



SKÝRSLA PENINGASTEUFNUNEFNDAR TIL ALÞINGIS

2011 • 1

Skýrsla peningastefnunefndar til Alþingis

1. júlí 2011

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 á sameiginlegum fundi efnahags- og skattanefndar, fjárlaganefndar og viðskiptanefndar.

Lögin kveða svo á að peningastefnunefnd haldi fundi að minnsta kosti átta sinnum á ári. Frá því að nefndin tók til starfa hinn 26. febrúar 2009 hefur verið haldinn tuttugu og einn fundur, þar af fjórir fundir síðan síðasta skýrsla var send Alþingi. Eftirfarandi skýrsla fjallar um störf nefndarinnar frá janúar til júní 2011.

Mótun peningastefnunnar

Eins og kveðið er á um í lögum um Seðlabanka Íslands er meginmarkmið peningastefnunnar verðstöðugleiki. Þetta markmið er útfært nánar sem 2½% verðbólguþröskulur í sameiginlegri yfirlýsingu bankans og ríkisstjórnar frá 27. mars 2001. Við framkvæmd peningastefnunnar byggir peningastefnunefndin m.a. ákvarðanir sínar á mati á stöðu efnahagsmála og horfum um þjóðarþúskaðinn eins og það birtist í riti bankans, *Peningamálum*.

Í kjölfar efnahagskreppunnar hefur meginviðfangsefni peningastefnunnar verið að stuðla að stöðugu gengi krónunnar í samræmi við sameiginlega efnahagsstefnu stjórnvalda, Seðlabankans og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins auk þess að tryggja verðstöðugleika. Þetta var álitid lyklatríði á meðan verið var að koma á stöðugleika og endurskipuleggja efnahagsreikninga heimila og fyrirtækja auk þess sem gengisstöðugleiki hafði mikilvæg áhrif til hjöðunar verðbólgu. Samfara því að vægi gengistryggðra og tengdra lána hefur minnkað og endurskipulagning skulda hefur miðað áfram hafa verðbólguhorfur þó aftur fengið aukna þýðingu við ákvarðanir í peningamálum. Í yfirlýsingum og fundargerðum peningastefnunefndar, sem fylgja þessari skýrslu, er að finna röksemdir nefndarinnar fyrir ákvörðunum hennar.

Þróunin frá janúar til júní 2011

Breytilegt er hverju sinni hvaða vextir Seðlabankans skipta mestu máli fyrir ákvörðun skammtíma vaxta á markaði en frá því snemma árs 2009 hafa vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana og hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum haft mest áhrif. Í árslok 2010 voru vextir

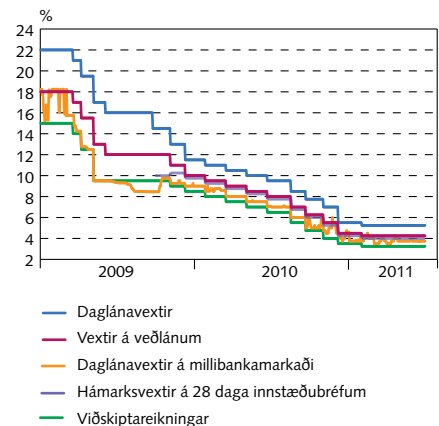
Tafla 1. Vextir Seðlabanka Íslands 2011 (%)

Dags.	Viðskiptareikningur	28 daga innstæðubréf (hámark)	7 daga veðlán	Daglánavextir
15. júní	3,25	4,00	4,25	5,25
20. apríl	3,25	4,00	4,25	5,25
16. mars	3,25	4,00	4,25	5,25
2. feb	3,25	4,00	4,25	5,25
8. des '10	3,50	4,25	4,50	5,50

Mynd 1

Vextir Seðlabankans og skammtíma-markaðsvextir

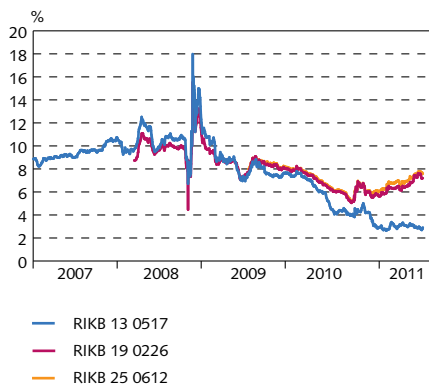
Daglegar tölur 1. janúar 2009 - 1. júlí 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

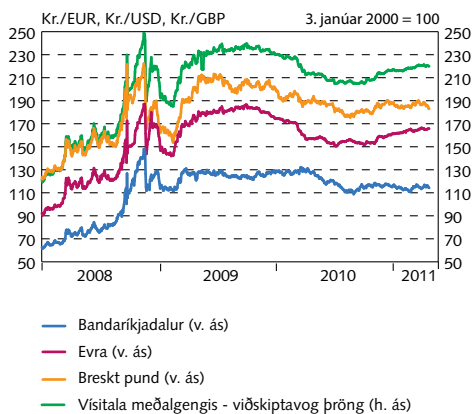
Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 1. júlí 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

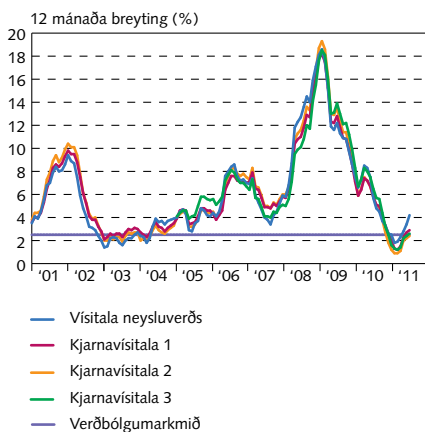
Gengi krónu gagnvart erlendum gjaldmiðlum
Daglegar tölur 3. janúar 2008 - 1. júlí 2011



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Verðbólga janúar 2001 - júní 2011¹



1. Kjarnavísitölur mæla undirliggjandi verðbólgu, kjarnavísitala 1 er vísitala neysluverðs án búvöru, grænmetis, ávaxta og bensíns. Í kjarnavísitölu 2 er að auki verðlag opinberra þjónustu undanskilið. Kjarnavísitala 3 undanskilur til viðbótar áhrif af breytingum raunvaxta.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

á viðskiptareikningum 3,50% og hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 4,25%. Í kjölfar júnifundar peningastefnunnar voru vextir á viðskiptareikningum 3,25%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 4,00%, vextir á lánum gegn veði til sjö daga 4,25% og daglánavextir 5,25% (sjá mynd 1).

Í febrúar sl. var skilaboðum nefndarinnar um líklega framtíðarþróun peningastefnunnar breytt. Í stað þess að gefa til kynna að frekari slökun væri líkleg var því lýst yfir að meiri óvissa ríkti um framtíðarpeningastefnu. Í júní gaf peningastefnunnendin til kynna að líkur hefðu aukist á meira aðhaldi peningastefnunnar í kjölfar þess að vænt verðbólga hefði aukist.

Frá ársbyrjun hefur ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa hækkað um allt að 2,2 prósentur en ávöxtun íbúðabréfa hefur lækkað um allt að 0,5 prósentum (sjá mynd 2). Gengi krónunnar hefur lækkað um rúm 7% gagnvart evru frá byrjun janúar, um tæplega 5½% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu, en styrkst um rúmlega 1% gagnvart Bandaríkjadal (sjá mynd 3).

Verðbólga hefur aukist frá byrjun ársins og verðbólguhorfur hafa versnað (sjá mynd 4). Í desember 2010 var mæld ársverðbólga 2,5% samkvæmt vísitölu neysluverðs og kjarnaverðbólga 3, sem undanskilur áhrif neysluskatta, sveiflukenna þætti eins og matvæli og bensín, opinbera þjónustu og vaxtagreiðslur af húsnæðislánum, mældist 1%. Í júní hafði verðbólga aukist í 4,2% og kjarnaverðbólga 3 án skattaáhrifa mældist 2,5%. Verðbólgan var 3,5% á öðrum ársfjórðungi 2011 og hafði aukist úr 2% á fyrsta ársfjórðungi 2011. Mæld ársverðbólga umfram 4% kallar á greinargerð frá Seðlabankanum til stjórnvalda þar sem ástæðurnar fyrir frávikinu frá verðbólgu markmiðinu eru útskýrðar, fjallað um viðbrögð peningastefnunnar og hversu langan tíma búist er við að það taki að ná verðbólgu markmiðinu á ný. Þessi greinargerð var birt hinn 30. júní og fylgir með sem ítarefni þessarar skýrslu.

Ítarefni

Með þessari skýrslu fylgir eftirfarandi ítarefni:

1. Yfirlýsingar peningastefnunnar frá febrúar 2011.
2. Fundargerðir peningastefnunnar frá febrúar 2011.
3. Starfshættir peningastefnunnar, desember 2010.
4. Áætlun um losun gjaldeyrishafta, mars 2011.
5. Bréf til efnahags- og viðskiptaráðherra og greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram þölmörk.
6. Yfirlýsing ríkisstjórnar og Seðlabanka um verðbólgu markmið, mars 2001.

Fyrir hönd peningastefnunnar Seðlabanka Íslands,



Már Guðmundsson

seðlabankastjóri og formaður peningastefnunnar

Yfirlýsing peningastefnunefndar 2. febrúar 2011

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að lækka vexti bankans um 0,25 prósentur. Vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana lækka í 3,25%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum lækka í 4,0%, vextir á lánum gegn veði til sjö daga lækka í 4,25% og daglánavextir lækka í 5,25%.

Áfram dró úr verðbólgu í desember og janúar. Tólf mánaða verðbólga var 1,8% í janúar eða 1,6% að áhrifum hærri neysluskatta frátöldum. Hún er því nokkuð undir 2½% verðbólgu markmiði bankans. Tilfallandi verðlækkunir bættust við árstíðarbundna lækkun vísitölu neysliverðs í janúar. Sem fyrr stuðla hagstæð gengisþróun undanfarið ár, lækkandi verðbólguvæntingar og slaki í þjóðarbúskapnum að lítilli og stöðugri verðbólgu.

Samkvæmt spánni sem birt er í *Peningamálum* í dag, verður efnahagsbatinn heldur meiri í ár en Seðlabankinn spáði í nóvember. Spáð er 2,8% hagvexti í ár og líðlega 3% vexti á árunum 2012 og 2013. Verðbólga hefur verið heldur minni en fólst í nóvemberspánni, aðallega vegna einskisáhrifa breytinga á opinberum gjöldum, og er því spáð að hún verði eitthvað undir verðbólgu markmiðinu nánast til loka spátímans.

Þótt grunnefnahagsþættir og gjaldeyrishöft styðji áfram við gengi krónunnar hefur viðskiptavegið gengi krónu lækkað um 4½% frá fundi peningastefnunefndar í desember. Enn er of snemmt að fullyrða að hve miklu leyti lækkunina megir rekja til tímabundinna þátta. Umtalsverð kaup Seðlabankans á gjaldeyri undir lok síðasta árs, sem ætlað var að draga úr gjaldeyrismissvægi fjármálastofnana og auka óskuldsettan gjaldeyrisforða Seðlabankans, gætu einnig hafa haft skammtímaáhrif á gengi krónunnar.

Þar sem horfur eru á að verðbólga verði áfram við verðbólgu markmiðið og í ljósi þess að vextir eru í sögulegu lágmarki ríkir aukin óvissa um í hvaða átt næstu vaxtabreytingar verða. Áætlanir um afnám hafta á fjármagnshreyfingar skapa einnig óvissu til skemmri tíma. Peningastefnunefndin er 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 lítið.

Yfirlýsing peningastefnunefndar 16. mars 2011

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana verða áfram 3,25%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 4,0%, vextir á lánum gegn veði til sjö daga 4,25% og daglánavextir 5,25%.

Verðbólga mælist nú 1,9% en útlit er fyrir að hún verði heldur meiri á næstunni en áður hafði verið spáð, þrátt fyrir vísbendingar um veikari efnahagsumsvif. Þetta skýrist í meginatriðum af mikilli hækkun hrávöru- og olíuverðs á alþjóðamörkuðum. Horft til lengri tíma ætti þessi framvinda ekki að hafa neikvæð áhrif á verðbólguhorfur meðan langtíma verðbólguvæntingar og launapróun verða ekki fyrir áhrifum. Skammtíma verðbólguvæntingar hafa hins vegar risið að undanfögnu. Eigi að síður er sem fyrr gert ráð fyrir að verðbólga verði undir verðbólguþolmiðinu á næstu mánuðum áður en hún tekur að nálgast það á ný.

Þótt grunnefnahagsþættir og gjaldeyrishöft styðji áfram við gengi krónunnar hefur viðskiptavegið gengi hennar lækkað um u.þ.b. 1% frá fundi peningastefnunefndar í febrúar og um 5½% frá því að gengið var sterkast í nóvember sl. Enn er of snemmt að fullyrða að hve miklu leyti megji rekja lækkunina til tímabundinna þátta, eða hvort minni áhættuleiðréttur skammtíma vaxtamunur við helstu viðskiptalönd hafi einnig haft áhrif.

Nýlega birtir þjóðhagsreikningar benda til þess að heldur meiri slaki hafi verið í þjóðarbúskapnum en gert hafði verið ráð fyrir. Þótt innlend eftirspurn á síðasta ári hafi verið í samræmi við væntingar, var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar minna en gert hafði verið ráð fyrir vegna meiri vaxtar innflutnings, þrátt fyrir að vöxtur útflutnings hafi verið kröftugri. Áætlanir Hagstofu Íslands benda til þess að landsframleiðslan hafi dregist meira saman á síðasta ári en Seðlabankinn spáði í febrúar. Eins og ávallt, er hins vegar ástæða til að túlka fyrstu áætlanir þjóðhagsreikninga af varfærni. Að þessu sinni bendir mikill innflutningur fjárfestingarvöru til þess að innlend eftirspurn gæti hafa verið meiri en fyrstu áætlanir þjóðhagsreikninga sýna.

Nýjustu gögn um framvindu efnahagsmála, verðbólgu og gengisþróun gefa nokkuð misvísandi leiðsögn um þörf fyrir breytt aðhald peningastefnunnar. Óvissa vegna fyrirhugaðrar þjóðaratkvæðagreiðslu um Icesave-samninginn og sú staðreynd að áætlun um losun gjaldeyrishafta

hefur enn ekki verið að fullu lokið gefur tilefni til sérstakrar aðgæslu um þessar mundir.

Þar sem horfur eru á að verðbólga verði áfram við verðbólgumarkmiðið og í ljósi þess að vextir eru í sögulegu lágmarki ríkir aukin óvissa um það í hvaða átt næstu vaxtabreytingar verða. Áætlanir um afnám hafta á fjármagnshreyfingar skapa einnig óvissu til skemmri tíma. Peningastefnunefndin er 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.

Yfirlýsing peningastefnunefndar 20. apríl 2011

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana verða áfram 3,25%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 4,0%, vextir á lánum gegn veði til sjö daga 4,25% og daglánavextir 5,25%.

Nokkrir misvísandi þættir höfðu áhrif á ákvörðun nefndarinnar. Annars vegar hafa verðbólguhorfur versnað, a.m.k. til skamms tíma, verðbólguvæntingar aukist og raunvextir Seðlabankans lækkað umtalsvert. Niðurstaða atkvæðagreiðslunnar um Icesave-samninginn hefur einnig aukið hættu á veikari gengisþróun krónunnar. Hins vegar hafa hagvaxtar- og atvinnuhorfur versnað samkvæmt grunnsþá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* í dag og hætta er á að hagvöxtur verði enn minni vegna niðurstöðu atkvæðagreiðslunnar.

Þrátt fyrir veikari efnahagssumsvif hafa verðbólguvæntingar aukist að undanfögnu og verðbólguhorfur til næstu ára versnað. Verðbólga hefur aukist undanfarna tvo mánuði og mældist tólf mánaða verðbólga 2,3% í mars. Spáð er að verðbólga nái hámarki í rúmlega 3% síðar á þessu ári og haldist svipuð þar til í byrjun næsta árs. Meiri verðbólga en áður var spáð skýrist einkum af lægra gengi krónunnar og nýlegum verðhækkunum hrá- og olíuvöru. Að því marki sem verðhækkanirnar verða tímabundnar er ólíklegt að þær hafi viðvarandi áhrif á langtímaverðbólguvæntingar og launa- og verðmyndun. Haldist gengi krónunnar stöðugt og að gefnum þeim slaka sem er til staðar í þjóðarþúskapnum er því spáð að verðbólga lækki á ný í markmið á seinni hluta næsta árs. Hins vegar virðast launahækkanir sem felast í fyrirbyggjandi drögum að kjarasamningum heldur meiri en samræmist verðbólgu markmiðinu til lengri tíma lítið.

Áætlun um losun gjaldeyrishafta hefur lítil áhrif á peningastefnuna til skamms tíma, vegna þess að fyrstu skrefin í tveggja áfanga áætluninni ættu að vera nokkurn veginn hlutlaus hvað varðar áhrif á gjaldeyrisforðann.

Niðurstaða atkvæðagreiðslunnar um Icesave-samninginn hinn 9. apríl sl. hefur heldur aukið hættu 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 peningastefnunefndarinnar á næstu misserum. Niðurstaðan gæti einnig hægt á losun gjaldeyrishaftanna. Hins vegar dregur það úr neikvæðum

áhrifum að ekki er líklegt að efnahagsáætlunin með Alþjóðagjaldeyrissjóðnum raskist.

Óvissa er um í hvaða átt næstu vaxtabreytingar verða. Peningastefnunefndin er 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.

Yfirlýsing peningastefnunefndar 15. júní 2011

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum. Vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana verða áfram 3,25%, hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum 4,0%, vextir á lánum gegn veði til sjö daga 4,25% og daglánavextir 5,25%.

Verðbólguhorfur hafa versnað frá síðasta fundi peningastefnunefndar, a.m.k. til skemmri tíma, og raunvextir Seðlabankans lækkað. Nýjar upplýsingar sem hafa birst frá síðustu vaxtaákvörðun breyta ekki horfum um hagvöxt og atvinnu. Hins vegar benda nýlegar yfirlýsingar til að horfur séu á meiri slaka í ríkisfjármálum en áður var gert ráð fyrir.

Verðbólga hefur aukist undanfarna fjóra mánuði. Tólf mánaða verðbólga mældist 3,4% í maí og er gert ráð fyrir að verðbólga verði áfram nokkuð mikil út næsta ár. Hins vegar er kjarnaverðbólga við verðból gumarkmiðið. Meiri verðbólga skýrist m.a. af lágu gengi krónunnar og nýlegum verðhækkunum hrá- og olíuvöru. Haldist gengi krónunnar stöðugt og að því marki sem verðhækkarnir reynast tímabundnar er ólíklegt að þær hafi langvarandi áhrif á verðbólgu.

Miðað við núverandi gengi krónunnar virðast hins vegar launahækkarnir sem felast í nýgerðum kjarasamningum vera meiri en samræmist verðból gumarkmiðinu til lengdar. Þegar efnahagsbatinn færir í aukana gæti launaþrýstingur frá útflutningsgeiranum leitt til aukinna langtímaverðbólguvæntinga. Til þess að draga úr líkum á því að það gerist gæti reynst nauðsynlegt að auka aðhald peningastefnunnar á næstunni, en ákvarðanir í peningamálum munu sem fyrr taka mið af nýlegri þróun og horfum.

Peningastefnunefndin er 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 lítið.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,

febrúar 2011

Birt: 16. febrúar 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 funda peningastefnunefndarinnar 31. janúar og 1. febrúar 2011, en á þeim ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 2. 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, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 8. desember, eins og þær komu fram í endurskoðaðri spá og áhættugreiningu sem birtist í *Peningamálum* 2011/1 2. febrúar.

Fjármálamarkaðir

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 4,3% lægra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í febrúar en á desemberfundinum. Milli funda hafði gengi krónunnar veikst um 3,5% gagnvart sterlingspundi, um 1,6% gagnvart Bandaríkjadal og um 4,2% gagnvart evru.

Seðlabankinn hafði keypt 34,5 milljónir evra á innlendum gjaldeyrismarkaði frá því að hann hóf regluleg kaup erlends gjaldeyris í lok ágúst. Þar að auki keypti Seðlabankinn erlendan gjaldeyri sem nam 160 milljónum evra á markaðnum í desember 2010 til að

draga úr gjaldeyrismisvægi fjármálastofnana og stuðla að auknum stöðugleika í fjármálakerfinu.

Viðskipti á aflandsmarkaðnum jukust seint í desember en eru áfram lítil. Gengi krónunnar á aflandsmarkaðnum hefur veikst frá því að síðasti fundur var haldinn og hafa viðskipti farið fram á gengi 255-270 gagnvart evru.

Áhættuálag fyrir Ríkissjóð Íslands hækkaði um u.þ.b. 0,5 prósentur í byrjun janúar en hefur lækkað síðan. Álagið var 2,74 prósentur á febrúarfundinum, samanborið við 2,71 prósentu á desemberfundinum.

Um 86,7 ma.kr. voru útistandandi í innstæðubréfum þegar febrúarfundurinn var haldinn, u.þ.b. 29 ma.kr. minna en á desemberfundinum.

Daglánavextir á millibankamarkaði höfðu sveiflast mikið á tímabilinu frá síðasta fundi peningastefnunefndar. Viðskipti á millibankamarkaði námu 40 ma.kr. á tímabilinu og voru fyrst og fremst daglánaviðskipti, þótt lán til lengri tíma hafi einnig verið veitt.

Frá desemberfundinum hafði ávöxtunarkrafa í útboði ríkisskuldabréfa með gjalddaga á næstu fimm árum lækkað um 0,24-0,60 prósentur. Ávöxtunarkrafa á ríkisskuldabréfum til lengri tíma hafði hækkað um 0,40-0,48 prósentur. Ávöxtunarkrafa á stysta flokki verðtryggðra íbúðabréfa hafði lækkað um 0,75 prósentur, en ávöxtunarkrafa annarra flokka íbúðabréfa hafði á hinn bóginn hækkað um 0,01-0,06 prósentur.

Í vikunni fyrir febrúarfundinn hélt Lánasýsla ríkisins útboð á nýjum flokki ríkisskuldabréfa til tuttugu ára. Heildarupphæð útgefina bréfa var 11.282 m.kr. að nafnvirði.

Bráðabirgðatölur um bankakerfið í desember sýndu að útistandandi útlán til innlendra aðila höfðu dregist saman um 1,5% frá fyrri mánuði. Útlán til fyrirtækja drógust saman um 0,7%, en heildarútlán til heimila jukust um 1,0%. Vítt skilgreint peningamagn (M3) hélt einnig áfram að dragast saman, en það endurspeglar einkum tilfærslu frá innlánum til verðbréfasjóða.

Frá tilkynningu um vaxtaákvörðun peningastefnunefndar 8. desember höfðu virkir raunstyrivextir (nú um stundir skilgreindir sem einfalt meðaltal innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa), samkvæmt mismunandi mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingum, hækkað um 0,9 prósentur að meðaltali í 2,1%. Þó ber að taka fram að bætтар verðbólguhorfur endurspeglar að hluta einskíptisáhrif breytinga á opinberum gjöldum sem skýra helming raunvaxtahækkunarinnar. Áhættuleiðréttur skammtíamavaxtamunur við helstu viðskiptalönd hafði lækkað um 0,6 prósentur í 0,8%, einkum vegna vaxtabreytinga erlendis.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja, viðskiptavakar og verðbréfamíðlarar væntu 0,25-0,75 prósentna vaxtalækkunar á febrúarfundinum, en breytingar ávöxtunarkröfu á skuldabréfamarkaði gáfu til kynna væntingar um 0,25 prósentna lækkun. Skiptar skoðanir voru um vaxtaávarðanir í framtíðinni; tvær af fimm greiningardeildum bjuggust við lækkun í mars 2011, en aðrar væntu þess að vextir héldust óbreyttir.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt síðustu spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í janúar, er þess vænst að hagvöxtur í heiminum verði 4,4% árið 2011, sem er heldur meiri vöxtur en Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáði í október 2010. Spáin fyrir alþjóðaviðskipti árið 2011 er

í samræmi við októberspána, eða að þau aukist um 7%. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáir að hagvöxtur í heiminum verði 4,5% og að alþjóðaviðskipti aukist um 6,8% árið 2012.

