldið áfram að hækka í apríl. Fyrstu tvær vikurnar í apríl var það um það bil 3% hærra en meðalverðið í mars. Álverð nálgast nú þriggja ára hámark. Verðmæti sjávarafurða hefur einnig farið hækkandi og jókst um 0,7% milli mánaða í febrúar. Verðið í febrúar er tæplega 14% hærra en fyrir ári.

Innlendur þjórðarbúskapur og verðbólga

Launavísitalan hækkaði um 0,2% milli mánaða í febrúar. Laun hækkuðu um 4,3% milli ára og raunlaun um 2,2%. Skráð atvinnuleysi var óbreytt í mars, 8,6%, og mældist einnig 8,6% á fyrsta ársfjórðungi 2011.

Árstíðarleiddrétt greiðslukortavelta jókst í mars frá næstu tveimur mánuðum á undan, um 4,6% milli mánaða, en dróst saman um 0,9% milli ársfjórðunga á fyrsta ársfjórðungi 2011 eftir 3,4% aukningu á fjórða ársfjórðungi 2010.

Húsnaðisverðvísitala Hagstofu Íslands fyrir allt landið, sem var birt í mars, hækkaði um 0,9% frá fyrri mánuði. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Fasteignaskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 1% milli mánaða í febrúar og um það sama þegar leiðrétt var vegna árstíðar. Um 46% fleiri kaupsamningar voru gerðir í febrúar 2011 en í sama mánuði árið 2010 þótt þeir séu áfram mjög fáir í sögulegu samhengi.

Væntingar neytenda varðandi núverandi efnahagsástand og framtíðarhorfur eru áfram slakar. Væntingavísitalan lækkaði lítillega í mars en er ennþá hærri en á sama tíma fyrir ári. Samkvæmt niðurstöðum ársfjórðungslegrar viðhorfskönnunar í mars drógust áætluð stórkaup saman frá fyrri könnun í desember en mælast meiri en á sama tíma fyrir ári.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup á meðal forsvarsmanna fyrirtækja, sem var gerð í febrúar og mars 2011, voru stjórnendur fyrirtækja aðeins minna svartsýnir um efnahagsástandið að sex mánuðum liðnum en þeir voru í desember. Rúmur helmingur þátttakendanna vænti þess að efnahagsástandið yrði óbreytt og rúmlega fimmtungur taldi að það myndi batna, í samanburði við 46% og 25% hvort um sig í desember. Fyrirtæki í byggingarstarfsemi og sjávarútvegi voru þó svartsýnni á horfurnar og væntu tæplega 40% byggingarfyrirtækja og 41% sjávarútvegsfyrirtækja þess að efnahagsástandið myndi versna.

Þegar þátttakendur voru spurðir um getu fyrirtækja til að bregðast við óvæntri eftirspurn svöruðu tæplega 80% þeirra að það yrði ekki bundið erfiðleikum þar sem starfsemin væri nú undir hámarksframléiðslugetu samanborið við 70% í september.

Heldur færri fyrirtæki lýstu yfir áhuga á að fækka starfsfólki í mars en í desemberkönnuninni þótt þau fyrirtæki sem hyggjast fækka fólki á næstu sex mánuðum

séu ennþá um það bil 5 prósentum fleiri en þau sem vilja ráða starfsfólk. Rúmlega 40% fyrirtækja í byggingariðnaði búast við að fækka starfsfólki. Útflytjendur vöru og þjónustu eru líklegri til að bæta við starfsfólki en önnur fyrirtæki.

Stjórnendur fyrirtækja væntu þess að verðbólga mældist 4% eitt ár fram í tímann (samkvæmt miðgildi), sem er 2 prósentna aukning frá könnuninni í desember. Verðbólguvæntingar fyrirtækja hafa ekki hækkað milli kannana síðan á fjórða ársfjórðungi 2009. Stjórnendur væntu þess einnig að tólf mánaða verðbólga mældist 4% eftir tvö ár, sem er óbreytt frá könnuninni í september.

Þegar stjórnendur voru spurðir um verðákvarðanir fyrirtækja þjuggust 45% þeirra við að hækka verð á næstu sex mánuðum samanborið við þriðjung í september. Tæplega 6% fyrirtækja hugðust lækka verð í náinni framtíð samanborið við 10% í september.