Afgangur af vöruskiptum var 10,4 ma.kr. í nóvember, sem er mun meiri afgangur en mældist á sama tíma árið áður (1,5 ma.kr.). Verðmæti útfluttrar vöru var rúmlega 48 ma.kr., en verðmæti innfluttrar vöru var um það bil 38 ma.kr. Bæði verðmæti útflutnings og innflutnings jókst um rúmlega 3% milli mánaða í nóvember og hvort tveggja hafði aukist milli ára. Verðmæti útflutnings jókst um 27% milli ára og munaði þar mest um hækkun útflutningsverðmætis áls. Verðmæti innflutnings jókst um 4%; ef undanskilin eru flugvélar og skip jókst verðmæti hans þó um rúmlega 15% og munaði þar mest um hækkun innflutningsverðmætis fjárfestingar- og neysluvara.

Samkvæmt bráðabirgðatölum minnkaði verðmæti út- og innflutnings óverulega milli mánaða í desember. Enda þótt útflutningsverðmæti í heild hafi dregist saman jókst útflutningsverðmæti iðnaðarvöru um 6% milli mánaða. Samkvæmt bráðabirgðatölum nam viðskiptaafgangur alls 11,5 ma.kr. í desember. Verðmæti útflutningsvöru var rúmlega 47 ma.kr., en verðmæti innflutnings tæplega 36 ma.kr.

Fyrstu þrjár vikurnar í janúar hækkaði álverð um um það bil 5% miðað við nóvember. Verðmæti sjávarafurða hafði einnig farið hækkandi og hækkaði um 1% í nóvember.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Helstu hagvísar benda til þess að einkaneysla hafi haldið áfram að aukast á fjórða ársfjórðungi eftir snarpa aukningu á þriðja ársfjórðungi. Árstíðarleiðrétt greiðslukortavelta jókst um 2,9% milli þriðja og fjórða ársfjórðungs, en dagvöruvelta jókst um 1%. Samkvæmt könnun Capacent Gallup jukust árstíðarleiðrétt fyrirhuguð stórkaup um 1,2% milli kannananna í september og desember.

Skráð atvinnuleysi jókst óverulega milli ársfjórðunga á fjórða ársfjórðungi 2010, í 7,7%, og mældist 8,1% fyrir árið í heild. Atvinnuleysi eins og það er mælt í vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands var 7,4% á fjórða ársfjórðungi 2010 og 7,6% allt árið 2010.

Launavísitalan hækkaði um 0,7% milli ársfjórðunga á fjórða ársfjórðungi og um 5,1% milli ára. Árið 2010 hækkaði launavísitalan um 4,8%, sem var hækkun frá 3,9% árið áður. Raunlaun lækkuðu um 0,6% milli 2009 og 2010 eftir 7,2% lækkun árið 2009.

Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar sýnir að vinnuafleiftirspurn dróst saman á alla mælikvarða milli ára á síðasta fjórðungi ársins 2010. Heildarvinnustundum fækkaði um 3,9% milli ára, bæði vegna fækkunar fólks við vinnu og styttri vinnuviku.

Vísbendingar gefa til kynna nokkurn áframhaldandi slaka á vinnumarkaðnum. Um 13 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fækka starfsmönnum á næstu sex mánuðum en fjölga, samkvæmt viðhorfskönnun sem Capacent Gallup gerði í desember meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Samkvæmt viðhorfskönnuninni vildu einnig fleiri fyrirtæki fækka starfsfólki í desember en í september og færri höfðu í hyggju að fjölga starfsfólki. Mest breyting var á áformum fyrirtækja í fiskvinnslu um að fækka fólki: um það bil þriðjungur þeirra vildi fækka starfsfólki í desember en aðeins 14% í september. Nýleg könnun sem Samtök atvinnulífsins gerðu meðal aðildarféлага sinna er í samræmi við þetta og gefur til kynna að fyrirtæki hyggjast fækka starfsmönnum um 1.000 á næstu sex mánuðum. Það jafngildir því að atvinnuleysi aukist um rétt rúmlega ½ prósentu.

Vísitala raunverðs atvinnuhúsnæðis lækkaði um 0,6% milli ársfjórðunga á fjórða ársfjórðungi 2010 og um tæplega 30% milli ára. Vísitalan lækkaði um 31% milli 2009 og 2010 eftir 22% lækkun árið áður. Velta á markaði með atvinnuhúsnæði jókst um 21% milli ársfjórðunga á fjórða ársfjórðungi 2010 og um 22% milli ára fyrir árið í heild eftir að hafa dregist saman um 41% árið 2009.

Vísitala húsnæðisverðs fyrir allt landið, sem Hagstofan birti í desember, lækkaði um 0,1% frá fyrri mánuði. Vísitalan lækkaði um 1,4% milli ára 2010 eftir 8,3% lækkun árið 2009. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Fasteignaskrá Íslands reiknar út, lækkaði um 0,1% milli mánaða í nóvember og um 0,2% þegar leiðrétt var vegna árstíðar. Um 4.600 kaupsamningar voru gerðir árið 2010, sem er 25% aukning frá 2009. Viðskipti á höfuðborgarsvæðinu jukust um 41% milli ára. Heildarvelta nam tæpum 115 ma.kr., sem er 16% aukning frá 2009.

Væntingar neytenda bötnuðu í janúar og væntingavísitalan er því sem næst orðin jafnhá og hún var síðasta haust, áður en hún lækkaði skarpt í október. Í upphafi ársins 2011 var væntingavísitalan heldur hærri en að meðaltali 2010.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup á væntingum fyrirtækja í desember 2010 eru stjórnendur fyrirtækja áfram svartsýnir á efnahagsástandið nú og í framtíðinni. Um það bil 75% stjórnenda fyrirtækja væntu þess að ástandið yrði áfram óbreytt eða versnaði á næstu sex mánuðum, sem er heldur lægra hlutfall en í könnuninni í september 2010. Fyrirtæki á landsbyggðinni eru svartsýnni en fyrirtæki á höfuðborgarsvæðinu, einkum vegna slakra væntinga í sjávarútvegi.

Almennar horfur um innlenda eftirspurn á næstu sex mánuðum voru dekkri í desember en í september. Rúmlega 28% stjórnenda fyrirtækja væntu þess að draga myndi úr innlendri eftirspurn, samanborið við fimmtung í síðustu könnun. Aðeins 17% fyrirtækja gera ráð fyrir að eftirspurn aukist, miðað við 25% í september. Þessi aukna svartsýni var einkum merkjanleg hjá sjávarútvegsfyrirtækjum og fyrirtækjum í samgöngum og ferðamennsku.

Stjórnendur fyrirtækja væntu 2% verðbólgu eitt ár fram í tímann (miðað við miðgildi), sem er hálfri prósentu minni verðbólga en í könnuninni í september. Í könnuninni frá því í desember 2009 mældust verðbólguvæntingar fyrirtækja að einu ári liðnu 6%.

Í annarri könnun Capacent Gallup í desember hjöðnuðu verðbólguvæntingar heimila að einu ári liðnu frá fyrri könnun (í september) um 2 prósentur og mældust 4% miðað við miðgildi. Miðað við miðgildi væntu heimili þess að tólf mánaða verðbólga yrði 5% eftir tvö ár, sem er óbreytt frá því í septemberkönnuninni.

Áfram dró úr verðbólgu í desember og janúar. Tólf mánaða verðbólga mældist 2,5% í desember og hjaðnaði áfram niður í 1,8% í janúar þegar neysliverðsvísitalan lækkaði um 0,9% milli mánaða. Að frátöldum áhrifum hærri áfengis-, tóbaks- og eldsneytisgjalda lækkaði neysliverðsvísitalan um 1,1% í janúar; tólf mánaða undirliggjandi verðbólga (að frátöldum áhrifum óbeinna skatta) var því 1,6%. Árstíðarleiðrétt vísitala neysliverðs lækkaði um 0,06% á síðustu þremur mánuðum, sem er 0,2% lækkun á ársgrundvelli.

Helsti áhrifaþáttur til lækkunar vísitölu neysliverðs í janúar voru miklar vetrarútsölur sem höfðu 0,9 prósentna áhrif til lækkunar vísitölunnar. Næststærsti áhrifaþátturinn var 0,4% tilfallandi lækkun vísitölu neysliverðs vegna þess að Hagstofan hefur ákveðið að sleppa útvarpsgjaldi við útreikning vísitölunnar vegna þess að hún lítur svo á að um

beinan skatt sé að ræða. Þetta hafði bæði áhrif á verðbólgu samkvæmt breytingu vísitölu neysluverðs og verðbólgu að frátöldum áhrifum af breytingum á neyslusköttum og í því felst að báðir mælikvarðar á árlega verðbólgu verða 0,4 prósentum lægri en ella þangað til í janúar 2012.

Kostnaður vegna eigin húsnæðis minnkaði um 1,8% í janúar, einkum vegna lækkunar markaðsverðs sem stafaði aðallega af verðlækkun einbýlishúsa á höfuðborgarsvæðinu.

Verðhækkun ýmissar annarrar opinberrar þjónustu um 3,4% leiddi til 0,25% hækkunar vísitölu neysluverðs. Verð mat- og drykkjarvöru hækkaði um 1,4% í janúar. Verð bensíns og olíu hækkaði einnig og leiddi til 0,18% hækkunar vísitölu neysluverðs.

Samkvæmt uppfærðri spá sem var birt í *Peningamálum* 2. febrúar verður efnahagsbatinn heldur meiri í ár en spáð var í nóvember. Spáð er 2,8% hagvexti árið 2011. Í febrúarspánni er einnig gert ráð fyrir heldur meiri hagvexti næstu tvö árin eða rúmlega 3% hvort árið.

Þess er vænst að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verði meira en spáð var í nóvember, þar sem viðskiptakjör hafa batnað heldur meira en þá var gert ráð fyrir. Horfur um útflutning á þessu ári hafa vænkast, einkum vegna þess að útlit er fyrir minni samdrátt í útflutningi sjávarafurða en áður var gert ráð fyrir. Horfur eru einnig á að útflutningur aukist meira næstu tvö árin en spáð var í nóvember.

Þrátt fyrir hagstæðari viðskiptakjör og meiri utanríkisviðskipti er þess vænst að gengi krónunnar haldist meira og minna óbreytt til ársloka, um það bil 3% lægra að meðaltali en spáð var í nóvember.

Áætlað er að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum á árinu 2010 hafi numið 11% af landsframleiðslu, sem er nokkru meiri afgangur en spáð var í nóvember. Mældur viðskiptahalli á árinu 2010 eykst nokkuð frá nóvemberspánni eða úr 3% af landsframleiðslu í 3,5%. Horfur eru á að verulega dragi úr mældum viðskiptahalla í ár og að hann verði að jafnaði um 1% af landsframleiðslu út spátímann. Horfur um viðskiptajöfnuð án innlánsstofnana í slitameðferð hafa batnað um 5-7 prósentur frá nóvemberspánni og verður hann um 6-8% af landsframleiðslu á spátímanum.

Áætlað er að einkaneysla aukist um 3% á ári, bæði á þessu ári og árið 2012, sem er heldur meiri vöxtur en samsvarar vexti kaupmáttar ráðstöfunartekna. Því mun ganga á sparnað heimilanna allt fram á árið 2013 þegar gert er ráð fyrir að sparnaður fari að aukast á ný.

Áætlað er að fjárfesting hafi verið heldur meiri árið 2010 en fyrstu tölur Hagstofunnar gefa til kynna. Spáð er áframhaldandi vexti fjármunamyndunar árið 2011 eða tæplega 10%. Þetta er heldur meiri vöxtur en spáð var í nóvember og stafar að mestu leyti af kröftugri atvinnuvegafjárfestingu.

Horfur á vinnumarkaði eru svipaðar og í fyrri spá bankans. Svo virðist sem atvinna muni aukast aftur á fyrri helmingi ársins 2011, og að atvinnuleysi minnki smám saman þegar líður á árið.

Þróun verðbólgu hefur verið nokkurn veginn í samræmi við nóvemberspá Seðlabankans og verðbólguhorfur eru meira og minna óbreyttar frá því í nóvember. Horfur eru á að verðbólga á fyrsta ársfjórðungi 2011 verði nokkru minni en samkvæmt nóvemberspánni, einkum vegna breytingar Hagstofunnar á meðhöndlun útvarpsgjalds í vísitölu

neysluverðs og meiri útsöluáhrifa en búist var við. Spáð er að verðbólga verði undir verðbólgumarkmiði á árinu 2011 og nái lágmarki á fyrri hluta ársins.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá nýlokinni fjórðu endurskoðun samstarfsáætlunar íslenskra stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, lánaþingreiðslu sem henni tengdist og horfum varðandi gjaldeyrisforðann. Nefndarmönnum var einnig greint frá stöðu fimmtu endurskoðunar áætlunarinnar, því starfi sem nú fer fram innan Seðlabankans í samvinnu við önnur stjórnvöld í tengslum við afnám gjaldeyrishaftanna, stöðu deilunnar vegna bóta til innstæðueigenda í erlendum útibúum Landsbankans og nýlegum fundi með framkvæmdastjórn Samtaka atvinnulífsins. Nefndarmenn fjölluðu einnig um óvissu í sambandi við mat á jafnvægisraunvöxtum á Íslandi, hversu mikið þeir hefðu lækkað í kjölfar gjaldmiðils- og fjármálakreppunnar og hvert yrði jafnvægisvaxtastigið til lengri tíma litið þegar efnahagsbatanum í kjölfar kreppunnar lyki.

Fram kom í umræðunum að áfram hefði dregið úr verðbólgu í desember og janúar, þótt sérstakir tilfallandi þættir hefðu aukið árstíðarbundna hjöðnun í janúar. Í ljósi þess að tólf mánaða verðbólga væri 1,8% og verðbólga að frátöldum áhrifum neysluskatta 1,6% væri hún nokkuð undir 2½% verðbólgu markmiðinu. Fram kom hins vegar að u.þ.b. 0,4 prósentur af fráviki frá verðbólgu markmiðinu stafi af fyrrgreindri breytingu á meðferð útvarpsgjalds. Að mati nefndarmanna mun hagstæð gengisþróun undanfarið ár, lækkanði verðbólguvæntingar og slaki í þjóðarþúskapnum halda áfram að stuðla að lítilli og stöðugri verðbólgu.

Nefndarmenn bentu á að samkvæmt spánni sem birt var í *Peningamálum* 2. febrúar yrði efnahagsbatinn heldur meiri í ár en spáð var í nóvember. Ennfremur var verðbólga í janúar heldur minni en fólst í nóvember spánni, aðallega vegna einskisáhrifa breytinga á opinberum gjöldum. Samkvæmt spá bankans er þess þó vænst að verðbólga verði eitthvað undir verðbólgu markmiðinu nánast til loka spátímans.

Í umræðunum kom fram að viðskiptavegið gengi krónunnar hefði lækkað um 4½% frá fundi peningastefnunar nefndar í desember. Að mati nefndarmanna styðja grunnefnahagsþættir og gjaldeyrishöft áfram við gengi krónunnar og töldu þeir of snemmt að fullyrða að hve miklu leyti lækkunina megja rekja til tímabundinna þátta. Ennfremur gætu umtalsverð gjaldeyriskaup Seðlabankans í desember 2010, sem ætlað var að draga úr gjaldeyrismisvægi fjármálastofnana og auka óskuldsettan gjaldeyrisforða Seðlabankans, hafa haft einhver skammtímaáhrif á gengi krónunnar. Þótt nefndarmenn væru sammála um að veik staða krónunnar að undanfögnu gæti verið af tímabundnum orsökum töldu þeir að ekki væri hægt að útiloka að veruleg minnkun áhættuleiðrétts vaxtamunar við útlönd skipti hér einnig einhverju máli. Sumir nefndarmenn voru þeirrar skoðunar að þetta kallaði á varfærni ef frekari slökun á aðhaldi peningastefnunnar kæmi til álita.

Nefndarmenn ræddu einnig nýlegar breytingar á skammtíma vöxtum innan vaxtagangs bankans með hliðsjón af lausafjárstýringu bankans og tæknilegum vandamálum við framkvæmd markaðsviðskipta.

Nefndarmenn lögðu áherslu á að þar sem útlit væri fyrir að verðbólga yrði áfram við verðbólgu markmiðið og í ljósi þess að vextir væru í sögulegu lágmarki ríkti aukin óvissa

um í hvaða átt næstu vaxtabreytingar yrðu. Eins og áður skapa áætlanir um afnám hafta á fjármagnshreyfingar einnig óvissu um svigrúm til aðgerða til skemmri tíma.

Nefndarmenn ræddu þann möguleika að lækka vexti um 0 til 0,5 prósentur. Með hliðsjón af umræðunni og mismunandi sjónarmiðum sem fram komu lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu lækkaðir um 0,25 prósentur sem myndi lækka innlánsvexti (vexti á viðskiptareikningum) í 3,25%, hámarksvexti á 28 daga innstæðubréfum í 4,0%, vexti af lánum gegn veði til sjö daga í 4,25% og daglánvexti í 5,25%.

Nefndarmenn greiddu allir atkvæði með tillögu seðlabankastjóra, en einn nefndarmaður hefði þó kosið 0,25 prósentna meiri lækkun með þeim rökum að þótt upphaf efnahagsbatans væri í sjónmáli væri hann enn þá afar veikur og að æskilegt væri að örva hann enn frekar.

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 16. mars 2011.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,

mars 2011

Birt: 30. mars 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 um fund peningastefnunefndarinnar 15. mars 2011, en á honum ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 16. 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 2. febrúar.

Fjármálamarkaðir

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 1% lægra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í mars en á febrúarfundinum. Milli funda hafði gengi krónunnar veikt um 1,5% gagnvart evru. Hins vegar hafði það veikt um einungis 0,4% gagnvart Bandaríkjadal og styrkst um 0,2% gagnvart sterlingspundi. Seðlabankinn hefur keypt 43,5 milljónir evra á innlendum gjaldeyrismarkaði frá því að regluleg kaup erlends gjaldeyris hófust í lok ágúst 2010.

Viðskipti á aflandsmarkaðnum eru áfram lítil og hafa verið fátíð það sem af er árinu 2011. Viðskipti með krónu á aflandsmarkaðnum hafa farið fram á genginu 260-271 gagnvart evru frá því að síðasti fundur var haldinn.

Áhættuálag fyrir Ríkissjóð Íslands var 2,43 prósentur á marsfundinum samanborið við 2,74 prósentur á febrúarfundinum.

Um 70,5 ma.kr. voru útistandandi í innstæðubréfum þegar marsfundurinn var haldinn, u.þ.b. 16 ma.kr. minna en á febrúarfundinum.

Daglánavextir á millibankamarkaði höfðu sveiflast nokkuð á tímabilinu frá síðasta fundi peningastefnunefndar. Viðskipti á millibankamarkaði námu 72,3 ma.kr. frá febrúarfundinum og voru fyrst og fremst daglánaviðskipti, þótt lán til lengri tíma hafi einnig verið veitt.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisskuldabréfa hafði hækkað um 0,21-0,87 prósentur frá febrúarfundinum. Ávöxtunarkrafa íbúðabréfa hafði lækkað um 0,08-0,44 prósentur.

Bráðabirgðatölur um bankakerfið í janúar sýndu að hrein staða útistandandi útlána til innlendra aðila hafði hækkað um 0,2% frá fyrri mánuði sem endurspeglar óverulega lækkun á afskriftareikningi útlána fremur en merkjanlega aukningu nýrra útlána. Útlán til fyrirtækja drógust saman um 1,2% og heildarútlán til heimila lækkuðu um 1,7%. Vítt skilgreint peningamagn (M3) var þó óbreytt milli mánaða í janúar.

Frá tilkynningu um vaxtaákvörðun peningastefnunefndar 2. febrúar höfðu raunstýrivextir (þar sem virkir nafnstýrivextir eru nú um stundir skilgreindir sem einfalt meðaltal innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa), samkvæmt mismunandi mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingum, lækkað um 0,5 prósentur að meðaltali í 1,3%. Áhættuleiðrættur skammtímavaxtamunur við helstu viðskiptalönd hafði hækkað um 0,9 prósentur í 1,8%, einkum vegna innlendra vaxtabreytinga.

Flestir viðskiptavakar, miðlarar og sérfræðingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja væntu annaðhvort óbreyttra vaxta eða 0,25 prósentna vaxtalækkunar á marsfundinum. Breytingar á ávöxtunarkröfu á skuldabréfamarkaði gáfu til kynna svipaðar væntingar. Flestir aðilar vísuðu til aukinnar markaðsóvissu til skamms tíma vegna annars vegar yfirvofandi þjóðaratkvæðagreiðslu um Icesave-samninginn og hins vegar seinkunar á birtingu áætlunar um afnám gjaldeyrishafta sem veigamikils þáttar í mati þeirra.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Afgangur af vöruviðskiptum var 7,9 ma.kr. í janúar og samkvæmt bráðabirgðatölum 10,2 ma.kr. í febrúar. Vöruskiptajöfnuðurinn í janúar og febrúar jókst um 2% milli ára. Verðmæti útfluttrar vöru var 43 ma.kr. í janúar en verðmæti innfluttrar vöru var u.þ.b. 35 ma.kr.

Bæði verðmæti útflutnings og innflutnings jókst verulega milli ára í janúar. Verðmæti útflutnings jókst um 22% milli ára og munaði þar mest um hækkun útflutningsverðmætis áls og sjávarafurða. Verðmæti innflutnings jókst um 16% og munaði þar mest um hækkun innflutningsverðmætis fjárfestingarvöru, iðnaðarvöru og eldsneytis.

Bæði verðmæti útflutnings og innflutnings minnkaði þó milli mánaða í janúar: verðmæti útflutnings að undanskildum flugvélum og skipum um 10% og verðmæti innflutnings um 7%. Þessi þróun hélt áfram í febrúar samkvæmt bráðabirgðatölum, þar sem verðmæti útflutnings minnkaði um 0,7% og verðmæti innflutnings um 7%. Hvort tveggja hélt áfram að aukast í febrúar miðað við sama tíma árið áður.

Álverð hækkaði um tæplega 3% milli mánaða í febrúar og var u.þ.b. 7% hærra en meðalverðið á fjórða ársfjórðungi 2010. Það hélt áfram að hækka í mars og var 1% hærra fyrstu vikuna í mánuðinum en meðalverðið í febrúar. Álverð hefur ekki verið hærra en nú í tvö ár. Verðmæti sjávarafurða hefur einnig farið hækkandi og jókst um 1,5% milli mánaða í janúar.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Í mars birti Hagstofa Íslands endurskoðaðar tölur fyrir fyrstu þrjá ársfjórðunga 2010. Eins og vænst var í febrúarspá Seðlabankans voru tölurnar um landsframleiðslu endurskoðaðar upp á við frá bráðabirgðatölum Hagstofunnar í desember, einkum vegna öflugri fjárfestingar en áður hafði verið gert ráð fyrir. Samkvæmt hinum nýju tölum Hagstofunnar dróst landsframleiðsla saman um 4,6% frá sama tíma árið á undan, í samanburði við 5,5% í desembertölunum og 5,1% í febrúarspá Seðlabankans.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands dróst árstíðarleiðrétt landsframleiðsla saman um 1,5% milli ársfjórðunga á fjórða ársfjórðungi 2010 eftir 2,2% hagvöxt á þriðja ársfjórðungi. Framlag einkaneyslu og fjárfestingar til ársfjórðungslegs hagvaxtar á fjórða ársfjórðungi var jákvætt en framlag utanríkisviðskipta var á hinn bóginn neikvætt. Árið 2010 var framlag til ársfjórðungslegs hagvaxtar neikvætt frá öllum undirflokkum nema einkaneyslu sem var nánast ekkert. Þessar bráðabirgðatölur gefa til kynna þróttminni efnahagsumsvif á fjórða ársfjórðungi en vænst var í febrúarspánni og benda tölur Hagstofunnar til veikari fjárfestingar og kröftugri innflutnings í samanburði við spá Seðlabankans.

Fyrir árið í heild benda þessar bráðabirgðatölur til þess að samdráttur vergrar landsframleiðslu hafi verið 0,8 prósentum meiri en samkvæmt spánni eða 3,5% í stað 2,7% í spánni. Þar sem samdráttur í innlendri eftirspurn er í takt við það sem spáð var (-2,4% í samanburði við -2,5% í spánni), felst meginmunurinn í því að framlag utanríkisviðskipta er mun veikara, einkum vegna sterkari innflutnings vöru og þjónustu, sem stafar aðallega af endurskoðun á fyrri tölum Hagstofu Íslands um innflutta þjónustu og minni hækkun innflutningsverðs.

Viðskiptahallinn var 13,7% af landsframleiðslu eða 54 ma.kr. á fjórða ársfjórðungi 2010. Þetta er viðsnúningur frá fyrri ársfjórðungi þegar viðskiptajöfnuðurinn var jákvæður um 3% af landsframleiðslu. Undirliggjandi viðskiptajöfnuður – það er að frátöldum bönkum í slitameðferð – var neikvæður um 4,9% af landsframleiðslu á fjórða ársfjórðungi 2010.

Fyrir árið í heild var viðskiptahallinn tæplega 8% af landsframleiðslu árið 2010, en ef frátaldir voru bankar í slitameðferð var viðskiptajöfnuðurinn jákvæður um tæp 2%. Þetta er minni afgangur en áður var vænst vegna þess að afgangur af þjónustujöfnuði var endurskoðaður niður á við og halli á þáttatekjujöfnuði upp á við – sem endurspeglar ítarlegri upplýsingar um beina erlenda fjárfestingu sem sýna að tap innlendra fyrirtækja í eigu erlendra aðila var minna en áður hafði verið áætlað.

Samkvæmt bráðabirgðatölum um ríkisfjármál minnkaði hallinn úr rúmlega 10% af landsframleiðslu árið 2009 í u.þ.b. 8% árið 2010. Á sama tíma batnaði frumjöfnuður úr -6½% í -4,0% af landsframleiðslu.

Launavísitalan var nokkurn veginn óbreytt milli mánaða í janúar. Raunlaun hækkuðu um 0,9% milli mánaða og um 2,5% milli ára. Skráð atvinnuleysi jókst úr 8,0% í desember í 8,6% í febrúar.

Hátíðnivísibendingar sem hafa birst frá því að febrúarfundurinn var haldinn gefa heldur misvísandi skilaboð. Árstíðarleiðrétt greiðslukortavelta gefur til kynna að hægt hafi á innlendri einkaneyslu í janúar og febrúar eftir að hún tók nokkuð við sér á fjórða ársfjórðungi 2010 en velta í smásölu hefur aukist.

Húsnæðisverðvísitala Hagstofu Íslands fyrir allt landið, sem var birt í febrúar, hækkaði um 1,8% frá fyrri mánuði. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, lækkaði um 0,8% milli mánaða í janúar og um 0,3% þegar leiðrétt var vegna árstíðar. Um 39% fleiri kaupsamningar voru gerðir í janúar 2011 en í sama mánuði árið 2010, þótt þeir séu enn mjög fáir í sögulegu samhengi.

Væntingar neytenda versnuðu lítillega í febrúar og voru rétt fyrir ofan meðaltal síðustu tólf mánaða. Væntingar til vinnumarkaðarins lækkuðu mest. Eina undirvísitalan sem hækkaði lítillega milli mánaða var sú sem mælir almennar væntingar til efnahagslífsins.

Neysliverðvísitalan hækkaði um 1,18% milli mánaða í febrúar og ársverðbólga mældist 1,9%. Tólf mánaða verðbólga að frátöldum áhrifum skatta var 1,7%. Árstíðarleiðrétt vísitala neysliverðs hækkaði um 0,7% á síðustu þremur mánuðum eða 2,9% á ársgrundvelli.

Verð á öllum helstu undirliðum neysliverðsvísitölunnar hækkaði milli mánaða í febrúar. Eins og vænst var hækkaði verð á fatnaði, húsgögnum og öðrum húsbúnaði þegar vetrarútsölum lauk sem hafði tæplega 0,5 prósentna áhrif á neysliverðsvísitöluna. Verð sveiflukenndra undirliða svo sem matvöru, olíu og bensíns og flugfargjöld hækkuðu einnig í febrúar. Verðhækkun matvöru stafaði fyrst og fremst af innlendum afurðum frekar en af innfluttum vörum. Bensínverð innanlands hækkaði um u.þ.b. 9% á síðustu þremur mánuðum og verð á dagvöru um 2%. Kostnaður vegna eigin húsnæðis jókst um 1,7% í febrúar, einkum vegna hækkunar markaðsverðs, og er 1,1% minni en hann var fyrir ári.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá samvinnu við önnur stjórnvöld í tengslum við afnám gjaldeyrishaftanna, fundi seðlabankastjóra með þremur þingnefndum um peningastefnuna sem er haldinn tvisvar á ári og frá stöðu fimmtu endurskoðunar samstarfsáætlunar íslenskra stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Nefndarmönnum var einnig greint frá niðurstöðum árslokauppgjörs Arion banka og Íslandsbanka fyrir árið 2010 og frá nýlegum skrefum í endurskipulagningu fjármálakerfisins.

Fram kom í umræðunum að á næstunni væru horfur á heldur meiri verðbólgu en áður hafði verið spáð þrátt fyrir nokkrar vísibendingar um veikari efnahagssumsvif. Verðbólga mældist nú 1,9%. Að mati nefndarmanna stafa verri verðbólguhorfur fyrst og fremst af mikilli hækkun hrávöru- og olíuverðs á alþjóðamörkuðum sem ætti ekki að hafa neikvæð áhrif á verðbólguhorfur á meðan langtíma verðbólguvæntingar og launaþróun verða ekki fyrir áhrifum. Þótt skammtíma verðbólguvæntingar hafi risið að undanfögnu væntu nefndarmenn þess áfram að verðbólga yrði undir verðbólgu markmiðinu á næstu mánuðum og myndi nálgast það á ný til lengri tíma lítið.

Nefndarmenn bentu á að nýlega birtir þjóðhagsreikningar gæfu til kynna að heldur meiri slaki hefði verið í þjóðarbúskapnum en gert hafði verið ráð fyrir. Þótt innlend eftirspurn á árinu 2010 hefði verið í samræmi við væntingar var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar minna en gert hafði verið ráð fyrir vegna meiri vaxtar innflutnings, þrátt fyrir að vöxtur útflutnings hefði verið kröftugri. Áætlanir Hagstofu Íslands bentu því til þess að landsframléiðslan hefði dregist meira saman árið 2010 en Seðlabankinn hafði áður spáð. Að mati nefndarmanna ber þó ætíð að túlka fyrstu áætlanir þjóðhagsreikninga af varfærni. Að þessu sinni benti til dæmis mikill innflutningur fjárfestingarvöru til þess að innlend eftirspurn kynni að hafa verið meiri en fyrstu áætlanir þjóðhagsreikninga sýndu.

Í umræðunum kom fram að viðskiptavegið gengi krónunnar hefði lækkað um því sem næst 1% frá fundi peningastefnufndar í febrúar og um 5½% frá því að það var hæst í nóvember 2010. Þótt grunnefnahagsþættir og gjaldeyrishöft styðji áfram við gengi krónunnar héldu nefndarmenn því fram að enn væri of snemmt að fullyrða að hve miklu leyti mætti rekja lækkunina eingöngu til tímabundinna þátta eða hvort minni áhættuleiðréttur skammtíma vaxtamunur við helstu viðskiptalönd hefði einnig haft áhrif.

Nefndarmenn ræddu hugsanlegar breytingar á aðhaldi peningastefnunnar. Að mati nefndarmanna gáfu nýjustu gögn um framvindu efnahagsmála, verðbólgu og gengisþróun nokkuð misvísandi leiðsögn um þörf fyrir breytt aðhald peningastefnunnar. Að auki gæfi óvissa vegna fyrirhugaðrar þjóðaratkvæðagreiðslu um Icesave-samninginn og sú staðreynd að áætlun um losun gjaldeyrishafta hefði enn ekki verið að fullu lokið tilefni til sérstakrar aðgæslu um þessar mundir.

Tveir möguleikar voru ræddir: að halda vöxtum óbreyttum eða að 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 þótt einn nefndarmaður hefði kosið 0,25 prósentna lækkun vegna vísbendinga um heldur veikari efnahagssumsvif en spáð var í *Peningamálum* 2. febrúar. Einn nefndarmaður greiddi atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra og kaus heldur að lækka vexti um 0,25 prósentur vegna áframhaldandi veikrar stöðu þjóðarbúskaparins og skorts á hvers kyns verðbólguþrýstingi innanlands. Þessi nefndarmaður hélt því fram að ólíklegt væri að verðbólga af völdum óróa á alþjóðlegum hrávörumörkuðum myndi framkalla hrinu verð- og launahækkana í hinum veika íslenska þjóðarbúskap og hún ætti ekki að koma í veg fyrir að Seðlabankinn lækkaði vexti.

Nefndarmenn lögðu áherslu á að þar sem horfur væru á að verðbólga yrði áfram við verðbólguþrýsting og í ljósi þess að vextir væru fyrir neðan fyrra mat Seðlabankans á jafnvægisvöxtum, rétti áfram óvissa um það í hvaða átt næstu vaxtabreytingar yrðu. Áætlanir um afnám hafta á fjármagnshreyfingar skapa einnig óvissu um svigrúm til skemmri tíma.

Peningastefnufndin 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 peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 20. apríl 2011.



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 verðákvæðanir 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%. Árstíðarleiddrétt 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 undanförunu 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 undanförunu 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 lcesave-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.



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,

júní 2011

Birt: 29. júní 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 nefndarmenn peningastefnunefndar greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 14. júní 2011, en á þeim ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 15. 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, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðuninni 20. apríl.

Fjármálamarkaðir

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 1,8% lægra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í júní en á aprílfundinum. Milli funda hafði gengi krónunnar veikt um 2,1% gagnvart evru, um 0,9% gagnvart Bandaríkjadal og um 1,6% gagnvart sterlingspundi.

Seðlabankinn hefur keypt 63 milljónir evra á innlendum gjaldeyrismarkaði frá því að hann hóf regluleg kaup erlends gjaldeyris í lok ágúst 2010.

Gengi krónu gagnvart evru hefur styrkst á aflandsmarkaðnum frá því að síðasti fundur peningastefnunefndar var haldinn og hafa viðskipti farið fram á gengi 220-254 gagnvart evru, en viðskipti eru enn lítil og fátíð.

Hinn 9. júní 2011 gaf Ríkissjóður Íslands út fimm ára skuldabréf fyrir 1 milljarð Bandaríkjadala. Var endanlegt bókfært virði rúmlega 2 milljarðar Bandaríkjadala og skuldabréfið var gefið út á vöxtum sem voru 3,20 prósentum yfir LIBOR-vöxtum fyrir Bandaríkjadali.

Áhættuálag á fimm ára viðmiðunarskuldabréf útgefið af Ríkissjóði Íslands í Bandaríkjadöllum hækkaði úr 2,24 prósentum á aprílfundinum í 2,80 prósentur á júnifundinum. Það gæti stafað af aukinni eftirspurn eftir tengdri tryggingu í kjölfar útgáfu áðurnefnds skuldabréfs. Þangað til 9. júní hafði fimm ára ríkisskuldabréf í Bandaríkjadöllum ekki verið fyrir hendi í nokkurn tíma og viðskipti með skuldatryggingarálagið fyrir Ríkissjóð Íslands höfðu verið takmörkuð.

Daglánavextir á millibankamarkaði höfðu verið á bilinu 3,5-4,0% frá aprílfundinum. Viðskipti á millibankamarkaði námu 65 ma.kr. frá aprílfundinum og voru fyrst og fremst daglánaviðskipti þótt lán til lengri tíma hafi einnig verið veitt. Um 57,1 ma.kr. var útistandandi í innstæðubréfum þegar júnifundurinn var haldinn, u.þ.b. 7 ma.kr. minna en á aprílfundinum.

Ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa til lengri tíma hafði hækkað um 0,72-1,20 prósentur frá aprílfundinum en ávöxtunarkrafa styttri ríkisskuldabréfa hafði lækkað um 0,2 prósentur. Ávöxtunarkrafa íbúðabréfa hafði á sama tíma hækkað um 0,19-0,28 prósentur.

Verðbólguálag, þ.e. munur á ávöxtunarkröfu verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa, hafði aukist undanfarna mánuði og voru væntingar um meðalverðbólgu næstu fimm árin miðað við verðbólguálagið metnar á bilinu 3,8% og 5% þegar fundurinn var haldinn. Aukningin nemur u.þ.b. 2 prósentum frá því í lok janúar 2011. Bráðabirgðatilraunir til að sundurliða verðbólguálag fyrir eitt ár í verðbólguvæntingar og verðbólguáhættuálag benda til þess að áhættuálagið skýri að hluta til hækkun verðbólguálags.

Bráðabirgðatölur um bankakerfið í apríl sýndu að hrein staða útistandandi útlána til innlendra aðila hafði lækkað um 1,1% frá fyrri mánuði. Útlán til fyrirtækja drógust saman um 0,1% og heildarútlán til heimila lækkuðu um 2,0%. Vítt skilgreint peningamagn (M3) minnkaði um 1,3% milli mánaða í apríl og hefur minnkað um 7,9% milli ára.

Virkir nafnstýrivextir eru nú um stundir skilgreindir sem einfalt meðaltal innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa. Raunvextir samkvæmt ólíkum mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingum höfðu lækkað um u.þ.b. ½ prósentu að meðaltali, í -½%, frá því á fundinum 20. apríl. Miðað við tólf mánaða hækkun á neysliverðsvísitölunni höfðu raunvextir lækkað um 1,1 prósentu í 0,2% en miðað við verðbólguálag höfðu þeir lækkað um 0,8 prósentur í 1,1%.

Þótt 0,25 prósentna lækkun stýrivaxta virtist vera verðlögð inn í ávöxtunarferilinn þjuggust flestir viðskiptavakar, miðlarar og sérfræðingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja við því að peningastefnunefnd héldi vöxtum óbreyttum á júnifundinum. Flestir aðilar vísuðu til þess að slaki í efnahagslífinu kæmi í veg fyrir hækkun vaxta.

Fyrsta áfanganum í áætlun um afnám gjaldeyrishafta, margverðsútboði þar sem Seðlabanki Íslands bauðst til að kaupa krónur gegn greiðslu í evrum, lauk með góðum árangri 7. júní. Alls bærust tilboð að fjárhæð 61 ma.kr. og tilboðum var tekið fyrir 13 ma. kr. Lágmarksverð samþykktra tilboða var 215 kr. fyrir evru og meðalverð samþykktra tilboða 218,9 kr. fyrir evru.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt síðustu spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD), sem birt var í maí, er þess vænst að hagvöxtur í heiminum nái 4,2% árið 2011, sem er í samræmi við spá stofnunarinnar sem var birt í nóvember 2010. Hagvaxtarspáin fyrir helstu viðskiptalönd Íslands er heldur hærri en vænst var í nóvember eða 2,1%. Spáin fyrir alþjóðaviðskipti er nokkurn veginn óbreytt eða 8,1% vöxtur árið 2011 og 8,4% árið 2012.

Afgangur af vöruviðskiptum var 6 ma.kr. í apríl og, samkvæmt bráðabirgðatölum, 6,8 ma.kr. í maí. Þrátt fyrir aukningu bæði útflutnings og innflutnings milli ára á fyrstu fimm mánuðum ársins minnkaði viðskiptaafgangurinn um fimmtung frá árinu áður.

Pótt verðmæti bæði útflutnings og innflutnings hafi minnkað milli mánaða í apríl, m.a. vegna áhrifa af páskunum, jókst bæði útflutnings- og innflutningsverðmæti milli ára í apríl. Verðmæti útflutnings jókst um 8% milli ára og munaði þar mest um hækkun útflutningsverðmætis kísiljárns og áls. Verðmæti innflutnings jókst um 12% og munaði þar mest um hækkun innflutningsverðmætis rekstrar- og neysluvara.

Álverð var að meðaltali 5% herra í apríl en í mars. Það náði hámarki í byrjun maí og lækkaði heldur þegar leið á mánuðinn, en í byrjun júní var það aftur orðið svipað og það hafði verið snemma í apríl. Verðmæti sjávarafurða hefur haldið áfram að aukast, jókst um 1,5% milli mánaða í apríl, og hefur verðið hækkað um rúmlega 14% á síðustu tólf mánuðum.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Árstíðarleiðrétt landsframleiðsla jókst um 2,0% milli fjórðunga á fyrsta ársfjórðungi 2011 eftir að hafa dregist saman um 1,5% á fjórða ársfjórðungi 2010 samkvæmt bráðabirgðatölum þjóðhagsreikninga frá Hagstofu Íslands. Vöxturinn er nánast eingöngu tilkominn vegna birgðaaukningar sem nam 5,6% af landsframleiðslu. Þjóðarútgjöld drógust saman vegna samdráttar í bæði einkaneyslu og fjárfestingu en samneysla stóð nánast í stað. Bæði útflutningur og innflutningur minnkuðu á milli ársfjórðunga en framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var þó jákvætt. Mikil birgðastaða skýrist af útflutningsvöru sem hefur verið seld, en ekki enn flutt út, og mun því koma fram í útflutningstölum á næstu tveimur ársfjórðungum.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands varð 3,4% hagvöxtur milli ára á fyrsta ársfjórðungi 2011 sem er mun meira en 0,8% vöxtur sem Seðlabankinn spáði. Hluti af muninum skýrist hugsanlega af vanmati Hagstofu Íslands á fjárfestingu ársins 2010. Ef leiðrétt er fyrir því var hagvöxtur milli ára 3,1%. Einkaneysla jókst um 1,5% milli ára sem var í takt við spá Seðlabankans um 1,3% aukningu. Fjárfesting var veikari en spáð var, jókst um 13,3% milli ára, samanborið við 20,1% aukningu í spánni. Samneysla var hins vegar meiri en vænst hafði verið og dróst saman um 0,7% milli ára samanborið við 2,1% samkvæmt spá Seðlabankans. Spáskekkjan skýrist af útgjaldaaukningu hjá sveitarfélögum og ólíkum forsendum um verðvísitölu samneyslu.

Útflutningur vöru og þjónustu var veikari en spáð hafði verið, m.a. vegna mikilla birgða sem á eftir að flytja út, og dróst saman um 1,6% samanborið við 3,9% vöxt samkvæmt spánni. Innflutningur vöru og þjónustu var einnig veikari en spáð hafði verið og jókst um 1,3% en í spánni hafði verið gert ráð fyrir 4,5% aukningu. Vöruskiptajöfnuðurinn var

heldur veikari en vænst var og nam afgangur 5,8% af landsframleiðslu í stað 8,1% af landsframleiðslu í spánni.

Viðskiptahallinn var tæplega 13% af landsframleiðslu eða 48 ma.kr. á fyrsta ársfjórðungi 2011. Þetta er minni halli en á ársfjórðungnum á undan en meiri en meðalhallinn árið 2010 sem var 10%. Undirliggjandi viðskiptahalli – það er að frátöldum bönkum í slitameðferð – var neikvæður um sem nam 2,5% af landsframleiðslu.

Samkvæmt nýlegri vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands eru batamerki á vinnumarkaðnum. Á fyrsta ársfjórðungi 2011 hækkaði bæði atvinnustig og þátttökustig kjarnavinnuafls milli ára eins og gerst hafði á fjórða ársfjórðungi 2010 hjá yngsta starfsfólkinu. Heildarvinnustundum í viðmiðunarvikunni fjölgaði um tæplega 2% vegna 3,6% aukinnar þátttöku kjarnavinnuafls.

Launavísitalan hækkaði um 0,1% í apríl eftir að hafa hækkað um 0,3% í mars. Laun hækkuðu um 4,4% milli ára í apríl og raunlaun um 1,5%. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi hafði minnkað um 0,5 prósentur frá síðasta fundi, í 7%, en skráð atvinnuleysi var 7,4%.

Nýir kjarasamningar landssamtakanna og stærstu verkalýðsfélaganna innan Alþýðusambands Íslands og Samtaka atvinnulífsins voru undirritaðir 5. maí 2011. Kjarasamningarnir ná til um það bil þriðjungs vinnuaflsins eins og það er mælt í mannárum, en áhrif þeirra á launakostnað munu sennilega ná til meirihluta einkageirans og hins opinbera. Áætlað er að vergur launakostnaður sem atvinnurekendur í einkageiranum hafa stofnað til muni hækka að meðaltali um 4½-5% á ári á þriggja ára gildistíma samningsins. Hreinn launakostnaður atvinnurekenda mun þó trúlega hækka minna þar sem stjórnvöld hafa skuldbundið sig til að lækka launatengd gjöld árin 2012 og 2013 í takt við minnkandi atvinnuleysi.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofu Íslands fyrir allt landið, sem var birt í maí, hækkaði um 0,4% frá fyrri mánuði. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Fasteignaskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,7% milli mánaða í apríl og um 1,6% þegar leiðrétt var vegna árstíðar. Um 86% fleiri kaupsamningar voru gerðir í apríl en í sama mánuði árið 2010 og á fyrstu fjórum mánuðum ársins 2011 voru gerðir 66% fleiri kaupsamningar en á sama tíma árið 2010. Kaupsamningar eru þó áfram mjög fáir í sögulegu samhengi.

Árstíðarleiðrétt greiðslukortavelta bendir til þess að einkaneysla verði meiri á öðrum ársfjórðungi 2011 en á ársfjórðungnum á undan. Væntingar neytenda bötnuðu í maí eftir að hafa lækkað lítillega í apríl. Væntingar varðandi efnahagsástandið að sex mánuðum liðnum og væntingar varðandi vinnumarkaðinn hækkuðu mest. Í maí varð einnig mesta hækkan milli mánaða frá því fyrir fjármálakreppuna á mati á núverandi efnahagsástandi en það hefur verið mjög lágt undanfarin tvö ár.