Í annarri könnun Capacent Gallup í mars lækkuðu verðbólguvæntingar heimila eitt ár fram í tímann frá fyrri könnun í desember um 0,5 prósentur og mældust 3,5% samkvæmt miðgildi. Heimilin væntu þess að tólf mánaða verðbólga mældist 4% eftir tvö ár samkvæmt miðgildi sem er 1 prósentu lækkun frá því í desember.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,95% milli mánaða í mars og ársverðbólga mældist 2,3% samanborið við 1,9% í febrúar. Tólf mánaða verðbólga að frátöldum áhrifum skatta mældist 2,1%. Árstíðarleiðrétt vísitala neysluverðs hækkaði um 2,1% á síðasta ársfjórðungi eða 8,6% á ársgrundvelli. Árleg kjarnaverðbólga 3, þ.e. mæld verðbólga að frátöldum áhrifum skatta, sveiflukennbra þátta svo sem matvæla og bensíns, opinberrar þjónustu og vaxtagreiðslna húsnæðislána, mælist mun minni eða 1,3%. Þó ber að hafa í huga að allir mælikvarðar á tólf mánaða verðbólgu eru 0,4 prósentum lægri en ella þar sem afnotagjöld Ríkisútvarpsins voru tekin út úr neysluverðsvísitölunni frá og með janúar 2011.

Verðhækkun eldsneytis hafði mest áhrif á neysluverðsvísitöluna í mars eða 0,4 prósentur. Bensínverð hefur hækkað um u.þ.b. 12% undanfarna þrjú mánuði. Þar sem vetrarútsölum lauk hafði verðhækkun á fatnaði og skóm 0,2 prósentna áhrif til hækkunar vísitölu neysluverðs. Aukinn kostnaður vegna eigin húsnæðis hafði 0,1 prósentu áhrif á neysluverðsvísitöluna, einkum vegna herra markaðsverðs, í kjölfar 0,2 prósentna áhrifa á neysluverðsvísitöluna í febrúar. Kostnaður vegna eigin húsnæðis hefur aukist um 1,7% frá því fyrir ári.

Samkvæmt grunnspánni sem var birt í *Peningamálum* 20. apríl er talið að efnahagssamdrátturinn árið 2010 hafi verið meiri en Seðlabankinn spáði í febrúar, þótt hann sé talinn vera heldur minni en bráðabirgðatölur Hagstofu Íslands frá því í marsbyrjun gefa til kynna. Innlend eftirspurn hefur þó verið nokkurn veginn í samræmi við spána og munurinn stafar einkum af því að innlend eftirspurn beindist í meira mæli að innflutningi en gert hafði verið ráð fyrir. Kröftugri vöxtur innflutnings er einnig meginástæða þess að horfur eru á minni hagvexti árið 2011 en spáð var í febrúar. Hagvaxtarhorfur næstu tvö árin hafa einnig versnað. Enn er talið að efnahagsbatinn hafi hafist um mitt ár 2010 en batinn er þó veikur.

Enn er töluverður slaki í þjóðarbúskapnum og útlit fyrir að svo verði áfram á spátímanum. Lakari hagvaxtarhorfur gera það einnig að verkum að horfur á vinnumarkaði hafa versnað og er nú gert ráð fyrir því að atvinnuleysi hjaðni hægar en áður hafði verið spáð. Þótt raunvextir Seðlabankans hafi haldið áfram að lækka eru fjármálaleg skilyrði heimila og fyrirtækja enn erfið.

Þrátt fyrir meiri slaka í þjóðarbúinu hafa langtímaverðbólguvæntingar heldur hækkað að undanfögnu og verðbólguhorfur versnað. Er nú talið að verðbólga nái hámarki í rúmlega 3% síðar á árinu 2011, sem skýrist fyrst og fremst af miklum verðhækkunum hrá- og olíuvöru. Einnig er gert ráð fyrir að gengi krónunnar verði lægra á spátímanum og að launahækkningar verði heldur meiri og framhlaðnari en sérfræðingar Seðlabankans höfðu áður reiknað með. Hins vegar gæti hluti verðhækkana hrá- og olíuvöru verið tímabundinn og spáir Seðlabankinn því að þegar áhrif þessara tímabundnu þátta fjara út muni það ásamt slakanum í þjóðarbúskapnum tryggja að verðbólga leiti á ný í markmið á seinni hluta ársins 2012.

Eins og fjallað er um í nýjasta hefti *Peningamála* eru horfurnar háðar mikilli óvissu. Niðurstaða þjóðaratkvæðagreiðslunnar um Icesave-samninginn á töluverðan þátt í þeirri óvissu. Þótt sumir hagvísar gefi tilefni til meiri bjartsýni um framvinduna er áhættan talin vera meiri niður á við heldur en upp á við.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá stöðu deilunnar vegna bóta til innstæðueigenda í erlendum útibúum Landsbankans, stöðu fimmtu endurskoðunar samstarfsáætlunar íslenskra stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og þeirrar lánaþyrngreiðslu sem henni tengist, og horfum um gjaldeyrisforðann. Aðstoðarseðlabankastjóri gerði grein fyrir fundum íslensku sendinefndarinnar með fulltrúum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og fundum sínum með fulltrúum stjórnvalda og fjármálastofnana á vorkundi Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í Washington. Nefndarmönnum var einnig greint frá nýlegum fundum með Samtökum atvinnulífsins og Alþýðusambandi Íslands og með framkvæmdastjórum Arion banka, Landsbankans og Íslandsbanka.

Fram kom í umræðum nefndarinnar að þrátt fyrir veikari efnahagssumsvif hefðu verðbólguvæntingar til lengri og skemmri tíma aukist að undanfögnu og verðbólguhorfur til næstu ára versnað.

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 20. apríl mun verðbólga ná hámarki í rúmlega 3% síðar á þessu ári og haldast svipuð þar til í byrjun næsta árs. Ef gengi krónunnar verður stöðugt og að gefnum þeim slaka sem er til staðar í þjóðarbúskapnum er því spáð að verðbólga hjaðni á ný í markmið á seinni hluta ársins 2012.

Að mati nefndarmanna skýrist meiri verðbólga en áður var spáð einkum af töfðum áhrifum lægra gengis krónunnar og nýlegum verðhækkunum hrá- og olíuvöru. Nefndarmenn héldu því fram að að því marki sem verðhækkningar verða tímabundnar sé ólíklegt að þær hafi viðvarandi áhrif á langtímaverðbólguvæntingar og launa- og verðmyndun. Hins vegar gætu launahækkningar sem felast í fyrirliggjandi drögum að kjarasamningum reynst meiri en samræmist verðbólgu markmiðinu til lengri tíma litið.

Fyrstu skrefin í tveggja áfanga áætluninni um losun gjaldeyrishafta ættu að vera að mestu hlutlaus varðandi áhrif þeirra á gjaldeyrisforðann. Ef sú verður raunin ættu þau að hafa lítil áhrif á aðhald peningastefnunnar til skamms tíma.

Að mati nefndarmanna hefur niðurstaða þjóðaratkvæðagreiðslunnar um Icesave-samninginn 9. apríl sl. heldur aukið hættuna á að krónan veikist þar sem hún gæti haft áhrif á lánshæfismat ríkissjóðs og þar með lánskjör Íslands á erlendum fjármálamörkuðum. Það kann að takmarka svigrúm peningastefnunnar á næstu

misserum. Niðurstaðan gæti einnig hægt á losun gjaldeyrishaftanna. Nefndarmenn álitu þó að það hefði dregið úr neikvæðum áhrifum að ekki væri líklegt að efnahagsáætlunin með Alþjóðagjaldeyrissjóðnum raskaðist.

Nefndarmenn ræddu hugsanlegar breytingar á aðhaldi peningastefnunnar. Að mati nefndarmanna hafa verðbólguhorfur versnað, að minnsta kosti til skamms tíma, og verðbólguvæntingar aukist. Niðurstaða þjóðaratkvæðagreiðslunnar um Icesave-samninginn hefur einnig aukið hættu á veikari gengisþróun krónunnar. Hins vegar hafa hagvaxtar- og atvinnuhorfur versnað.

Þrjár mismunandi vaxtaákvörðanir voru ræddar: að halda vöxtum óbreyttum eða að hækka eða lækka þá um 0,25 prósentur. Með hliðsjón af umræðunni og mismunandi sjónarmiðum sem fram komu lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu hafðir óbreyttir: innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 3,25%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 4,0%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 4,25% og daglánavextir 5,25%.

Fjórir nefndarmenn greiddu atkvæði með tillögu seðlabankastjóra. Einn nefndarmaður greiddi atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra og kaus heldur að hækka vexti um 0,25 prósentur. Þessi nefndarmaður áleit þá þætti vega þyngra sem leiddu til þrálátari verðbólgu, svo sem launaþrýsting, auknar verðbólguvæntingar og hugsanlega veikingu krónunnar.

Nefndarmenn voru sammála um að óvissa væri um í hvaða átt næstu vaxtabreytingar yrðu. Peningastefnunefndin er sem fyrr reiðubúin til þess að breyta aðhaldi peningastefnunnar eins og nauðsynlegt er með hliðsjón af því tímabundna markmiði hennar að stuðla að gengisstöðugleika og í því skyni að tryggja að verðbólga verði nálægt markmiði til lengri tíma litið.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundina:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Anne Sibert, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn fundina.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 15. júní 2011.