Neysliverðsvísitalan hækkaði um 0,94% milli mánaða í maí í kjölfar 0,78% hækkunar í apríl. Ársverðbólga mældist 3,4% í maí samanborið við 2,3% í mars. Ársverðbólga að frátöldum áhrifum skatta mældist 3,2% í maí. Árstíðarleiðrétt vísitala neysliverðs hækkaði um 2,5% á síðustu þremur mánuðum eða 10,3% á ársgrundvelli. Árleg kjarnaverðbólga 3 (mæld verðbólga að frátöldum áhrifum skatta, sveiflukennbra þátta svo sem matvöru og bensíns, opinberrar þjónustu og vaxtagreiðslna húsnæðislána) mældist 2,3% í maí samanborið við 1,3% í mars. Þó ber að hafa í huga að allar mælingar á tólf mánaða verðbólgu eru 0,4 prósentum lægri en ella þar sem afnotagjöld Ríkisútvarpsins voru tekin út úr neysliverðsvísitölunni frá og með janúar 2011.

Margir þættir stuðluðu að aukinni verðbólgu í apríl og maí, en húsnæðisþátturinn hafði mest áhrif eða tæplega 0,5 prósentur á heildina. Hækkunin stafaði einkum af hækkun greiddrar og reiknaðrar húsaleigu, en hluta hennar má rekja til leiðréttingar á vísitölu byggingarkostnaðar sem hafði áhrif á kostnað vegna viðhalds húsnæðis. Meðal annarra þátta sem stuðluðu að undangenginni verðbólgu voru hækkun verðs opinberrar þjónustu, flugfargjalda og eldsneytis. Hækkun flugfargjalda milli landa stafar að hluta af hærra olíuverði á heimsmarkaði.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá nýlokinni fimmtu endurskoðun samstarfsáætlunar íslenskra stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, þeirri lánafyrirgreiðslu sem henni tengist og horfum varðandi gjaldeyrisforða. Hann skýrði nefndarmönnum einnig frá nýútgefnum lánshæfiseinkunum fyrir Ísland, útgáfu Ríkissjóðs Íslands á skuldabréfum í evrum og Bandaríkjadöllum og árangri fyrsta gjaldeyrisútboðsins í tengslum við áætlunina um losun gjaldeyrishafta.

Nefndarmenn ræddu nýtkomna skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleiki*, og nýlega áfanga við endurskipulagningu fjármálakerfisins.

Fram kom í umræðunum að mæld verðbólga hefur aukist undanfarna fjóra mánuði og var 3,4% í maí. Að mati nefndarmanna verður hún áfram nokkuð mikil út næsta ár. Hins vegar er kjarnaverðbólga enn við verðbólguþröngmið. Meiri verðbólga skýrist einkum af töfðum áhrifum af lágu gengi krónunnar og nýlegum verðhækkunum hrá- og olíuvöru. Haldist gengi krónunnar stöðugt og að því marki sem verðhækkunirnar reynast tímabundnar er ólíklegt að þær hafi langvarandi áhrif á verðbólgu næstu misserin.

Nefndarmenn ræddu hugsanlegar breytingar á aðhaldi peningastefnunnar. Tveir kostir voru að lokum taldir koma til álita: að halda vöxtum óbreyttum eða að hækka þá um 0,25 prósentur.

Aukning verðbólgu og hækkun verðbólguvæntinga að undanfögnu styðja röksemdir fyrir meira aðhaldi peningastefnunnar. Meiri launaþrýstingur, sem felst í nýgerðum kjarasamningum, kann einnig að benda til aukinnar verðbólguáhættu, einkum með tilliti til veikrar stöðu krónunnar. Að mati flestra nefndarmanna voru niðurstöður nýjustu þjóðhagsreikninga og vinnumarkaðskönnunar nokkurn veginn í samræmi við síðustu spá Seðlabankans eða jafnvel heldur þróttmeiri. Þessir nefndarmenn færðu rök fyrir því að auk þess sem horfur væru á meiri slaka í ríkisfjármálum gætu niðurstöðurnar bent til þess að horfur væru á kröftugri vexti eftirspurnar en áður var gert ráð fyrir í spá Seðlabankans.

Áframhaldandi verulegur slaki í þjóðarbúskapnum og samdráttur peningamagns og útlána voru hins vegar talin færa rök fyrir því að halda vöxtum óbreyttum. Hvort tveggja bendir til þess að aukning verðbólgu verði tímabundin og að verðbólga komist í markmið á ný þegar áhrif af þessum skellum dvína.

Sjónarmið nefndarmanna um styrk raunhagkerfisins, hversu mikið nýleg hækkun langtímanafnvaxta endurspeglar í raun auknar verðbólguvæntingar, að hve miklu leyti þeir framboðsskellir sem leiddu til aukinnar verðbólgu væru tímabundnir, horfur um gengi krónunnar og líkleg áhrif meira aðhalds peningastefnunnar á innlent efnahagslíf voru nokkuð mismunandi.

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%.

Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra þótt einn hefði heldur kosið að hækka vexti um 0,25 prósentur þar sem sá nefndarmaður lagði meiri áherslu á þá þætti sem benda til meiri verðbólguáhættu. Flestir nefndarmenn voru sammála um að veruleg verðbólguáhætta væri áfram fyrir hendi og hætta á að verðbólga yrði þrálátari en búist er við. Í ljósi þessa taldi meirihluti nefndarinnar við hæfi að leggja meiri áherslu á aðhald peningastefnunnar í yfirlýsingu nefndarinnar þótt ákvarðanir í peningamálum myndu sem fyrr taka mið af nýlegri þróun og horfum.

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 17. ágúst 2011.



30. nóvember 2010

Starfshættir peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands¹

Samkvæmt lögum um Seðlabanka Íslands tekur peningastefnunefnd ákvörðun um vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar að minnsta kosti átta sinnum á hverju ári.

Fyrir hverja vaxtaákvörðun skulu meðlimir nefndarinnar:

- Hafa aðgang að öllum tiltækum gögnum sem þeir þurfa til að taka upplýsta ákvörðun.
- Fá nægilegt ráðrúm til að skiptast á skoðunum og ræða ákvörðunina.

Til að ná þessum markmiðum hefur peningastefnunefndin samþykkt eftirfarandi fundafyrirkomulag:

- Fjórum sinnum á ári, þegar Seðlabankinn birtir mat sitt á efnahagshorfum í ritinu *Peningamál*, eða þegar verulegar breytingar verða á horfum í efnahagsmálum, regluverki eða í málum sem tengjast fjármálastöðugleika, verða haldnir ítarlegir tveggja daga fundir.
- Þess á milli má taka ákvarðanir á eins dags fundum.

Geti nefndarmenn ekki komið á fundarstað er heimilt að taka þátt í fundum með fjarfundarfyrirkomulagi.

Peningastefnufundir

- *Undirbúningur og framlagning gagna:* Fyrir hvern fund eru nefndarmönnum send gögn og upplýsingar um þróun á fjármálamörkuðum, stöðu fjármálakerfisins, stöðu efnahagsmála og vísbendingar um efnahagshorfur, sem og önnur gögn sem gætu nýst við ákvörðunartökuna. Þessi gögn skulu send nefndarmönnum ekki síðar en í lok vikunnar fyrir hverja vaxtaákvörðun.
- *Fundafyrirkomulag:* Almennt skal fundum skipt í þrjár setur.
 - Í fyrstu setu er fjallað um nýlega atburði sem gætu haft áhrif á mat á stöðu efnahagsmála og vaxtaákvörðunina.

¹ Endurskoðað í nóvember 2010.

Kynning fer fram á þróun á fjármálamörkuðum og markaðsaðgerðum Seðlabankans, á undanfarandi efnahagsþróun og efnahagshorfum og á helstu atburðum sem snerta efnahagslegan stöðugleika. Einnig kunna að verða kynnt sérstök efni sem hafa þýðingu fyrir hlutverk nefndarinnar og formaðurinn tekur á dagskrá eða meirihluti nefndarmanna óskar eftir.

- Í annari setu er fjallað um peningastefnuna og vaxtaákvörðunin tekin. Aðalhafnæðingur Seðlabankans byrjar á að draga saman helstu niðurstöður greiningarinnar frá fyrstu setu og leggur á grundvelli hennar fram mat sitt á því hvort ástæða sé til breytinga á peningastefnunni. Í kjölfarið fer fram umræða þar sem álitamál eru rædd og nefndarmenn gera grein fyrir afstöðu sinni til stefnunnar í peningamálum. Seðlabankastjóri gerir síðan tillögu um vaxtaákvörðun og greidd eru atkvæði ef nefndarmenn eru ekki einhuga. Þótt samstaða náist um ákvörðun geta nefndarmenn einnig beðið um að láta koma fram í fundargerð að þeir hefðu kosið aðra niðurstöðu en telji að svo lítið beri á milli að þeir geti samt sem áður fallist á tillögu seðlabankastjóra.
- Í þriðju setu er fjallað um yfirlýsingu peningastefnufundarinnar og hún samín. Í upphafi eru lögð fram drög að yfirlýsingu peningastefnufundar. Nefndin vinnur sameiginlega að yfirlýsingunni með það að markmiði að ná samstöðu um orðalag og skilaboð.
- *Þátttakendur á fundum:* Auk nefndarmanna og ritara nefndarinnar taka viðkomandi sérfræðingar innan Seðlabankans þátt í fyrstu setunni. Í tveimur seinni setunum eru eingöngu nefndarmenn og ritari nefndarinnar, nema annað sé ákveðið.

Fréttatilkynningar og fréttamannafundir

Vaxtaákvörðun peningastefnufundar skal tilkynnt með fréttatilkynningu utan venjulegs opnunartíma íslenskra fjármálamarkaða og útskýrð á fréttamannafundi. Tilkynningin skal vera tilbúin nógu tímanlega til að hægt sé að undirbúa og þýða kynninguna.

Dagskrá

Ritari peningastefnunefndar undirbýr dagskrá hvers fundar að höfðu samráði við aðalhaffræðing, seðlabankastjóra og aðstoðarseðlabankastjóra. Dagskránni skal komið til nefndarmanna í síðasta lagi í lok vikunnar fyrir hverja vaxtaákvörðun.

Fundargerðir

Fundargerð hvers fundar peningastefnunefndar skal birt tveimur vikum eftir hverja vaxtaákvörðun. Í fundargerðinni birtist yfirlit yfir þær upplýsingar sem starfsfólk Seðlabankans kynnti nefndinni. Í henni er jafnframt lýst helstu sjónarmiðum sem komu fram meðal nefndarmanna á fundinum og greint frá því á hvaða bili nefndarmenn töldu rétt að halda vöxtum. Einnig skal koma fram hver tillaga seðlabankastjóra var, viðbrögð annarra nefndarmanna við henni og endanleg ákvörðun nefndarinnar. Í *Ársskýrslu* Seðlabankans er síðan greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði.

Ummæli meðlima peningastefnunefndar

Meðlimum peningastefnunefndar er frjálst að tjá skoðanir sínar á efnahagshorfum og peningastefnunni, en til þess er mælt að nefndarmenn hafi eftirfarandi í huga:

- Þegar meðlimir peningastefnunefndarinnar tjá sig um peningastefnuna skulu þeir forðast að tjá sig um viðhorf annarra nefndarmanna og taka það skýrt fram að skoðanir þeirra þurfi ekki að endurspeglar skoðanir annarra nefndarmanna, nema annað eigi við.
- Nefndarmenn skulu ekki tjá sig opinberlega um efnahagshorfur og peningastefnuna síðustu sjö dagana fyrir tilkynningu vaxtaákvörðunar, né skulu þeir ræða þessi mál við fjárfesta eða aðra aðila sem kynnu að hagnast á upplýsingum um viðhorf nefndarmanna. Þetta á einnig við um birtingu viðtala sem veitt eru fyrirfram.
- Nefndarmenn skulu einnig forðast að gefa frá sér opinberar yfirlýsingar sama dag og tilkynningin er birt. Seðlabankastjóri getur þó veitt fjölmiðlum viðtöl þann dag eða falið öðrum nefndarmönnum að gera það.

Breytingar á fyrirkomulagi

Ef einhver nefndarmaður vill leggja til breytingu á starfsreglunum ber honum að leggja fram skriflega tillögu til nefndarinnar. Eftir að seðlabankastjórinn hefur ráðfært sig við aðra meðlimi nefndarinnar tekur hann ákvörðun um hvort hann leggur til að fyrirkomulagið skuli

endurskoðað. Breytingar á fyrirkomulagi skulu ávallt teknar á dagskrá nefndarinnar ef meirihluti hennar krefst þess.



Áætlun um losun gjaldeyrishafta

Skýrsla Seðlabanka Íslands til
efnahags- og viðskiptaráðherra
25. mars 2011

Áætlun um losun gjaldeyrishafta

Í skýrslu þessari er gerð grein fyrir nýrri áætlun um losun gjaldeyrishafta. Fjallað er um reynslu af fyrri áætlun Seðlabankans, framvindu skilyrða sem þarf að uppfylla til þess að hægt sé að losa um höftin og hinum tveimur megin áföngum og einstökum skrefum fyrri áfangans er lýst (sjá kafla III og IV). Niðurstaðan er að forsendur þess að byrja að losa varlega um nokkra þætti haftanna séu fyrir hendi, en meiriháttar skref verði hins vegar vart tekin fyrr en ríkissjóður hefur með lántöku sýnt fram á getu til þess að endurfjármagna erlend lán. Það hefur tafist, meðal annars vegna hinnar óleystu lcesave deilu. Verði lögunum um ríkisábyrgð hafnað er líklegt að annar áfangi áætlunarinnar og síðari hluti fyrri áfanga hennar teffjist. Því verður athyglinni í upphafi einungis beint að aðgerðum sem ekki ættu að ganga á gjaldeyrisforðann, þ.e.a.s. útboðum sem miða að því að koma óstöðugum krónueignum í hendur langtímafjárfesta.

I. Inngangur

Gjaldeyrisviðskipti hafa verið háð takmörkunum frá hruni bankakerfisins haustið 2008. Áður en gjaldeyrishöft tóku gildi hafði Seðlabankinn birt tilmæli til bankanna um að takmarka sölu gjaldeyris við brýn vöru- og þjónustuviðskipti. Hinn 28. nóvember 2008 voru settar reglur um gjaldeyrismál, sem heimilaðar voru samkvæmt ákvæði til bráðabirgða í lögum um gjaldeyrismál. Með setningu reglnanna var öllum höftum á gjaldeyrisviðskiptum vegna vöru- og þjónustuviðskipta aflétt, en teknar upp strangari takmarkanir á fjármagnshreyfingar á milli landa og gjaldeyrisviðskipti sem þeim tengjast. Reglurnar hafa verið endurskoðaðar nokkrum sinnum. Breytingar hafa einkum miðað að því að loka glufum í upphaflegum reglum. Ein mikilvægasta breytingin af því tagi var gerð í lok október 2009, þegar tekin voru af tvímæli um að einhliða innflutningur á aflandskrónum væri óheimill.¹ Innflutningur á aflandskrónum hafði verið algeng leið til þess að sniðganga höftin. Um leið var losað nokkuð um höftin að öðru leyti, þ.e.a.s. höft á innstreymi erlends fjármagns voru afnumin. Líklegt er að þessar aðgerðir hafi átt nokkurn þátt í því að nær samfellt gengissig krónunnar, sem hófst í mars 2009, stöðvaðist.

Hinn 5. ágúst 2009 var lögð fram áætlun um afnám hafta sem unnin var af Seðlabanka Íslands með tæknilegri aðstoð frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum. Á þeim tíma var óljóst hvort

¹ Aflandskrónur eru í þessari greinargerð skilgreindar sem verðmæti í innlendum gjaldeyri í eigu eða vörslu erlendra aðila, eða ávísun á slík verðmæti, sem lúta sérstökum takmörkunum samkvæmt reglum um gjaldeyrismál. Eigendur aflandskróna eru líklega flestir erlendir aðilar, þrátt fyrir að innlendir aðilar eigi einnig einhvern hluta þeirra, hvort sem er beint eða óbeint.

hægt yrði í náinni framtíð að uppfylla þau skilyrði sem þurfa að vera fyrir hendi til þess að leysa megi gjaldeyrishöftin án þess að stefna stöðugleika á gjaldeyrismarkaði í tvísýnu. Því var áætlunin ekki tímasett heldur var framgangur hennar háður ákveðnum skilyrðum. Lögð var áhersla á að forðast mismunun eftir því sem hægt væri. Megineinkenni áætlunarinnar sem unnin var sumarið 2009 var að byrjað skyldi á því að losa um höft á innstreymi fjármagns. Fyrsti áfangi áætlunarinnar kom til framkvæmda í lok október 2009, en á sama tíma var reglugerðin hert að því leyti að lokað var fyrir innstreymi aflandskróna, sem var meginfarvegur sniðgöngu fram að þeim tíma og gróf undan skilaskyldu gjaldeyris. Því næst skyldi hafist handa við að losa um höft á langtímaeignum, sem þegar væru að miklu leyti í eigu langtímafjárfesta eða myndu fljótlega komast í hendur þeirra, t.d. innlendra lífeyrissjóða. Að því loknu var áformað að losað yrði um höft á skammtímaeignir, m.a. með útboðsaðferðum þar sem markaðsverð myndi ráða hver gæti fyrst skipt krónueignum í gjaldeyri. Ekki var gert ráð fyrir að tekist yrði á við þann vanda fyrr en seint í ferlinu, að umtalsverður hluti auðseljanlegra eigna var í eigu erlendra aðila sem líklegt var talið að annaðhvort vildu eða neyddust til að selja krónueignir sínar við fyrsta tækifæri. Gengið var út frá því að aflandskrónuvandinn myndi að einhverju leyti minnka með innbyrðis viðskiptum erlendra aðila, þar sem fjárfestar með lengri sjóndeildarhring og meira þanþol myndu eignast krónueignir frá aðþrengdum fjárfestum sem væru tilbúnir að selja eignir sínar fyrir lágt verð.

Ljóst er að það hefur tekið lengri tíma en upphaflega var gert ráð fyrir að skapa þau skilyrði sem eru forsenda þess að hægt sé að afnema höftin án þess að það valdi verulegum óstöðugleika. Fyrir því eru ýmsar ástæður. Verulegar tafir urðu á framkvæmd efnahagsáætlunarinnar, m.a. vegna þess að Icesave-deilan tafði afgreiðslu Norðurlandalána. Einnig tók mun lengri tíma að koma efnahagsreikningum hinna nýju banka saman en upphaflega var áætlað, aðgerðir til að taka á skuldavanda heimila og fyrirtækja tóku langan tíma og mikil óvissa skapaðist um efnahag bankanna í kjölfar þess að Hæstiréttur dæmdi gengistryggingu lána ólögmetta og óskuldbindandi. Þá hafa aðstæður á erlendum lánsfjármörkuðum lengst af verið afar óhagstæðar. Þær aðstæður og lægra lánshæfismat hafa orðið til þess að tefja aðgengi ríkissjóðs að erlendum lánsfjármörkuðum. Aflandskrónuvandinn hefur af ýmsum ástæðum ekki verið leystur með aðkomu nýrra langtímafjárfesta að því marki sem vonast var til.

Þótt tafir hafi orðið á framkvæmd efnahagsáætlunarinnar hefur miðað tölvvert áleiðis, ekki síst að því er varðar gengisstöðugleika og uppbyggingu gjaldeyrisforða, almennt jafnvægi í þjóðarbúskapnum og betra jafnvægi í fjármálum hins opinbera. Að auki hefur krónueign erlendra aðila verið lækkuð með Avens-samkomulaginu. Traust umheimsins á efnahagsstefnunni hefur aukist verulega eftir því sem henni vindur fram, sem m.a. birtist í mun lægra skuldatryggingarálagi en þegar upphafleg áætlun um losun hafta var samín.

Þrátt fyrir aukið traust á mörgum sviðum er traust á að krónan haldi gildi sínu á innlendum markaði án gjaldeyrishafta takmarkað, a.m.k. hjá erlendum aðilum sem eiga viðskipti á

aflandsmarkaði, sem kemur fram í því að þau takmörkuðu viðskipti sem þar fara fram eru á gengi sem er langt undir gengi krónu á innlendum gjaldeyrismarkaði. Höftin heimila aðeins innbyrðis viðskipti með aflandskrónur á milli erlendra aðila en takmarka fjármagnsviðskipti á milli innlendra og erlendra aðila. Höftin leiða því til þess að gjaldeyrismarkaðirnir leita ekki í sameiginlegt jafnvægi. Töluverður hluti auðseljanlegra eigna í krónum, t.d. innstæðna í innlendum bönkum og skammtímaríkisskuldabréfa, eru því áfram í höndum aðila sem geta ekki eða vilja ekki eiga þessar eignir eftir að höftin eru leyst. Á meðan ekki tekst að koma töluverðum hluta þessara óstöðugu eigna í hendur langtímafjárfesta er torséð hvernig hægt er að afnema höftin án þess að því fylgi áhætta á óstöðugleika á gjaldeyris- og skuldabréfamörkuðum.

Meginvandinn við fyrri áætlun fólst í því að ekki var gert ráð fyrir sérstökum aðgerðum til þess að beina þessum hvikulu eignum í langtímafjárfestingu áður en hafist yrði handa við að losa höftin að öðru leyti. Eigendum þeirra hefur aðeins verið gefið færi á að fjárfesta í fremur takmörkuðu úrvali eigna og ýmsum hópum fjárfesta, t.d. innlendum lífeyrissjóðum, hefur ekki verið gefið færi á að eignast aflandskrónur. Því hefur gengið hægt að koma þessum eignum í hendur langtímafjárfesta.

Í áætluninni sem lýst er hér á eftir er vikið í veigamiklum atriðum frá áætluninni sem lögð var fram sumarið 2009. Hins vegar er áætlunin áfram í mörgum skrefum og sem fyrr lögð áhersla á að forðast mismunun. Áætlunin er þannig gerð að hana má aðlaga að ýmsum aðstæðum, fyrst og fremst með því að aðlaga hraða framkvæmdarinnar. Áætlunin skiptist í tvo megináfanga, til viðbótar þeim skrefum sem þegar hafa verið tekin, svo sem afnám hafta á innflæði fjármagns, sem hver um sig fela í sér fleiri minni skref. Í greinargerðinni er greint frá skilyrðum sem nauðsynlegt er að séu til staðar fyrir hvern áfanga og skref. Áfangar og skref eru hins vegar ekki tímasett, enda ekki mögulegt að segja nákvæmlega til um hvenær skilyrði til þess að taka einstök skref verða til staðar, auk þess sem mikilvægar upplýsingar um hvenær og hvernig er best er að hefja næsta áfanga munu fást í hverjum þeim áfanga sem lokið er.

Engar líkur eru á að höftin geti horfið áður en núverandi lagaheimild rennur út hinn 31. ágúst nk. án þess að tekin verði óverjandi áhætta hvað varðar gengi krónunnar og stöðugleika fjármálakerfisins. Hversu hratt verður hægt að afnema höftin mun ráðast af því hvernig aðstæður þróast. Einnig skiptir máli þegar losað er um höftin hversu traustar varúðarreglur um gjaldeyrisáhættu og aðra áhættu í alþjóðlegri starfsemi innlendra fjármálastofnana verða til staðar. Með þetta í huga er lagt til að núverandi lagaheimild verði framlengd í u.þ.b. 4 ár, sem ætti að tryggja að hægt sé að afnema höftin á þeim hraða sem aðstæður leyfa án þess að óstöðugleiki hljótist af. Eftir sem áður verður kappkostað að losa höftin fyrr ef aðstæður leyfa.

Lagt er til að nefnd sem nú er starfandi og skipuð er fulltrúum efnahags- og viðskiptaráðuneytis, fjármálaráðuneytis, forsætisráðuneytis, Fjármálaeftirlits (FME) og Seðlabanka starfi áfram og hafi eftirlit með framkvæmd áætlunarinnar, hraða aðgerða og

þörf fyrir breytingar. Það sama á við um stýrihóp undir forystu efnahags- og viðskiptaráðherra, sem að auki er skipaður fjármálaráðherra, forstjóra FME og seðlabankastjóra.

Greinargerðin er þannig uppbyggð að í næsta kafla er fjallað almennt um áfangaskiptingu nýrrar áætlunar og þau skilyrði sem þarf að uppfylla áður en hverjum áfanga er hrundið í framkvæmd.² Í þriðja kafla greinargerðarinnar er fjallað um með hvaða hætti aflandskrónum verður beint í hendur langtímafjárfesta til hagsbóta fyrir íslenskt efnahagslíf. Í fjórða kafla er fjallað um afnám hafta á gjaldeyrisviðskipti með innlendar krónur og varúðarreglur varðandi gjaldeyrisáhættu og alþjóðlega starfsemi innlendra fjármálafyrirtækja eftir að höftum á fjármagnsflutninga hefur að öðru leyti verið aflétt. Fimmti kafli inniheldur niðurlag.

II. Áfangaskipting nýrrar áætlunar

Áætlunin sem hér er lögð fram er ólík hinn fyrri að því leyti að hún snýst að mestu um skipulegar aðgerðir til þess að koma óstöðugum krónueignum í hendur langtímafjárfesta snemma í ferlinu. Áætlunin er hins vegar ekki tímasett, fremur en hin fyrri áætlun, að öðru leyti en því að næsti áfangi, sem hægt er að skipta í eins mörg minni skref og hentar, hefst í kjölfar birtingar þessarar áætlunar. Eins og í fyrri áætlun er hins vegar lögð áhersla á að losa um höftin í skrefum. Meginmarkmið áætlunarinnar er að afnema gjaldeyrishöft í skrefum án þess að valda óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði.

Áætlunin skiptist í tvo megináfanga. Að mati Seðlabankans eru forsendur þess að taka fyrstu skref fyrri áfangans til staðar, en áður en hin síðari skref fyrri áfangans og síðari áfanginn koma til framkvæmda þarf að uppfylla ýmis skilyrði sem enn eru ekki fyrir hendi (sjá kafla III og IV hér að neðan). Eins og fram kemur í viðauka I hafa þjóðhagslegar forsendur þess að afnema höftin þróast mjög í rétta átt frá því fyrri áætlun var sett fram í ágúst 2009. Sama á við öflun gjaldeyrisforða (viðauki III). Ein helsta hindrunin í vegi fyrir því að losa verulega um höftin er mögulegur óstöðugleiki innstæðna erlendra aðila í bönkunum (viðauki II). Því liggur beint við að ný áætlun um losun gjaldeyrishafta beinist einkum að því að draga úr óvissu sem tengist töluverðum skammtíma aflandseignum með því að hleypa þeim út í áföngum, eða öllu heldur koma þeim í hendur aðila, hvort heldur innlendra eða erlendra, sem vilja binda þær í fjárfestingu í innlendu atvinnulífi til langs tíma. Seðlabankinn telur að forsendur þess að taka ákveðin skref í þá átt séu nú þegar fyrir hendi, að því tilskildu að þau séu hófleg og framkvæmd af varúð. Þessar aðgerðir, sem nánar er lýst í kafla III, munu ekki kalla á að gengið verði á gjaldeyrisforðann. Þvert á móti ættu sumar þeirra að leiða til hreins innflæðis gjaldeyris til skamms tíma (kaup á rekstrarfélögum) eða að minnsta kosti til langs tíma vegna aukins útflutnings (nýfjárfesting í útflutningsgreinum). Þær krefjast þess ekki heldur að ríkissjóður hafi að fullu endurheimt það traust sem hann hafði áður, því að aðgerðirnar

² Í viðauka I er fjallað nánar um að hve miklu leyti þjóðhagsleg, fjármálaleg og önnur skilyrði séu til staðar til þess að hægt sé að losa um gjaldeyrishöftin, án þess að óstöðugleiki hljótist af.

myndu að miklu leyti beinast að einkageiranum og að nokkru leyti gefa ríkissjóði færi á að fjármagna sig til langs tíma með hagkvæmari hætti en ella. Því ætti fjármögnun ríkissjóðs að vera tryggð þótt eitthvað af því fjármagni sem áður hefur fjármagnað ríkissjóð leiti á önnur mið, t.d. inn í atvinnuvegafjárfestingu, og tryggi þannig undirstöður ríkisfjármála með óbeinum hætti. Vegna þess að aðgerðirnar eru framkvæmdar í mörgum skrefum er mögulegt að hægja á ferlinu komi upp einhver vandamál. Í gegnum allt ferlið verður gildandi gjaldeyrishöftum framfylgt til hlítar. Verði sniðgöngu vart, verður tekið á því með því að loka glufum eða gera breytingar á áætluninni.

Fyrri áfangi – lækkun stöðu aflandskróna

Fyrri áfangi losunar gjaldeyrishafta felst í aðgerðum til þess að lækka stöðu aflandskróna í höndum aðþrengdra fjárfesta og beina þeim inn í íslenskt efnahagslíf og langtímafjármögnun ríkissjóðs. Heimildir til fjárfestingar aflandskróna verða auknar undir eftirliti þótt núverandi reglur um gjaldeyrishöft verði áfram í gildi og þeim fylgt eftir til hlítar.

Byrjað verður á aðgerðum til þess að draga úr aflandskrónueign erlendra aðila með því að heimila að þeim eignum verði skipt, í tveimur skrefum, á móti gjaldeyriseignum innlendra aðila, án þess að ganga á gjaldeyrisforða Seðlabankans, og beina henni í langtímafjárfestingu í atvinnulífi, fasteignum, skuldabréfum ríkissjóðs eða öðrum langtímaeignum. Gerð er grein fyrir mismunandi leiðum sem heimilaðar verða í þeim eignum og skilyrðum sem þarf að vera fullnægt, án þess þó að tæknilegri útfærslu sé lýst í smáatriðum. Leiðarljós þessarar áætlunar er að stuðla að því að aðþrengdir fjárfestar geti selt krónueignir sínar fjárfestum með lengri sjóndeildarhring og getu til þess að fjárfesta í fleiri eignum, t.d. með beinni fjárfestingu í íslensku atvinnulífi. Skrefin verða útfærð með það í huga að lágmarka hættu á óstöðugleika sem reynt gæti um of á gjaldeyrisforðann og vakið áhyggjur af fjármálastöðugleika (þ.m.t. lausafjárerfiðleikum í bankakerfinu). Að lokum verður þeim eigendum aflandskróna sem eftir standa boðið að selja innstæður í krónum fyrir gjaldeyri gegn greiðslu útgöngugjalds eða skipta á skuldabréfum ríkissjóðs í krónum og skuldabréfi ríkissjóðs í erlendum gjaldeyri. Erfitt er að fullyrða hvenær áfanganum lýkur, en það ræðst af samspili innri og ytri þátta.

Síðari áfangi – losun hafta á aðrar krónur

Þegar viðunandi árangri hefur verið náð, þ.e.a.s. stofn aflandskrónueigna í höndum aðþrengdra fjárfesta hefur minnkað að því marki sem Seðlabankinn telur viðráðanlegt með hliðsjón af gjaldeyrisforða og þegar aflandsgengi krónunnar hefur nálgast álandsgengið, verður hafist handa við síðari áfanga, losun hafta á almenn gjaldeyrisviðskipti. Forsenda þess er þó að horfur um greiðslujöfnuð gefi til kynna að gjaldeyrisforði sé nægjanlegur og önnur skilyrði hafi verið uppfyllt. Ekki er útilokað að opnað verði í einhverjum mæli fyrir beina erlenda fjárfestingu innlendra fyrirtækja áður en aðgerðum til að binda aflandskrónur lýkur. Í þessum áfanga er hættan á óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði að óbreyttu mun meiri en í fyrri áfanganum sem fjallað var um hér að framan. Líkur á að hún raungerist verða hins vegar minni eftir því sem fyrsti áfanginn hefur gengið betur og eftir því sem almennar

forsendur þess að leysa höftin, sem fjallað er um í viðauka I, eru betur uppfylltar. Meginskilyrðið er að ríkissjóður og viðskiptabankarnir hafi viðunandi aðgang að erlendum lánamörkuðum. Áður en annar áfangi hefst verður gerð vönduð úttekt á því hvort i) bankarnir hafi og muni hafa nægt laust fé til að uppfylla lausafjárhlutföll sem Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn áskilja nú sem og væntanlegar lausafjárkvaðir í samræmi við Basel III regluverkið (LCR, NSFR)³ og geti staðið af sér óstöðugt fjármagnsflæði og gengisóstöðugleika, ii) gjaldeyrisforði sé nægjanlegur til að standast nokkurt gjaldeyrisútlæði og iii) staða ríkisfjármála sé nægilega sterk til að ríkissjóður þoli tímabundið flókt eftirspurnar eftir ríkisbréfum. Ríkissjóður þarf einnig að hafa staðfest aðgang að erlendu lánsfé með því að taka lán á viðunandi kjörum.

Áður en síðari áfangi hefst munu varúðarreglur sem takmarka gjaldeyrisáhættu fjármálastofnana verða styrktar. Einnig kæmi til greina að takmarka alþjóðlega starfsemi banka með höfuðstöðvar á Íslandi á meðan Ísland stendur utan Efnahags- og myntbandalags Evrópu og fullnægjandi samevrópsku öryggisneti fyrir slíka starfsemi hefur ekki verið komið á fót. Það mál þarf að leysa að nokkru leyti á alþjóðavettvangi. Einnig þarf að huga að öðrum varúðarreglum sem dregið gætu úr áhættu, svo sem hömlum á lántöku heimila í erlendum gjaldmiðlum. Fullnægjandi langtímalausn á þessu vandamáli krefst þó samkomulags á alþjóðlegum vettvangi eða innan Evrópusambandsins. Enn fremur verður skoðað að setja varúðarreglur sem tryggja neytendavernd sem og draga úr áhættu á fjármálamarkaði, svo sem hömlur á lántöku heimila í erlendum gjaldmiðlum. Varúðarreglur af þessum toga kunna að fela í sér hömlur á frjálsar fjármagnshreyfingar og þarf því að ræða í tíma við aðila EES-samningsins svo að tryggt sé að þær falli innan ramma samningsins. Áður en síðari áfangi hefst þyrfti enn fremur að liggja fyrir ákvörðun um framtíðarumgjörð peningastefnunnar á meðan Ísland stendur utan evrusvæðisins, og til frambúðar ef aðild að Evrópusambandinu verður hafnað í þjóðaratkvæðagreiðslu.

Séu ofangreind skilyrði fyrir hendi og verði árangur aðgerða til að lækka stöðu aflandskróna góður og lausafjárstaða og efnahagur fjármálafyrirtækja traust kann að vera hægt að losa tiltölulega hratt um það sem eftir er af höftunum. Það gæti verið æskilegt þar sem erfiðara gæti verið að framfylgja höftunum eftir því sem fleiri gáttir eru opnaðar. Þó er háð aðstæðum hvort það verður mögulegt og þá gæti þurft að takmarka áhættu varðandi áhrif losunar haftanna á gengi og gjaldeyrisforða með því að skipta áfanganum í nokkur skref, t.d. með því að rýmka reglur um beina erlenda fjárfestingu áður en önnur skref eru tekin. Þörfin fyrir fleiri skref verður metin á grundvelli ofangreindra skilyrða.

³ Að auki er seðlabankinn reiðubúinn að grípa til aðgerða til þess að mæta neikvæðum áhrifum á lausafjárstöðu einstakra fjármálafyrirtækja og kerfisins í heild á meðan losað er um gjaldeyrishöft.

III. Fyrri áfangi – leiðir til þess að draga úr stöðu aflandskróna

Aflandskrónur eru í þessari greinargerð skilgreindar sem verðmæti í innlendum gjaldeyri í eigu eða vörslu erlendra aðila, eða ávísun á slík verðmæti, sem lúta sérstökum takmörkunum samkvæmt reglum um gjaldeyrismál.

Um þessar mundir er sem fyrr segir talið að staða erlendra aðila í krónuinnstæðum í innlendum bönkum og skuldabréfum í innlendum gjaldmiðli nemi u.þ.b. 465 ma.kr. eða um 30% af landsframleiðslu Íslands. Á bak við innstæður erlendra aðila, einkum banka, í innlendum bönkum standa endafjárfestar sem eiga krónuinnstæður í erlendum bönkum. Takmarkaðar upplýsingar liggja fyrir um hina endanlegu eigendur þessara fjármuna, en vitað er að um er að ræða banka, fagfjárfesta af ýmsu tagi, vogunarsjóði og einstaklinga. Að mestu leyti er væntanlega um erlenda aðila að ræða en eitthvað er um innlenda aðila eða erlend félög sem tengjast innlendum aðilum. Hagsmunir og háttsemi þessara hópa geta verið afar mismunandi, en við greiningu vandans getur verið gagnlegt að skipta aflandskrónueigendum í þrennt:

- Í fyrsta lagi vill eða verður nokkuð stór hópur aðþrengdra fjárfesta að selja krónueign sína við fyrsta tækifæri.
- Í öðru lagi er vitað að nokkur hluti erlendra krónueigenda eigi krónurnar í þeim tilgangi að fjárfesta í innlendu atvinnulífi þegar færi gefst. Í einhverjum tilvikum er um að ræða fjárfesta sem keyptu krónurnar áður en höftin voru sett á, en hafa ekki getað fjárfest þær í innlendu efnahagslífi vegna haftanna. Einnig getur verið um að ræða aðila sem hafa hug á því að fjárfesta á Íslandi en hafa keypt krónurnar eftir að gjaldeyrishöftin voru sett á. Þessir aðilar eru ekki líklegir til að losa stöður sínar þótt gjaldeyrishöftin hverfi.
- Í þriðja lagi er að öllum líkindum töluvert stór hópur fjárfesta, e.t.v. stærsti hópurinn, sem breytir afstöðu sinni eftir aðstæðum.

Fyrir utan þessa þrjá hópa fjárfesta sem nefndir hafa verið til sögunnar er rétt að nefna hóp fjárfesta sem gegna mun lykilhlutverki í nýrri áætlun, þ.e.a.s. fjárfesta sem eiga ekki aflandskrónur nú, en myndu vilja kaupa þær í því skyni að fjárfesta í innlendu atvinnulífi eða langtímaskuldabréfum með ábyrgð ríkissjóðs. Þessi hópur er einnig fjölbreyttur og tekur til bæði erlendra og innlendra aðila sem eiga umtalsverðar gjaldeyriseignir, t.d. lífeyrissjóða. Lykillinn að því að aðgerðir til þess að auka á stöðugleika skammtímakrónueigna verði árangursríkar er að koma þeim krónum sem eru í höndum hóps eitt í hendur hópa tvö og fjögur. Takist það eru líkur á að töluverður hluti fjárfesta sem ella myndu selja krónur við losun hafta kjósi að eiga þær til frambúðar, enda ættu að vera u.þ.b. jafn miklar líkur á því að krónan styrkist þegar höftin hverfa og að hún veikist ef tilgreind skilyrði eru til staðar.

Áætlunin sem hér er lögð fram miðar að því að skilgreina skilyrði sem þeir þurfa að uppfylla sem vilja flytja aflandskrónur til landsins eða taka við þeim. Fyrri áfangi áætlunarinnar miðar að því að heimila flutning allra *löglega fenginna aflandskróna* til landsins í nokkrum skrefum,

samkvæmt skilmálum sem lýst verður hér á eftir. Með löglega fengnum aflandskrónum er átt við aflandskrónur í eigu:

- Erlends eða innlends aðila sem getur sýnt fram á samfelld eignarhald á aflandskrónum frá því áður en reglugerð um gjaldeyrismál tók gildi hinn 28. nóvember 2008.
- Erlends aðila sem eignaðist aflandskrónur eftir að reglurnar tóku gildi.
- Innlends og erlends aðila sem fullnægir skilyrðum til þess að taka þátt í gjaldeyrisútboði Seðlabankans, sem nánar er lýst hér á eftir. Seðlabankinn áskilur sér rétt til þess að hafna þátttöku aðila sem hafa gerst brotlegir við reglur um gjaldeyrisviðskipti eða sæta rannsókn vegna meintra brota á reglunum.

Hér á eftir er lýst þeim meginleiðum sem heimilaðar verða til þess að flytja aflandskrónur til landsins og beina þeim í fjárfestingu í ríkisskuldabréfum til langs tíma eða í innlendum skuldabréfum fyrirtækja, hlutabréfum eða fasteignum. Rétt er að taka fram að reglur um skilaskyldu gjaldeyris verða áfram í gildi, svo og aðrir þættir núverandi reglna nr. 370/2010 um gjaldeyrismál, á meðan gjaldeyrishöft eru til staðar og verður fylgst sérstaklega með því að þeir sem bjóða gjaldeyri til kaupa á aflandskrónum séu ekki að brjóta reglur um skilaskyldu. Fjárfestar sem velja að taka þátt í útboði, en hafa áður selt eignir fyrir erlendan gjaldeyri sem þeir hafa eignast í samræmi við 13. grein gjaldeyrisreglnanna (um nýfjárfestingu), verða að koma inn með aukagjaldeyri sem því nemur. Um er að ræða röð útboða og annarra aðgerða sem gefa færi á að stýra áhættunni, þrátt fyrir að geta að nokkru leyti átt sér stað samhliða.

Útboð gjaldeyris fyrir aflandskrónur

Seðlabankinn mun á næstu mánuðum standa að röð gjaldeyrisútboða þar sem markmiðið er að leiða saman eigendur erlends gjaldeyris sem vilja kaupa aflandskrónur til að fjárfesta í langtímaskuldabréfum ríkissjóðs eða innlendu atvinnulífi og eigendur aflandskróna sem vilja selja þær fyrir erlendan gjaldeyri. Útboðunum er lýst í almennum atriðum hér á eftir.⁴

- *Útboð gjaldeyris til kaupa á aflandskrónum til að fjárfesta í löngum skuldabréfum ríkissjóðs.*
 - *Markhópur:* i) Innlendir aðilar sem eiga gjaldeyri í vörslu erlends aðila og vilja kaupa löng skuldabréf ríkissjóðs og halda þeim til langs tíma að því tilskyldu að hægt sé að auka arðsemi fjárfestingarinnar með kaupum á aflandskrónum; ii) Erlendir aðilar sem eiga aflandskrónur sem þeir vilja selja fyrir gjaldeyri.⁵
 - *Markmið:* i) Hleypa aðþrengdum fjárfestum út til þess að draga úr þrýstingi á krónuna; ii) gefa lífeyrissjóðum o.fl. færi á að draga úr gjaldeyrisáhættu og ávaxta eignasafn sitt með hagkvæmum hætti; og iii) fjármagna ríkissjóð á

⁴ Útboðum er nánar lýst í útboðsskilmálum sem kynntir verða í kjölfar birtingar áætlunarinnar.

⁵ Þrátt fyrir að innlendir aðilar sem eiga gjaldeyri erlendis og erlendir aðilar sem eiga aflandskrónur séu markhóparnir hér verða útboðin opin jafnt fyrir innlenda og erlenda aðila.

hagkvæman hátt til langs tíma og draga þannig úr endurfjármögnunarpörf á meðan losað er um gjaldeyrishöft.

- *Framkvæmd:* Útboðin verða framkvæmd í tveimur þrepum. i) Fjármálafyrirtæki fyrir hönd Seðlabankans býður aflandskrónueigendum að selja á uppboði ákveðna fjárhæð króna gegn greiðslu í erlendum gjaldeyri. ii) Fjármálafyrirtæki fyrir hönd Seðlabankans býður *eigendum gjaldeyris í vörslu erlends aðila* að eignast ríkisskuldabréf fyrir andvirði krónanna. Fjárfestingin verður takmörkuð við löng skuldabréf og verður bundin til 5 ára. Heimilt verður að greiða út eðlilegan arð af fjárfestingunni á því tímabili.
- *Forsendur:* Lausafjárstaða bankanna þarf að vera nægilega sterk til þess að standast tilfærslur á krónum á milli fjármálafyrirtækja og út úr kerfinu ef ríkissjóður eykur innlán í Seðlabanka, eða gripið verði til sérstakra aðgerða til þess að taka á því máli.⁶ Seðlabankinn er reiðubúinn að grípa til nauðsynlegra aðgerða til að bregðast við neikvæðum áhrifum á lausafjárstöðu einstakra fjármálafyrirtækja og kerfisins í heild á meðan losun hafta stendur yfir.
- *Útboð gjaldeyris til kaupa á aflandskrónum til fjárfestingar í innlendu hlutafé, skuldabréfum eða öðrum innlendum eignum.*
 - *Markhópur:* i) Erlendir aðilar sem hafa áform um fjárfestingu í íslensku atvinnulífi og vilja kaupa aflandskrónur til þess að auka arðsemi hennar;⁷ ii) Erlendir aðilar sem eiga aflandskrónur sem þeir vilja selja fyrir gjaldeyri.⁸
 - *Markmið:* i) Hleypa aðþrengdum aflandskrónueigendum út; ii) örva fjárfestingu í atvinnulífinu, einkum útflutningsgreinum.
 - *Framkvæmd:* Um er að ræða samskonar fyrirkomulag útboðs og lýst er hér að framan með tveimur frávikum:
 - Einnig yrði heimilað að fjárfesta í sérstökum lokuðum sjóðum (sjá skilyrði fyrir stofnun slíkra sjóða í Rammagrein 1.) sem fjárfesta í einu eða fleiri innlendum atvinnufyrirtækjum, fasteignum eða ákveðnum skuldabréfaflokkum.⁹
 - Skilyrði þátttöku er að fjárfestir leggi fram erlendan gjaldeyri sem nemur 50% af andvirði fjárfestingar samkvæmt þeim skilmálum sem fjallað er um hér á eftir.
 - *Forsendur:* Lausafjárstaða fjármálafyrirtækja sé nægilega sterk til þess að standast tilfærslur innstæðna, eða gripið verði til sérstakra aðgerða til þess að tryggja að svo sé. ii) Nægilega mörg útboð sem beinast að fjárfestingu í löngum ríkisskuldabréfum hafi farið fram áður til þess að ekki sé hætt á snöggri hækkun ávöxtunarkröfu, að teknu tilliti til horfa um aðgengi ríkissjóðs að erlendu lánsfé.

⁶ Reglulegar úttektir verða gerðar á lausafjárstöðu bankanna.

⁷ Markhóparnir hér eru innlendir aðilar sem eiga gjaldeyriseignir erlendis og erlendir aðilar sem eiga aflandskrónueignir en útboðin verða opin jafn innlendum og erlendum aðilum.

⁸ Eins og áður var nefnt verða innlendir aðilar ekki útilokaðir en ekki er búist við mikilli þátttöku úr þeim hópi.

⁹ Afla þarf lagaheimilda eftir því sem nauðsyn krefur.

Ef dregur úr eftirspurn eftir aflandskrónum til fjárfestingar kann Seðlabankinn eigi að síður að bjóða öðru hverju út takmarkað magn gjaldeyris til þess að leysa út eigendur krónueigna. Megin tilgangur útboða er að mæla reglulega söluprýsting á krónuna frá eigendum aflandskróna. Fjárhæð gjaldeyris sem boðinn yrði út í hverju útboði yrði lág, en fjöldi útboða myndi ráðast af þróun gjaldeyrisforða og öðrum efnahagslegum aðstæðum. Vegna þess að gert er ráð fyrir að útboð verði framkvæmd þegar fram líða stundir jafnvel þótt ekki séu til tryggir kaupendur að krónunum yrði fjöldi útboða af þessu tagi háður mati á gjaldeyrisforða og öðrum efnahagslegum aðstæðum, t.d. því að ríkissjóður hafi sýnt fram á aðgengi að erlendum lánsfjármörkuðum.

Heimflutningur aflandskróna sem þegar eru í eigu aðila sem vilja fjárfesta í íslensku atvinnulífi

Sem fyrr segir hefur nokkur hópur eigenda aflandskróna átt krónurnar frá því áður en gjaldeyrishöftum var komið á 28. nóvember 2008 vegna fyrirhugaðrar fjárfestingar í innlendu atvinnulífi. Aðrir hafa eignast aflandskrónur með lögmætum hætti eftir að hertar gjaldeyrisreglur tóku gildi vegna framtíðaráforma um fjárfestingu í innlendu atvinnulífi. Þessum aðilum verður heimilað að flytja þessar krónur í innlend fjármálafyrirtæki í því augnamiði að beina þeim í fjárfestingu, *eftir að einu eða fleiri útboðum lýkur (en samhliða seinni útboðum)*, með eftirtöldum skilmálum:

- *Markhópur:* Erlendir og innlendir aðilar sem eiga aflandskrónur frá því fyrir gjaldeyrishöft eða erlendir aðilar sem hafa aflað þeirra síðar (fyrir birtingu nýrrar áætlunar eða í útboði eftir birtingu hennar), hyggjast nota þær til fjárfestingar í innlendu atvinnulífi og eru reiðubúnir að leggja til erlendan gjaldeyri fyrir sem nemur 50% af andvirði fjárfestingarinnar, á sama hátt og gildir um þá sem afla þeirra í útboðum. Reglur um erlenda lántöku verða rýmkaðar, m.a. með það að leiðarljósi að innlendir aðilar sem hafa tilhlýðilegar varnir gegn gjaldeyrisáhættu og eiga aflandskrónur, eða verður gert kleyft að eignast þær í útboðum, geti tekið erlend lán til þess að kaupa aflandskrónur fyrir sem nemur 50% af verðmæti innlendrar fjárfestingar. Fjárfestar sem eiga aflandskrónur frá því fyrir 28. nóvember 2008 munu njóta forgangs sé talin þörf á að skipta þessum áfanga frekar.
- *Markmið:* Örva fjárfestingu í atvinnulífinu og draga úr ásýnd aflandskrónuvanda sem getur grafið undan trausti þrátt fyrir að þeir eigendur aflandskróna sem líklegir eru til að taka þátt séu langtímafjárfestar.
- *Framkvæmd:* Innlent fjármálafyrirtæki, banki, lífeyrissjóður eða annað fjármálafyrirtæki, sem sætir eftirliti Fjármálaeftirlitsins, getur sótt um heimild til Seðlabankans til þess að taka við aflandskrónum í lokaðan fjárfestingarsjóð sem bundinn er til 5 ára (sjá rammagrein 1)

- *Forsendur:* Lausafjárstaða fjármálafyrirtækja þarf að vera nægilega traust til þess að standast tilfærslur á krónum á milli fjármálafyrirtækja.¹⁰ Til að tryggja stöðugleika á markaði með ríkisskuldabréf er æskilegt er að ríkissjóður hafi sýnt fram á aðgang að erlendum lánsfjármörkuðum þegar hér er komið við sögu og að útboðum sem beinast að fjárfestum í löngum ríkisskuldabréfum verði fjölgað eins og þörf krefur til að koma í veg fyrir skyndilega hækkun ávöxtunarkröfu.

Einkenni þeirra aðgerða sem lýst hefur verið hér að framan er að byggt er á frumkvæði þeirra sem búa yfir upplýsingum um fjárfesta og fjárfestingartækifæri og hafa færni til þess að framkvæma viðeigandi aðgerðir. Fjármálafyrirtæki geta sett upp sjóði með mismunandi hætti svo framarlega sem gerð þeirra uppfyllir þau almennu skilyrði sem Seðlabankinn setur. Reglan um að nýtt innstreymi erlends gjaldeyris nemi 50% andvirðis fjárfestingar ætti að tryggja að áhrif á gengi krónunnar verði ekki neikvæð til skamms tíma litið og ef aðgerðirnar glæða fjárfestingu á útflutningstengdri atvinnustarfsemi ættu áhrifin til lengri tíma litið að vera jákvæð. Í vissum tilfellum kann þáttur innfluttra aðfanga í fjárfestingu að vera meiri en nemur 50% af andvirði fjárfestingar, en þegar um kaup á fyrirtæki í rekstri er að ræða mun helmingur andvirðis fjárfestingar fela í sér hreint gjaldeyrisinnstreymi. Innlend fyrirtæki sem eiga erlendan gjaldeyri sem ekki er háður skilaskyldu geta eignast aflandskrónur með því að taka þátt í útboðinu.¹¹

Rammagrein 1. Lokaðir sjóðir

Innlent fjármálafyrirtæki, banki, lífeyrissjóður eða annað fjármálafyrirtæki, sem sætir eftirliti Fjármálaeftirlitsins, getur sótt um heimild til Seðlabankans til þess að taka við aflandskrónum í lokaðan fjárfestingarsjóð sem bundinn er til 5 ára. Hægt er að mynda slíkan sjóð um eina tiltekna fjárfestingu eða fleiri og með þátttöku eins aðila eða fleiri. Í umsókninni skal koma fram hvernig fjármálafyrirtækið hyggst uppfylla eftirfarandi skilyrði:

- Að gengið verði úr skugga um að aflandskróna sem fjármálafyrirtæki tekur við hafi verið aflað með lögmætum hætti.
- Að gjaldeyriseftirliti Seðlabankans verði gerð grein fyrir því með hvaða hætti fjármálafyrirtæki hyggst upplýsa eftirlitið, mánaðarlega eða oft, um framvindu fjárfestingar og samþykki gjaldeyriseftirlitsins fengið fyrir áætlun um upplýsingagjöf.
- Að gerð verði grein fyrir fjárfestingarstefnu viðkomandi sjóðs og samþykki Seðlabankans fengið.
- Að fyrirkomulag sjóðsins sé með hætti sem að mati gjaldeyriseftirlits Seðlabankans lágmarkar hættu á að hann verði notaður til sniðgöngu gjaldeyrisreglna.

Erlend fjármálafyrirtæki geta með heimild gjaldeyriseftirlitsins sett upp samsvarandi sjóði í samvinnu við innlent fjármálafyrirtæki sem hefur heimild til að taka á móti

¹⁰ Reglulegar úttektir verða gerðar á lausafjárstöðu bankanna.

¹¹ Sjá 14. grein reglna um gjaldeyrisátt. Fyrirtæki með 80% tekna og kostnaðar erlendis eru meðtalin.

aflandskrónum og ber ábyrgð á því að unnt sé að hafa fullnægjandi eftirlit með fjárfestingunni.

Skuldabréfaskipti og útgönguálag

Þegar ofangreindar aðgerðir hafa skilað tilætluðum árangri og ekki eru miklar líkur á að hægt sé að beina umtalsverðum hluta af því sem eftir stendur af stofni aflandskróna inn í innlenda langtímafjárfestingu verður krónueigendum sem eftir standa boðið upp á tvenns konar útgönguleið í takmarkaðan tíma:

- *Markhópur*: Allir aflandskrónueigendur sem hafa af einhverjum ástæðum ekki tekið þátt í útboðum en kunna að vilja losa stöður sínar áður en höftin hverfa.
- *Markmið*: Að draga sem kostur er úr hættu á útflæði áður en höftin verða leyst en skapa um leið hvata til þess að eigendur aflandskróna losi um stöðurnar í smáum skrefum.
- *Framkvæmd*: i) Öllum eigendum skuldabréfa ríkissjóðs í krónum kann að verða heimilað að breyta þeim í skuldabréf í erlendum gjaldeyri. Gjaldalagi og verð skuldabréfanna munu ráðast af mati á markaðsaðstæðum á þeim tíma. ii) Öllum eigendum aflandskrónuinnstæðna í innlendum bönkum verður heimilað að skipta þeim í erlendan gjaldeyri gegn greiðslu gjalds sem nemur muninum á aflands- og álandsgengi krónunnar undangengnar vikur eða verði í síðustu útboðum. Útgöngugjaldið mun lækka í mánaðarlegum skrefum uns það hverfur með öllu innan ákveðins tíma (t.d. árs) frá því að gjaldið er lagt á. iii) Afnáam eftirstandandi hafta í skrefum getur byrjað áður en útgöngugjaldið er komið niður í núll, að því tilskyldu að þjóðhagslegar aðstæður, horfur um greiðslujöfnuð og stöðugleiki fjármálageirans leyfi örugga framkvæmd þess.
- *Forsendur*: Ríkissjóður og helstu fjármálafyrirtæki hafi þegar sýnt fram á greiðan aðgang að erlendum lánsfjármörkuðum með lántöku þar á viðunandi vaxtakjörum. Efnahagur og lausafjárstaða banka séu nægilega traust til að standast útflæði innstæðna.¹² Gjalddeyrisforðinn þarf að vera nægjanlegur til að mæta hugsanlegu útflæði þegar útgöngugjaldið er sett á, að teknu tilliti til metins umfangs mögulega óstöðugra, krónueigna.

Þótt megináherslan í fyrri áfanga áætlunarinnar sé á bindingu aflandskróna verða heimildir til erlendra lántöku innlendra aðila sem eru varðir gjalddeyrisáhættu til meðallangs og langs tíma einnig rýmkaðar, eins og fyrr getur, enda styður það við aðgerðina. Erlendum aðilum sem eiga gjaldeyri í innlendum fjármálafyrirtækjum kann einnig að verða heimilað að flytja gjaldeyrinn úr landi áður en fyrrgreindu tímabili lýkur.

¹² Lausafjárstaða bankanna verður könnuð reglulega.

IV. Losun gjaldeyrishafta á aðrar krónueignir

Þegar fullnægjandi árangri við lausn aflandskrónuvandans hefur verið náð verður í a.m.k. tveimur áföngum losað um höft á aðrar krónueignir í skrefum. Meginforsendur þess að hægt sé að hefja þennan áfanga eru eftirfarandi:

- Að horfur um greiðslujöfnuð til meðallangs tíma séu þannig að gjaldeyrisforðinn þoli mögulegt gjaldeyrisútlæði.
- Að ríkissjóður og innlendar fjármálastofnanir hafi sýnt fram á aðgang að erlendum lánsfjármörkuðum á viðunandi kjörum.
- Að fjármálageirinn geti staðist sveiflur í flæði fjármagns.
- Að verulega hafi dregið úr stöðum erlendra aðila í krónuinnstæðum og öðrum auðseljanlegum eignum.
- Að aflandsgengi krónunnar víki ekki umtalsvert frá álandsgenginu.
- Að nægilega öflugar varúðarreglur um gjaldeyrisáhættu fjármálafyrirtækja séu til staðar sem takmarka stærð efnahagsreikninga innlendra banka í erlendum gjaldmiðlum sem og gjaldeyris- og tímamisvægi. Slíkar reglur ættu einnig að draga úr hættu á að fyrirtækin grípi til aðgerða sem í fljótu bragði leiða til eigin ábata, en í raun skaða sameiginlega heildarhagsmuni þeirra sjálfra og almennings í landinu. Slíkar reglur þurfa að vera til staðar nokkru áður en hafist er handa við fyrri áfanga áætlunarinnar.
- Að settar hafi verið aðrar varúðarreglur eftir því sem nauðsyn krefur fyrir fjármálastöðugleika. Þar koma m.a. til álita takmarkanir á lántökum heimila í erlendum gjaldmiðlum.
- Settar verði tímabundið þrengri takmarkanir á gjaldeyrisáhættu lífeyrissjóða sem síðan yrði lyft í áföngum.¹³
- Að peningastefna til lengri tíma hafi verið mótuð, annað hvort í tengslum við hugsanlega aðild að Efnahags- og myntbandalagi Evrópu eða með endurbættri framkvæmd peningastefnu á grundvelli verðbólgaþolmarkmiðs.

Stefnt er að því að losa tiltölulega hratt um öll höft ef aðstæður leyfa. Sú leið gæti verið æskileg þar sem framfylgd haftanna verður að líkindum erfiðari eftir því sem fleiri útgönguleiðir eru opnaðar. Hvort þetta er mögulegt ræðst af aðstæðum og hugsanlegt er að nauðsynlegt reynist að takmarka áhættu af áhrifum þess að losa um höftin á gengi og gjaldeyrisforða með því að skipta ferlinu í fleiri skref, til dæmis með því að rýmka reglur um erlenda fjárfestingu áður en önnur skref eru tekin. Þörfin fyrir aukinn fjölda skrefa verður metin með hliðsjón af fyrrnefndum skilyrðum.

¹³ Ef lífeyrissjóðirnir byggja upp gjaldeyriseign sjóðanna hratt á ný eftir að hafa dregið úr gjaldeyrisstöðunni með þátttöku í útboðum til að binda aflandskrónur gæti það leitt til óstöðugleika krónunnar sem myndi skaða sjóðina og þjóðarbúskapinn í heild. Því er það hagur lífeyrissjóðanna jafnt sem almennings að stuðla að því að slík enduruppbygging fari fram í hæfilegum áföngum.

V. Niðurlag

Hér að framan hefur verið lýst áætlun um losun gjaldeyrishafta sem kemur í stað áætlunar sem lögð var fram 5. ágúst 2009. Áætlunin hefur verið unnin af Seðlabankanum í nánú samráði við efnahags- og viðskiptaráðuneyti, fjármálaráðuneyti og Fjármálaeftirlitið. Samráð var haft við erlendan ráðgjafa með reynslu af gjaldeyriseftirliti og losun gjaldeyrishafta og einnig veitti Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gagnlega ráðgjöf.

Kjarni áætlunarinnar er að losað verður smám saman um aflandskrónur áður en losað verður um innlendar krónur. Sér í lagi verða heimildir til þess að fjárfesta aflandskrónur í innlendu efnahagslífi rýmkaðar verulega um leið og greitt verður fyrir viðskiptum á milli þeirra sem eiga aflandskrónur og vilja selja og hinna sem vilja kaupa þær fyrir erlendan gjaldeyri sem þeir eiga eða geta aflað. Lögð er áhersla á að framkvæmdin verði í hóflegum skrefum sem gefa færi á að aðlaga hana í ljósi reynslunnar. Á meðan á ferlinu stendur verða hafðar sérstakar gætur á þátttöku í útboðum, fjármálastöðugleika (þ.m.t. lausafjárstöðu bankakerfisins), þróun gjaldeyrisforða, aðgengi ríkissjóðs að erlendum lánsfjármörkuðum og horfum um greiðslujöfnuð í því skyni að meta hvort nauðsynlegt sé að aðlaga framkvæmd eða gang áætlunarinnar að breyttum aðstæðum. Búist er við að þessar aðgerðir muni smám saman draga úr stöðum aðila sem vilja selja krónueignir sínar á lágu gengi. Jafnframt ætti bilið á milli aflands- og álandsgengis krónunnar að minnka smám saman. Að ofgreindum skilyrðum uppfylltum ættu forsendur fyrir losun hafta á eigendur annarra krónueigna að vera fyrir hendi. Alls óvíst er hve langan tíma það mun taka að uppfylla öll forskilyrði. Einnig er líklegt að aðlaga þurfi áætlunina með hliðsjón af reynslu af framkvæmd hennar. Áður en hafist verður handa við seinni áfanga hennar verður einstökum skrefum hans lýst með nákvæmari hætti.

Nefnd sem skipuð er fulltrúum Seðlabanka, Fjármálaeftirlits og fyrrgreindra ráðuneyta mun hafa eftirlit með framkvæmd áætlunarinnar og stýrihópur undir forystu efnahags- og viðskiptaráðherra og auk þess skipaður fjármálaráðherra, forstjóra Fjármálaeftirlitsins og seðlabankastjóra mun meta framganginn og hvort þörf sé á endurskoðun áætlunarinnar. Áður en síðari áfangi áætlunarinnar hefst mun verða nauðsynlegt að setja fjármálafyrirtækjum strangari varúðarreglur en nú gilda, m.a. um gjaldeyrisáhættu og starfsemi yfir landamæri. Fyrsti áfangi hinnar nýju áætlunar um losun hafta hefst með útboði sem verður tilkynnt fljótlega eftir birtingu áætlunarinnar.

Viðaukar

- I. Viðauki um endurmat skilyrða fyrir afnámi hafta
- II. Viðauki um lausafjárstöðu bankakerfisins
- III. Viðauki um gjaldeyrisforða
- IV. Viðauki um krónueignir erlendra aðila

Viðauki I: Endurmat á skilyrðum fyrir losun gjaldeyrishafta

Þrátt fyrir tafir á framvindu efnahagsáætlunarinnar hefur miðað verulega í rétta átt frá því að hin fyrri áætlun var gefin út. Skilyrðin sem þurfa að vera til staðar til þess að hægt sé að leysa gjaldeyrishöftin að fullu varða í grófum dráttum þjóðhagslegan stöðugleika, fjármálastöðugleika og gjaldeyrisforða. Skilyrðin eru þó innbyrðis tengd.

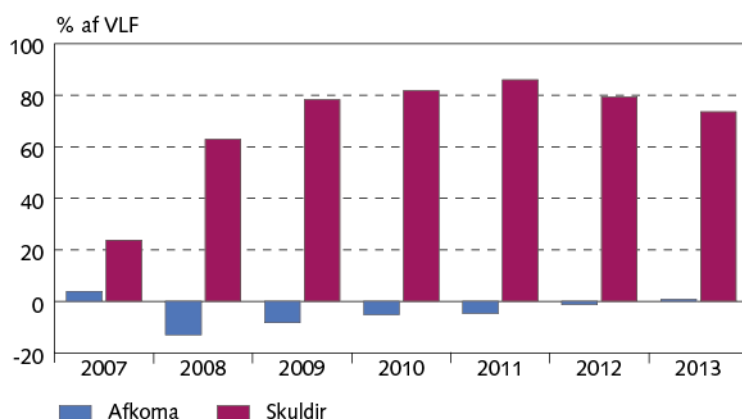
Þjóðhagslegur stöðugleiki

Mikið hefur áunnist að því er varðar hin þjóðhagslegu skilyrði þess að leysa höftin. Þar má nefna að umtalsverður undirliggjandi viðskiptajöfnuður hefur myndast, gengi krónunnar hefur styrkst þótt stuðningsinngríp á gjaldeyrismarkaði séu ekki lengur stunduð og verðbólga hefur hjaðnað að markmiði Seðlabankans. Samkvæmt fjárlögum verður frumjöfnuður ríkissjóðs nálægt núlli í ár og stefnt er að umtalsverðum afgangi á næsta ári. Eitt mikilvægasta skilyrði þess að hægt sé að losa höftin að fullu er að ríkissjóður njóti trausts, hvort heldur á innlendum eða erlendum markaði, og geti því auðveldlega fjármagnað þann halla sem enn er til staðar og endurfjármagnað skuldbindingar sem falla á gjalddaga.

Ástæða þess að mikilvægt er að uppfylla þetta skilyrði er augljós. Ef fjárfestar hafa ekki traust á getu ríkissjóðs til þess að standa við skuldbindingar sínar munu þeir selja ríkisskuldbréf um leið og þeir fá tækifæri til og skipta andvirði þeirra í erlendan gjaldeyri. Áður en losað er verulega um höftin þyrfti ríkissjóður að sýna fram á aðgengi að erlendum lánsfjármörkuðum með útgáfu skuldabréfa í erlendum gjaldeyri á erlendum markaði áður en nokkurt skref er tekið sem gæti til skamms tíma truflað verulega fjármögnun ríkissjóðs, eins og lýst er hér að neðan. Horfur um lánshæfismat ríkissjóðs þyrftu að batna og matið helst að hækka frá því sem nú er. Ástæðan er sú að lánshæfismat ríkissjóðs er sem stendur lægra en samrýmist fjárfestingarreglum ýmissa fjárfestingarsjóða sem eiga skuldabréf ríkissjóðs. Þeir neyðast því til þess að selja bréfin um leið og færi gefst. Verði Icesave-samningarnir samþykktir í þjóðaratkvæðagreiðslu verður óvissu eytt, að mati matsfyrirtækjanna. Það ætti síðan að greiða fyrir lántöku ríkissjóðs á erlendum mörkuðum, sem er forsenda mikilvægra skrefa í losun haftanna, að undanskildum þeim allra fyrstu í fyrri áfanga, eins og lýst er hér að neðan.

Stefnt er að lántöku ríkissjóðs á alþjóðlegum fjármáلامarkaði á þessu ári og góðar horfur eru á að lánshæfismat Íslands taki að hækka eftir því sem staða ríkissjóðs batnar, sérstaklega ef Icesave-deilunni er lent í sátt. Þó verður að hafa í huga að tilvist gjaldeyrishaftanna kann í sjálfri sér að vera hindrun í vegi þess að lánshæfismatið komist í fyrra horf. Því er ekki ástæða til að bíða með að hefja losun haftanna þar til lánshæfismat kemst í fyrra horf, þótt mikilvægt sé að ná lánshæfismatinu tryggilega upp í fjárfestingarflokk áður en boðið er upp á skipti á skuldabréfum í krónum fyrir skuldabréf í evrum og áður en síðari áfangi áætlunarinnar hefst. Þau skref sem fyrst verða tekin í átt til losunar gjaldeyrishafta, þ.e.a.s. útboð sem leiða saman eigendur gjaldeyris sem vilja fjárfesta í langtímaskuldabréfum ríkissjóðs og eigendur aflandskróna sem vilja selja krónueignir ættu hins vegar að auðvelda langtímafjármögnun ríkissjóðs fremur en að valda erfiðleikum.

Rekstrarjöfnuður ríkissjóðs og skuldir 2007 - 2013¹

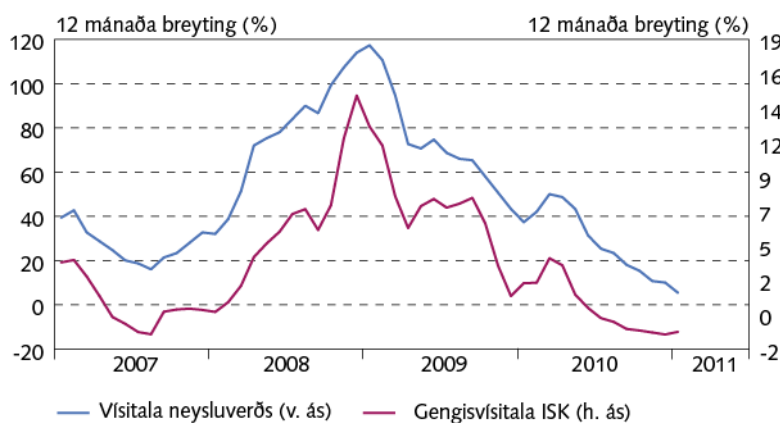


1. Spá Seðlabankans 2011 - 2013.

Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Verðbólga er almenn vísbending um heilbrigði efnahagslífsins og á ríkan þátt í því að móta væntingar fjárfesta um gengisþróun og efnahagsþróun almennt. Mikil og breytileg verðbólga leiðir að öðru jöfnu til hærri ávöxtunarkröfu á skuldabréfamarkaði og almennt hærri vaxtastigs í landinu, sem hægir á hjólum efnahagslífsins og grefur undan trausti á gjaldmiðli landsins. Í ágúst 2009, þegar fyrri áætlun var gerð, var verðbólgan rétt undir 11%, en er nú komin niður fyrir verðbólguþröngmið.

Verðbólga og gengisþróun 2007 - 2011



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mikilvæg forsenda þessa góða árangurs við að ná niður verðbólgu er að gengi krónunnar hefur verið tiltölulega stöðugt eða styrkst frá því í nóvember 2009. Með auknu eftirliti og þéttari reglum, þegar heimflutningur aflandskróna var stöðvaður, tókst Seðlabankanum að koma í veg fyrir umfangsmikla sniðgöngu gjaldeyrishafta. Jafnframt er ljóst að mikil umskipti hafa orðið í utanríkisviðskiptum landsins sem styðja munu við gengi krónunnar til lengri tíma

litið. Undirliggjandi afgangur á viðskiptajöfnuði Íslands, þ.e.a.s. þegar búið er að taka tillit til þess jafnaðar þáttatekna sem ætla má að standi eftir þegar uppgjör fallinna fjármálafyrirtækja og eignarhaldsfélaga hefur farið fram og þegar horft er fram hjá skuldum Actavis við eigendur sína, nam líklega 1/10 af landsframléiðslu á síðasta ári og horfur eru á svipuðum afgangi í ár og til næstu ára. Þegar öll kurl koma til grafar stefnir í að undirliggjandi hrein skuldastaða Íslands verði á næstu árum hagstæðari en hún hefur verið í áratugi, þótt greiðsluflæðisvandi af ýmsu tagi gæti valdið tímabundnum óstöðugleika.¹⁴

Sundurliðun viðskiptajafnaðar

% af VLF	2010	2011	2012	2013
Viðskiptajöfnuður	-3,7	-1,9	-1,4	-2,0
- undirliggjandi viðskiptajöfnuður m.v. reiknað uppgjör úr þrotabúunum	6,4	7,4	7,4	5,4
- undirliggjandi viðskiptajöfnuður m.v. reiknað uppgjör úr þrotabúunum en án Actavis	12,8	12,3	12,0	9,8

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Jafnvægi eða afgangur á viðskiptajöfnuði er hins vegar nauðsynleg en engan veginn nægileg forsenda þess að hægt sé að leysa gjaldeyrishöftin án þess að óstöðugleiki hljóti af. Á meðan hvorki ríkissjóður, fjármálakerfið né almenn atvinnufyrirtæki hafa takmarkaðan aðgang að erlendu lánsfé munu fjármagnshreyfingar til útlanda vega að miklu leyti á móti hreinu innstreymi gjaldeyris vegna vöru- og þjónustuviðskipta. Útflutningsdrifinn hagvöxtur og fjármunamyndun gæti gjörbreytt þessari stöðu. Aukinni fjárfestingu fylgir innstreymi erlends fjármagns. Þótt útflutningsdrifinn hagvöxtur hafi látið bíða nokkuð eftir sér virðist samdráttarskeiðinu vera lokið og hægfara bati hafinn. Því hefur töluvert áunnist frá því að áætlunin um afnám gjaldeyrishafta var birt í ágúst 2009.

Ef til vill væri hægt að afnema gjaldeyrishöft við núverandi skilyrði án langvarandi óstöðugleika ef ekki kæmu til umtalsverðar stöðutökur erlendra aðila í krónum og viðkvæmni fjármálakerfisins fyrir stórum hreyfingum aflandskróna. Aðeins u.þ.b. þriðjungur krónueignar erlendra aðila, 142 ma.kr., eru í langtímaskuldabréfum. Ef umtalsverður hluti erlendra aðila sem eiga skammtímaeignir myndi losa um stöður sínar í kjölfar afnáms gjaldeyrishafta gætu innlendir aðilar fylgt í kjölfarið og krónan fallið meira um tíma en ásættanlegt er. Aflandskrónuvandinn er því á þessu stigi helsta hindrunin í vegi þess að hægt sé að losa um höft á fjármagnsútlæði innlendra aðila. Um leið felur þessi staða í sér tækifæri til þess að örva fjárfestingu og útflutningsdrifinn hagvöxt, eins og fjallað verður nánar um hér á eftir. Áður en fjallað er um leiðir í þeim efnum er hins vegar nauðsynlegt að fjalla um tvo þætti er tengjast mjög lausn aflandskrónuvandans, þ.e.a.s. stöðugleika fjármálakerfisins annars vegar og uppbyggingu gjaldeyrisforðans hins vegar.

¹⁴ Sjá grein Arnórs Sighvatssonar, Ásgeirs Daníelssonar, Daníels Svavarssonar, Freys Hermannssonar, Gunnars Gunnarssonar, Hrannar Helgadóttur, Regínu Bjarnadóttur og Ríkarðs Bergstað Ríkarðssonar, Hvað skuldar þjóðin? *Efnahagsmál* nr. 4, febrúar 2011.

Fjármálastöðugleiki

Mikið hefur áunnist á sviði fjármálastöðugleika frá því að fyrri áætlun var gefin út sumarið 2009, þrátt fyrir bakslag eftir dóm Hæstaréttar um lögmæti gengistryggðra lána á sl. ári.¹⁵ Endurfjármögnun gömlu bankanna þriggja er afstaðin og aðgerðir til að taka á skuldavanda heimila og fyrirtækja liggja nú fyrir í endanlegri mynd. Fjárhagsleg endurskipulagning fyrirtækja sem bankarnir hafa forráð yfir um stundarsakir er mikilvæg forsenda þess að fjármunamyndun komist á skrið og kann að nokkru leyti að vera lykill að því að hægt sé að beina aflandskrónum í innlenda atvinnuvegafjárfestingu. Ein helsta hættan sem fjármálakerfinu stafar af losun gjaldeyrishafta felst í því að töluverður hluti krónustöðu erlendra aðila er í formi innstæðna í innlendum fjármálafyrirtækjum. Krónuinnstæður á Vostro-reikningum erlendra banka nema um 164 ma.kr.¹⁶ Ef allar þessar innstæður rygnu út í einu vetfangi hefði það slæmar afleiðingar fyrir lausafjástöðu bankanna, sérstaklega ef innstæður innlendra aðila og aðrar skammtímaeignir fylgdu í kjölfarið. Því er mikilvægt að stuðla að því að beina þessum innstæðum inn í langtímafjárfestingu í áföngum, eins og nánar er lýst í kafla IV (sjá einnig viðauka um lausafjástöðu fjármálafyrirtækja). Fjármálakerfið ætti nú þegar að vera í stöðu til þess að þola tiltölulega hófleg útboð erlends gjaldeyris. Áður en stór skref eru tekin í þá átt að leysa höftin er hins vegar nauðsynlegt að bankakerfið hafi öðlast óhindraðan aðgang að erlendu lánsfé.

Uppbygging gjaldeyrisforða

Þótt stefnt sé að því að losa um gjaldeyrishöftin í áföngum þannig að stöðugleika á gjaldeyrismarkaði verði ekki teft í tvísýnu er aldrei hægt að útiloka einhverjar sveiflur í gengi krónunnar. Til þess að draga úr líkum á langvarandi óstöðugleika í gengi krónunnar í tengslum við losun hafta þarf Seðlabankinn að ráða yfir nægum gjaldeyrisforða til þess að geta dregið úr sveiflum á gjaldeyrismarkaði og eyða öllum vafa um að ríkissjóður geti staðið við skuldbindingar sínar.

Gjaldeyrisforði Seðlabankans hefur aldrei verið meiri í sögu landsins. Í ágúst 2009 nam gjaldeyrisforði Seðlabankans, að frádrögnum tólf mánaða skammtímaskuldum Seðlabankans og ríkissjóðs,¹⁷ 250 ma.kr. eða 17% af vergri landsframleiðslu ársins 2009. Í lok janúar nam samsvarandi gjaldeyrisforði 303 ma.kr. eða 19% af landsframleiðslu ársins 2010. Sá hluti forðans sem Seðlabankinn hefur til ráðstöfunar hefur því haldist nokkuð stöðugur frá því að síðasta áætlun var gefin út þrátt fyrir að árið 2011 falli í gjalddaga töluvert af gjaldeyrissskuldum ríkissjóðs eða um 13% af landsframleiðslu Íslands ársins 2010. Þrennt hefur einkum stuðlað að því að gjaldeyrisforði til ráðstöfunar hefur haldist stöðugur eða aukist þrátt fyrir að stór lán falli í gjalddaga. Í fyrsta lagi hafa ríkissjóður keypt til baka skuldir á hagstæðum kjörum þannig að nú nema tólf mánaða skammtímaskuldir ríkissjóðs tæplega

¹⁵ Dómsniðurstaðan hafði neikvæð áhrif á eiginfjárlutföll fjármálastofnana en jákvæð áhrif á gjaldeyris-misvægi á bókum þeirra.

¹⁶ Nokkur hluti endafjárfesta sem eiga eignir sem eru andlag innstæðna erlendra banka kunna að vera innlendir aðilar. Gögn sem sýna fram á umfang þessa eru hins vegar ekki til staðar. Af þeim sökum er greiningin byggð á fánlegum gögnum um krónueignir erlendra aðila.

¹⁷ Sjá nánari umfjöllun um forða í viðauka III.

8% af landsframleiðslu ársins 2010. Í öðru lagi hefur ríkissjóður og Seðlabanki endurfjármagnað skuldir með langtímalánum frá Norðurlöndunum, Póllandi og Alþjóðagjaldeyrissjóðnum. Í þriðja lagi hefur Seðlabankinn keypt umtalsverðan gjaldeyri af lífeyrissjóðum vegna Avens-bréfa og viðskiptabönkum og endurheimt gjaldeyri vegna veðlána frá haustinu 2008. Að öðru óbreyttu dugar núverandi forði til þess að greiða niður allar skuldir ríkissjóðs til ársins 2015. Hins vegar gæti verið nauðsynlegt að byggja frekar upp gjaldeyrisforðann til að búa í haginn fyrir afnám hafta; með því að draga á lán Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og tvíhliða lán í tengslum við efnahagsáætlunina og með öðrum erlendum lántökum ríkissjóðs.

Þrátt fyrir mikinn gjaldeyrisforða, sem tryggir að ríkissjóður geti greitt skuldir sínar til næstu ára, jafnvel þótt svo ólíklega vildi til að hann gæti ekki tekið lán á erlendum lánsfjármörkuðum, er æskilegt að vægi erlendra lána sé minna við fjármögnun forðans. Seðlabankinn hefur frá og með ágúst 2010 stundað regluleg gjaldeyriskaup í nokkrum mæli til þess að auka þann hluta gjaldeyrisforðans sem er ekki fenginn að láni. Það mun hins vegar taka tíma. Það er mat Seðlabankans að gjaldeyrisforðinn hafi náð fullnægjandi stærð til þess að hægt sé að hefja losun gjaldeyrishafta í áföngum. Frekari uppbygging forðans, sem er forsenda næstu skrefa, er háð því hvernig til tekst að koma krónum í eigu aðþrengdra fjárfesta í hendur langtímafjárfesta, t.d. lífeyrissjóða og annarra aðila, sem eiga gjaldeyri erlendis. Þannig yrði töluverðum hluta skammtíma króna veitt inn í innlent atvinnulíf eða langtímafjármögnun ríkissjóðs án þess að reyni á forðann. Til meðallangs tíma, í kjölfar þess að höftin hafa verið leyst, er hugsanlegt að þrýstingur myndist á gjaldeyrisforðann vegna uppsafnaðrar eftirspurnar innlendra aðila eftir erlendum eignum. Að hluta til verður brugðist við því með varúðarreglum, en áður en hafist verður handa við lokaskref fyrri áfanga og síðari áfanga áætlunarinnar þarf að meta forðapörfina nánar. Nánar er fjallað um þróun forðans og lánamál ríkisins í viðauka III.

Viðauki II: Lausafjárstaða bankakerfisins

Seðlabanki Íslands og Fjármálaeftirlitið (FME) fylgjast bæði með lausafjárstöðu lánastofnana (e. off-site). FME framkvæmir einnig vettvangskannanir (e. on-site). Kannanir FME eru hluti af eftirliti þess með innra eftirliti og áhættustýringu eftirlitsskyldra aðila.

Lausafjárstaða samkvæmt reglum Seðlabanka Íslands um lausafjárhlutfall

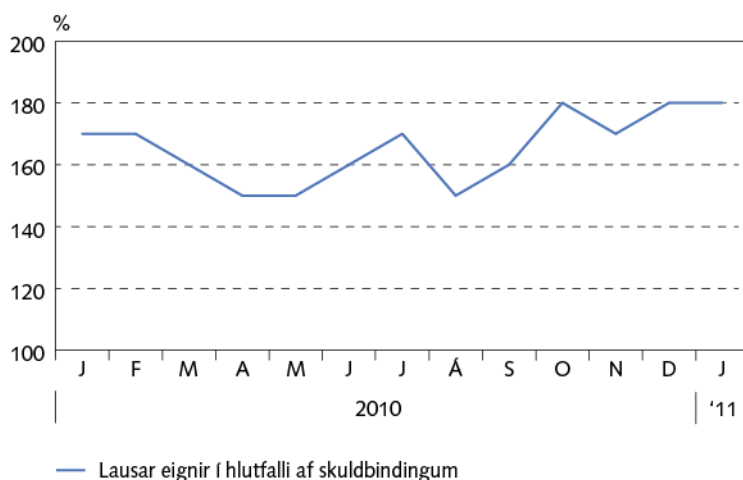
Seðlabanki Íslands setur reglur um lausafjárhlutfall lánastofnana, sbr. ákvæði 12. gr. laga nr. 36/2001.¹⁸ Markmið reglnanna er að tryggja að lánastofnanir eigi ávallt nægt laust fé til þess að mæta fyrirsjáanlegum og hugsanlegum greiðsluskuldbindingum á tilteknu tímabili.¹⁹ Lánastofnunum er skylt að senda Seðlabankanum mánaðarlega sérstaka skýrslu um upplýsingar sem liggja til grundvallar útreikningi lausafjárhlutfallsins. Að undanfögnu hefur lausafjárstaða stærstu viðskiptabanka samkvæmt lausafjárreglum Seðlabankans verið rúm, sbr. meðfylgjandi mynd. Á árinu 2011 mun Seðlabankinn, í samstarfi við FME, endurskoða lausafjarkvaðir sínar til samræmis við erlenda staðla svo sem Basel-III (LCR, NSFR).

Í lausafjárreglum Seðlabankans er fólgið visst álagspróf þar sem frádrag er á ýmsum eignaliðum en gert ráð fyrir að greiða þurfi allar skuldbindingar á gjalddaga og hluta annarra skuldbindinga svo sem innlána. Þar sem viðskiptabankarnir eru nú að mestu leyti fjármagnaðir með innlánnum tengist lausafjárahætta þeirra einkum hættu á úttektum innlána. Stór hluti innlána er óbundinn og líklegt að hluti innlánseigenda hreyfi innlán sín við afnám gjaldeyrishafta eða þegar fleiri fjárfestingarkostir bjóðast. Af þessum sökum hefur Seðlabankinn metið reglulega lausafjárhlutföll bankanna miðað við mismunandi forsendur um úttektir óbundinna innlána. Viðskiptabankarnir þola umtalsverðar úttektir innlána án þess að fara niður fyrir lágmark lausafjárreglna Seðlabankans. Vegna mikilvægis innlána fjármögnunar hefur Fjármálaeftirlitið farið fram á það að nýju viðskiptabankarnir eigi á hverjum tíma tryggja lausafjäreignir til að mæta hugsanlegum úttektum innlána.

¹⁸ Reglur um lausafjárhlutfall nr. 317/2006.

¹⁹ Lánastofnunum ber skylda til að senda seðlabankanum mánaðarlegar skýrslur þar sem fram kemur hvað liggur til grundvallar útreikningum á lausafjárhlutföllum þeirra. Kröfur og skuldbindingar sem eru teknar með í útreikningana eru flokkaðar eftir tegund, gjalddaga og áhættu. Skýrslurnar tiltaka einnig hvaða hlutfall af hverjum flokki er tekið með í útreikningana. Lausafjárhlutfall er reiknað fyrir fjögur tímabil, < 1 mánuður; 1-3 mánuðir; 3-6 mánuðir; 6-12 mánuðir. Hlutfall eigna og skulda sem falla í gjalddaga eða breyta má í laust fé innan eins mánaðar og innan þriggja mánaða skal ekki vera lægra en 1, eða 100%. Ef lánastofnun getur ekki uppfyllt þessa kröfu kveða reglurnar á um viðurlög í formi dagsekta á það sem upp á vantar. Lánastofnunum ber einnig skylda til að gefa upp lausafjárhlutföll fyrir önnur tímabil, þrátt fyrir að þar gildi engar kröfur um tiltekin hlutföll.

Lausafjárstaða viðskiptabanka, 0-3 mán.¹
 Skv. lausafjárreglum Seðlabanka Íslands 2010



1. Stærstu viðskiptabankar, móðurfélög.
 Heimild: Seðlabanki Íslands.

Lausafjárstaða samkvæmt lausafjárskýrslu Fjármálaeftirlitsins

Fjármálaeftirlitið innheimtir mánaðarlega lausafjárskýrslur af stóru bönkunum þremur.²⁰

Líta má á lausafjárskýrslu bankanna til FME sem nk. álagspróf. Kannað er hvort bankarnir geti mætt a.m.k. 20% útstreymi allra innlána og jafnframt mætt a.m.k. 5% útstreymi með handbæru fé af óbundnum innlánnum. Hafa bankarnir allir verið vel yfir þessum mörkum frá byrjun og til þessa dags.

Í lausafjárskýrslu FME kemur annars vegar fram samtala tryggra lausafjäreigna í lok hvers mánaðar sem hlutfall af heildarinnlánnum og hinsvegar samtala reiðufjár sem hlutfall af óbundnum innlánnum. Þá sýnir lausafjárskýrslan einnig stöðu heildarinnlána, skiptingu þeirra eftir því hvort um er að ræða erlenda aðila, heimili og minni fyrirtæki eða stærri fyrirtæki. Þá sýnir skýrslan einnig tímagreiningu innlána.

²⁰ Skýrsla þessi á uppruna í endurreisn bankanna og skilyrðum Fjármálaeftirlitsins fyrir starfsleyfi þeirra. Til upprifjunar voru nýju bönkunum sett margvísleg skilyrði við endurreisn þeirra. Fjárhagsleg skilyrði sem þeim voru sett voru þessi helst: Hækkun eiginfjárkröfu (Cad hlutfalls) í 16% lágmark, og skyldi hlutfall eiginfjárbáttar A (Tier 1) vera 12%. Vegna óvissu um fjárstreymi, gæði og endurheimtur útlána og þróun innlána var þeim gert að eiga öruggt laust fé er næmi að lágmarki 20% af heildarinnlánnum og auk þess handbært fé að lágmarki 5% af óbundnum innlánnum. Auk fjárhagslegra skilyrða var þeim settur fjöldi skilyrða er tengjast stjórnunarháttum og áhættustýringu.

Lausafjárstaða og innlán

Heildartölur fyrir Arion, Íslandsbanka og Landsbanka

Samtals 31.01.2011	ISK	FX (Í ISK)	Alls
Lausafjárstaða			
Lausafé, sjóður o.fl.	52.216	150.846	203.062
Endurhverf verðbréf o.fl.	329.270	30.145	359.415
Trygg lausafjárstaða í heild	381.486	180.991	562.477
Heildarinnlán			
Innlán erlendra aðila	176.197	9.339	185.536
Innlán einstaklinga og smærri fyrirtækja	593.297	44.604	637.901
Innlán stærri fyrirtækja	500.104	148.136	648.240
Samtals	1.269.598	202.079	1.471.677
Óbundin innlán	1.232.886	84%	

Heimild: FME.

Af yfirlitinu sést að trygg lausafjárstaða bankanna þriggja í heild var rétt rúmlega 562 ma.kr. hinn 31. janúar s.l. Lausafjárstaðan skiptist í lausafé annarsvegar, sem er sjóður, innstæður í Seðlabanka og inneignir í innlendum og erlendum fjármálastofnunum, samtals að andvirði 203 ma.kr., og hinsvegar endurhverf verðbréf og aðrar tryggðar lausafjárínur, að andvirði 359 ma.kr. Þá sýnir yfirlitið að heildarinnlán bankanna þriggja nema 1.472 ma.kr. en þar af nema innlán erlendra aðila 185 ma.kr. eða 13% innlána. Hlutfall óbundinna innlána nemur 84%.²¹

Álagspróf FME

Til þess að meta áhrif af losun gjaldeyrishafta á innlán og þar með á lausafjárstöðu bankanna hafa verið útbúnar nokkrar sviðsmyndir með mismunandi forsendum um hvað gæti gerst ef gjaldeyrishöft yrðu algjörlega afnumin. Allar þessar sviðsmyndir eru í besta falli einfaldir útreikningar, því að óvissa um viðbrögð er mikil.

Í fyrstu sviðsmyndinni var gert ráð fyrir því að öll innlán erlendra aðila og öll gjaldeyrisinnlán streymi út og auk þess 15% af öðrum innlánnum. Útstreymið myndi þurrka út allt lausafé og aðgengi bankanna að lausafé eins og staðan var í lok janúar.²²

Önnur sviðsmynd sýnir hvaða áhrif það hefði ef einungis öll innlán erlendra aðila streymdu út samstundis en ekkert annað gerðist. Bankarnir myndu ráða við þær stærðir og uppfylla lágmarkshlutföll FME, þótt lausafjárstaða þeirra myndi versna.

²¹ Ef reiknuð eru lausafjárhlutföll bankanna þriggja samtals samkvæmt ofangreindri töflu er annarsvegar hlutfallið Trygg lausafjárstaða í heild/Heildarinnlán jafnt og 38% (20% lágmark) en hinsvegar hlutfallið Lausafé/Óbundin innlán jafnt og 16% (5% lágmark). Þessi hlutföll eru mismunandi fyrir einstaka banka og áhrif útstreymis því mismunandi. Hins vegar hafa allir bankarnir þrír verið vel yfir lágmarkshlutföllum Fjármálaeftirlitsins.

²² Skilgreiningin á erlendum aðilum er samkvæmt 1.gr. laga um gjaldeyrismál nr. 87/1992. Samkvæmt henni eru skilaneftirnar innlendir aðilar. Skilaneftirnar eru því ekki meðhöndlaðar sérstaklega í því einfalda álagsprófi sem framkvæmt var. Líta mætti svo á að við almennt útstreymi innlána annarsvegar um 10% en hinsvegar 15% eins og gert er í álagsprófunum séu skilaneftirnar hluti af því.

Þriðja sviðsmyndin sýnir mildari áhrif en sú fyrsta, en þar er gert ráð fyrir útstreymi helmings innlána erlendra aðila, helmings gjaldeyrissinnlána og 10% annarra innlána, sem hafi þau áhrif að lausafjárstaða bankanna þriggja versni verulega en ekki það mikið að um mjög veika lausafjárstöðu væri að ræða.

Í öllum tilvikum gefinna sviðsmynda rýrnar lausafjárstaða bankanna verulega. Mikil óvissa í rekstrarumhverfi bankanna eftir hrun kallar á sterka lausafjárstöðu. Losun gjaldeyrishafta í hæfilegum áföngum þannig að hægt sé að stýra álaginu á lausafjárstöðu bankakerfisins er í samræmi við þessa stefnu. Mikil óvissa af öðrum toga en þeim sem tengist afnámi gjaldeyrishafta er enn til staðar. Því er enn þörf fyrir tiltölulega háar kröfur um lausafjárstöðu þótt dregið sé úr óvissu að því er varðar hugsanlegt útstreymi innlána erlendra aðila. Losun gjaldeyrishafta gæti haft nokkuð mismunandi áhrif á þörf bankanna fyrir lausafjárþyrngreiðslu til lengri eða skemmri tíma. Seðlabankinn er reiðubúinn að grípa til nauðsynlegra aðgerða til þess að mæta neikvæðum áhrifum á lausafjárstöðu einstakra stofnana og kerfisins í heild á meðan losað er um gjaldeyrishöftin, í samræmi við hefðbundið hlutverk bankans í lausafjárstýringu og sem lánveitanda til þrautavara.

Möguleg áhrif afléttingar gjaldeyrishafta á laust fé og lausafjárhlutföll

Í byrjun febrúar 2011 óskaði Seðlabanki Íslands eftir mati stærstu viðskiptabanka á áhrifum afléttingar gjaldeyrishafta á laust fé og lausafjárhlutföll. Við matið skyldi miða við afléttingu gjaldeyrishafta að fullu og í einu lagi án nokkurra fyrirvara. Jafnframt skyldi gera ráð fyrir því að fjármagnsmarkaðir væru lokaðir og að allar skuldbindingar yrðu greiddar á gjalddaga. Bankarnir voru beðnir um mat á útflæði lauss fjár vegna úttekta innlána að liðnum tíu dögum frá afléttingu gjaldeyrishafta. Tryggjar lausafjäreignir bankanna sem standa til greiðslu innlána eru verulegar, en ef útflæði innlána yrði við efri mörk færu lausafjárhlutföll samkvæmt reglum Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitsins hjá meirihluta bankanna niður fyrir lágmark en tryggjar lausafjäreignir væru nægar til að mæta væntu útflæði. Svörin sýna að mikilvægt er að skref afnámsáætlunarinnar verði hæfilega stór, þannig að hægt sé að endurmeta lausafjárhlutföll eftir að kvikustu innlánin eru farin úr bankakerfinu.

Seðlabankinn hefur lagt sjálfstætt mat á svör bankanna. Sé gert ráð fyrir því að nær allir erlendir aðilar taki út innlán sín í bönkunum en meirihluti innlendra innlánseigenda hreyfi ekki við innlánnum sínum ættu tryggjar lausafjäreignir að nægja til greiðslu innlána. Þó gætu lausafjárhlutföll samkvæmt reglum Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitsins farið undir lágmark. Flytji talsverður hluti innlendra innlánseigenda, auk erlendu aðilanna, hinsvegar einnig innlán sín úr íslensku bönkunum, þóir bankakerfið það ekki. Niðurstöðurnar benda aftur á móti til þess að bankakerfið þóli vel aðgerðir til þess að beina aflandskrónum inn í íslenskt atvinnulíf ef þær eru framkvæmdar í hæfilega stórum skrefum, eins og lýst er í nýrri áætlun um afnám gjaldeyrishafta. Fylgst verður náið með lausafjárstöðu bankanna í gegnum afnámsferlið og sérstaklega í aðdraganda stærri skrefa áætlunarinnar.

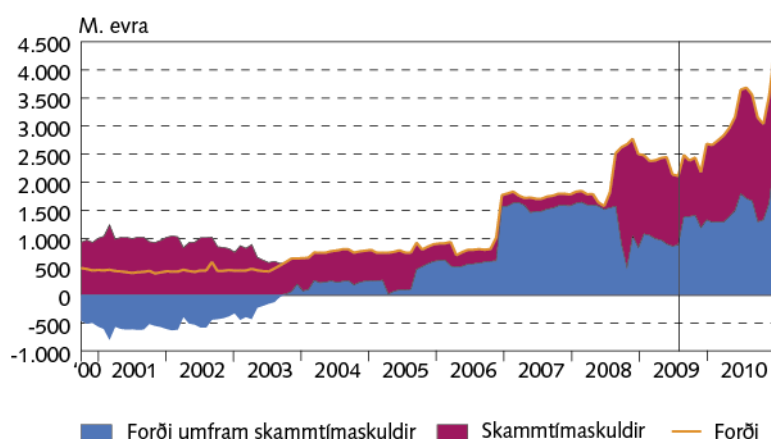
Viðauki III - Gjaldeyrisforði

Áætlun um afnám hafta hefur það að grundvallarmarkmiði að tryggja að gjaldeyrisforði sé nægilegur og lágmarka áhættu á útlæði gjaldeyris, en þrátt fyrir það er óumflýjanlegt að eitthvert umrót verði á gjaldeyrismarkaði meðan verið er að losa um höftin. Þess vegna er nægjanlegur gjaldeyrisforði forsenda allra stærri skrefa. Í þessum viðauka verður nánar fjallað um þróun forðans sl. áratug, samsetningu fjármögnunar og núverandi stærð hans. Einnig verður fjallað um próf sem notuð eru til að meta hvort gjaldeyrisforði verður nægjanlegur á meðan afnám hafta stendur yfir. Að lokum verður gerð grein fyrir því hvernig forðinn mun þróast að gefinni grunnsviðsmynd miðað við núverandi gjaldeyrisforðinn og aðgengileg erlend lán og með hliðsjón af endurgreiðsluferli erlendra skulda ríkissjóðs og Seðlabanka.

Frá hruni bankakerfisins haustið 2008 hafa orðið töluverðar breytingar á stærð og samsetningu gjaldeyrisforða Seðlabanka Íslands. Sögulega hefur lágmarksstærð gjaldeyrisforða Seðlabankans tekið mið af þörf landsins fyrir innflutning á vöru og þjónustu. Árið 2006 var ráðist í að stækka forðann með erlendri lántöku í ljósi þess hve bankakerfið hafði stækkað og gjaldeyrisviðskipti aukist. Á haustmánuðum 2008 var töluverðum forða varið til þess að veita bönkum í lausafjárvandráðum fyrirgreiðslu og til þess að tryggja greiðslumiðlun við útlönd eftir að bankarnir féllu. Eitt af meginmarkmiðum efnahagsáætlunar stjórnvalda, sem er unnin í samvinnu við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn, hefur verið að efla gjaldeyrisforðann í því skyni að stuðla að gengisstöðugleika og skapa traust á getu ríkissjóðs til þess að standa við erlendar skuldbindingar án þess að valda óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði. Í meginmáli er fjallað um helstu breytingar á samsetningu forðans frá birtingu áætlunar í ágúst 2009 fram að birtingu nýrrar áætlunar.

Hreinan gjaldeyrisforða Seðlabankans má skilgreina sem heildarforða að frádregnum skuldum Seðlabankans og ríkissjóðs sem falla á gjalddaga innan 12 mánaða. Hreinn forði getur tekið töluvert örum breytingum, sérstaklega þegar dregur að gjalddaga langtíma skulda og farið er að líta á þær sem skammtímaskuldir.

Skipting forða eftir fjármögnun



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Upp úr aldamótum var gjaldeyrisforðinn fjármagnaður með skammtímaskuldum en árið 2001 hafði Seðlabankinn selt töluverðan gjaldeyri til þess að hamla gegn lækkun krónunnar. Árið 2003 var hreinn forði orðinn jákvæður á ný eftir gjaldeyriskaup árið á undan. Innflæði gjaldeyris á árunum 2003-2006 var að mestu varið til greiðslu erlendra skulda ríkissjóðs. Árið 2006 var forðinn aukinn verulega, með eins milljarðs evra láni til 5 ára. Þar með var forðinn að mestu fjármagnaður með langtímaskuldum. Frá haustinu 2008 hefur forðinn verið stækkaður frekar með langtímalánum frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, Norðurlöndum og Póllandi, viðskiptum tengdum skuldabréfum Avens B.V., gjaldeyrisviðskiptum við viðskiptabankana og endurheimtum lána sem tengdust bankahruninu. Frá haustinu 2008 hefur gjaldeyri, sem er andlag gjaldeyrisinnstæðna skilaneftnda og annarra innlendra fjármálafyrirtækja, myndað töluverðan hluta forðans. Þessar innstæður teljast skammtímaskuldir og breyta því engu um hreinan forða, þótt vergur forði stækki. Í janúar 2011 mynduðu innstæður meginþorra skammtímaskulda en við þær bætast skuldabréf ríkissjóðs á gjalddaga 1. desember 2011, eftirstöðvar láns frá Bayerische Landesbank og aðrar skuldbindingar svo sem vaxtagjöld²³.

Gjaldeyrisforði Seðlabankans

	Ma. ISK	Janúar 2011 % VLF 2010
Gjaldeyrisforði ¹	733	47
Skammtímaskuldir	-430	-27
- Gjaldreikningar skilaneftnda og innlánsstofnana	-291	-19
- EMTN-skuldabréf ríkissjóðs (des. 2011)	-103	-7
- Sambankalán (sept. 2011)	-12	-1
- Annað	-24	-2
Gjaldeyrisforði án skammtímaskulda	303	19

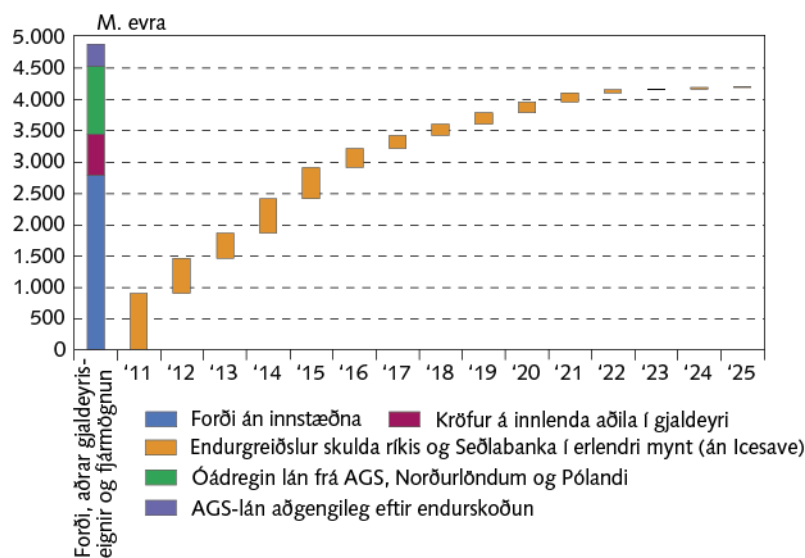
1. Sjá má gögn um heildarforða Seðlabanka Íslands og skammtímaskuldir Seðlabankans og ríkissins næstu 12 mánaða á heimasíðu Seðlabankans í *Gjaldeyrisforði og tengdir liðir* undir *Hagtölur*. <http://www.seðlabanki.is/?PageID=291>.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

²³ Vaxtagjöld eru talin með sem skammtímaskuldir, þ.e.a.s. greiðslna næstu 12 mánaða, en framtíðar vaxtatekjur eru ekki taldar með í tölum um forða. Að því marki er hreinn forði vanmat á stöðu forðans.

Gjaldeyrisforði Seðlabankans er nú í sögulegu hámarki og nemur 47% af landsframleiðslu ársins 2010, en búast má við að forðinn dragist saman þegar slitastjórnir gömlu bankanna hefja greiðslur til kröfuhafa. Þá á Seðlabankinn kröfur á innlenda aðila sem munu skila bankanum gjaldeyri á næstu árum en teljast ekki til forða. Um er að ræða gjaldeyrissskiptasamninga við viðskiptabanka og eignir Eignarhaldsfélags Seðlabanka Íslands. Við þetta bætist að ríkissjóður og Seðlabankinn hafa tryggt sér lán frá Norðurlöndunum, Póllandi og Alþjóðagjaldeyrissjóðnum sem hægt verður að draga á til að stækka forðann. Núverandi stærð forðans dugir til þess að greiða vexti og höfuðstól gjaldeyriskulda ríkissjóðs og Seðlabanka fram til ársins 2015. Framundan eru nokkrir stórir gjalddagar skulda ríkissjóðs. Stefnt er að því að endurfjármagna erlendar skuldir ríkissjóðs þegar færi gefast og viðhalda sterkum gjaldeyrisforða á næstu árum.

Þróun gjaldeyrisforða og endurgreiðsluferill erlendra lána



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Áætlun um afnám gjaldeyrishafta miðast að því að tryggja að gjaldeyrisforði sé nægur. Tveir mælikvarðar voru einkum notaðir til að sannreyna þá niðurstöðu, annars vegar gjaldeyrisforði sem hlutfall af erlendum skammtímaskuldum og hins vegar gjaldeyrisforði sem hlutfall af peningamagni (M3). Þessi álagspróf voru tímaóháð en raðað þannig niður að víxlverkun þeirra styrkir framkvæmdina þegar á heildina er litið.

Í grunnsviðsmynd fer gjaldeyrisforði sem hlutfall af skammtímaskuldum ekki upp fyrir 100%, sem er viðmiðunarregla Greenspan-Guiodotti, fyrr en 2015. Eins og lýst er hér að ofan hefur gjaldeyrisforði stækkað verulega og er nú í sögulegu hámarki. Stækkun gjaldeyrisforða í þeim tilgangi að mæta skammtímaskuldum getur verið dýr þegar fjármögnunarkostnaður er hár og vaxtakostnaður hefur neikvæð áhrif á greiðslujöfnuð. Áætlunin miðast að því að beina skammtímaskuldum í langtímaskuldir með markaðsaðferðum. Með áætluninni batna forðaviðmið miðað við grunnsviðsmynd og gjaldeyrisforði sem hlutfall af skammtíma-

skuldum fer yfir 100% í fyrri þrepum afnámsáætlunarinnar. Eftir sem áður verður þess gætt við hvert skref að forðaviðmiðum sé mætt.

Hlutfall gjaldeyrisforða af peningamagni (M3) hefur verið töluvert fyrir ofan algengar viðmiðunarreglur, eða 10-20%, sem er hátt í alþjóðlegu samhengi. Hugsanlegt útfærði fjármagns gæti réttlætt þörfina fyrir hærra hlutfall á þennan mælikvarða en eins og nefnt er hér að ofan er stækkun gjaldeyrisforða dýr framkvæmd. Markmið áætlunarinnar er að ýta undir sjálfbæran hagvöxt og draga úr líkum á fjármagnsflóttu með því að leyfa aðþrengdum fjárfestum að fara út og með því að styðja við beina fjárfestingu í útflutningsgreinum. Eftir því sem afnámsáætluninni vindur fram er gert ráð fyrir að gjaldeyrisforði sem hlutfall af peningamagni minnki, en verði yfir 20% í gegnum allt ferlið.

Horfur um greiðslujöfnuð og gjaldeyrisforða

Eins og að ofan er rakið getur afnám haft á fjármagnshreyfingar af ýmsum ástæðum haft áhrif á gjaldeyrisforðann. Til dæmis gæti verið uppsöfnuð eftirspurn eftir erlendum eignum af hálfu innlendra aðila og ekki er hægt að útiloka flæði vegna spákaupmennsku, þrátt fyrir að áætlunin sé hönnuð til að koma í veg fyrir slíka áhættu. Ef gert er ráð fyrir að uppsöfnuð eftirspurn eftir erlendum eignum sé til staðar og gert ráð fyrir þeirri ólíklegu forsendu að ríkissjóður og Seðlabankinn endurnýji ekki lán eða taki ný lán, mun afnám hafta hafa veruleg áhrif á gjaldeyrisforða á árinu 2014 og hlutfall forða og skammtímaskulda verða mjög lágt. Þetta hlutfall byrjar að lækka strax á árinu 2013 og árið 2015 verður forðinn á þrotum, þrátt fyrir áframhaldandi afgang á viðskiptajöfnuði, íhaldssamar forsendur um beina erlenda fjárfestingu, lækkanði erlendar skuldir og áframhaldandi bata erlendar stöðu þjóðarþúsins.

Á hinn bóginn, ef gert er ráð fyrir þeirri aftur ólíklegu forsendu að ríkissjóður og Seðlabankinn endurfjármagni allar erlendar skuldir frá árinu 2011 og áfram, munu erlendar skuldir lækka í hlutfalli við bæði landsframléiðslu og skatttekjur og gjaldeyrisforði verður meira en nægilegur til að mæta losun gjaldeyrishafta. Í þessu tilfalli verður forðinn meira en 200% skammtímaskulda árin 2012 og 2013 og verða vel yfir 100% skammtímaskulda þangað til árið 2016. Ef þetta hlutfall gjaldeyrisforða af skammtímaskuldum verður álitnið nægjanlegt munu ríkissjóður og Seðlabankinn geta lækkað erlendar skuldir sínar á næstu árum. Hvorug ofangreindra forsenda er líkleg, en þær marka útlínur mögulegra niðurstaðna.

Grunnforsendan hér er að ríkissjóður endurheimti aðgang að erlendum fjármagnsmörkuðum og geti endurfjármagnað eitthvað af skuldum sínum. Stefna fjármálaráðuneytis í lánamálum gerir ráð fyrir töluverðri lækkan skulda ríkisins á næstu árum. Hins vegar þarf að lækka erlendar skuldir smám saman svo að gjaldeyrisforði sé nægjanlegur til að afnema gjaldeyrishöft. Sé sú grunnforsenda fyrir hendi að ríkissjóður hafi endurheimt aðgang að fjármálamörkuðum má gera ráð fyrir að um 85% erlendra skulda verði endurfjármagnaðar til meðallangs tíma. Með því er gjaldeyrisforði vel nægjanlegur til að hægt sé að afnema höft að því gefnu að forskilyrðum hafi verið mætt. Þannig má gera ráð fyrir að gjaldeyrisforði sem hlutfall af skammtímaskuldum verði á milli 150-200% á árunum 2012 til 2014 en yrði nálægt 100% árið 2016.

Horfur um greiðslujöfnuð til meðallangs tíma eru augljóslega mjög óvissar og þær þarf að endurmeta áður en nokkur skref eru tekin sem geta haft töluverð áhrif á gjaldeyrisforða.

Viðauki IV: Krónueignir erlendra aðila

Einn helsti þröskuldurinn í vegi þess að hægt sé að afnema gjaldeyrishöft tiltölulega skjótt er að vitað er að töluverður hluti auðseljanlegra krónueigna er í eigu erlendra aðila sem af ýmsum ástæðum verða að selja eða vilja selja þessar eignir um leið og höftin hverfa. Í sumum tilfellum samrýmist það ekki lengur reglum um fjárfestingu tiltekinna sjóða að eiga skuldabréf Ríkissjóðs Íslands vegna þess hve lánshæfismat hans hefur lækkað. Einnig er hugsanlegt að sumir innlendir aðilar vilji selja krónueignir og myndu fylgja í kjölfarið eða reyna að selja eignir á undan erlendum ef höftin yrðu afnumin, en almennt eru þeir síður líklegir til þess að gera það vegna heimaslagsíðu. Sérstaklega ef tekst að koma skammtímaeignum hinna aðþrengdu erlendu fjárfesta í hendur fjárfesta með víðari sjóndeildarhring, sem er markmið nýrrar áætlunar um losun gjaldeyrishafta.²⁴ Rétt er þó að hafa í huga að á bak við hluta innstæðna erlendra banka og krónuskuldabréfa í vörslu erlendra aðila kunna að standa innlendir endafjárfestar eða aflandsfélög í þeirra eigu.

Krónueign erlendra aðila, sem nemur um 465 ma.kr., er talin gefa góða vísbendingu um umfang aflandskrónueigna.²⁵ Þeim má skipta í þrjá megin eignaflokka:

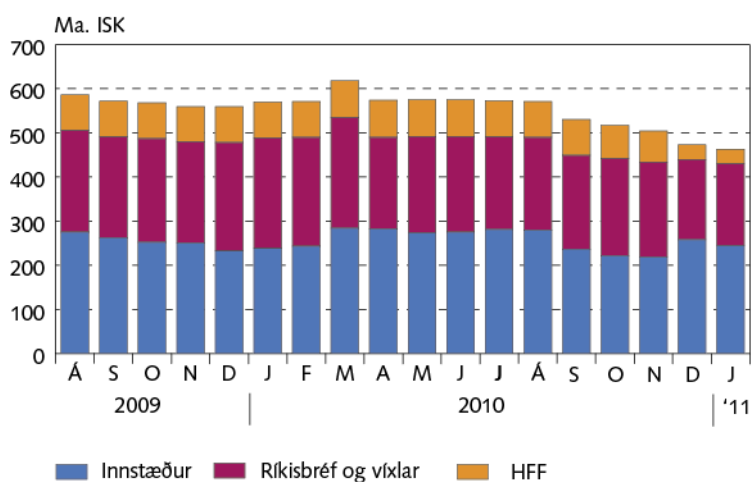
- Innstæður í fjármálastofnunum nema u.þ.b. 185 ma.kr.²⁶ Nær allar innstæður erlendra aðila í íslenskum fjármála fyrirtækjum eru á reikningum í viðskiptaböndunum þremur, NBI, Íslandsbanka og Arion banka.
- Innstæður í Seðlabanka nema u.þ.b. 60 ma.kr. Þær tengjast uppgjöri erlendra uppgjörsmiðstöðva á íslenskum verðbréfum.
- Skuldabréf nema u.þ.b. 220 ma.kr. Þar er einkum um að ræða löng ríkisbréf og ríkisvíxla að andvirði u.þ.b. 190 ma.kr. en íbúðabréf nema u.þ.b. 30 ma.kr.

²⁴ Fjárfestar sem verða að selja krónueignir sínar á lágu verði vegna efnahagslegra eða lagalegra takmarkana (t.d. vegna lágs lánshæfismats) eru hér kallaðir *aðþrengdir fjárfestar*. Þeir fjárfestar eru aðgreinanlegir frá skammtímafjárfestum sem taka skammtíma stöður út frá spákaupmennskusjónarmiði.

²⁵ Umfang aflandskróna í umferð er í þessari skýrslu nálgæð með gögnum um krónueignir erlendra aðila. Upplýsingar um aðsetur endafjárfestis eru af skornum skammti, þrátt fyrir að almennt sé álitnið að flestir þeirra séu erlendir aðilar. Í því augnamiði að greina stöðuna er endafjárfestirinn hér álitinn erlendur aðili þar sem dæmigerður mótaðili er erlend fjármálastofnun. Í einhverjum tilfellum getur erlend fjármálastofnun haft óvarða stöðu í íslenskum krónum. Hið rétta umfang krónueigna í höndum erlendra endafjárfesta getur því verið talsvert minna, en mismunurinn er ólíklega nógu stór til að breyta megin niðurstöðum.

²⁶ Tölur miðast við janúar 2011.

Áætluð krónueign erlendra aðila



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Segja má að hinir erlendu eigendur aflandskrónueigna fjármagni innlenda bankakerfið og ríkissjóð sem nemur innstæðum þeirra í fjármálastofnunum annars vegar og skuldabréfaeign þeirra hins vegar. Afnáam hafta mun því hafa áhrif á lausafjárstöðu þessara tveggja aðila. Hreyfingar sem kunna að verða á innstæðum í Seðlabanka munu hins vegar ekki hafa áhrif á lausafjárstöðu fjármálastofnana eða ríkissjóðs.

Innstæður í fjármálastofnunum

Innstæður eru að öllum líkindum kvikasti hluti krónueigna erlendra aðila. Bak við þær standa sjóðir, bankar og einstaklingar sem tóku virkan þátt í vaxtamunarviðskiptum við íslensku bankana fyrir fall fjármálakerfisins og læstust síðan inni þegar innlendir gjaldeyrismarkaður hrundi í október 2008. Seðlabankinn hefur verið í sambandi við stóra innstæðueigendur sem bíða færís á að flytja eignir sínar úr landi. Margir þessara aðila hafa sem fyrr segir ekki heimildir til að kaupa vaxtaberandi verðbréf vegna lágs lánshæfismats ríkissjóðs og bíða þess að höftin verði afnumin. Lauslegt mat á eðli krónueigenda bendir til þess að 65-75% innstæðueigenda gætu viljað komast út við fyrsta tækifæri eða sem nemur 155-185 ma.kr. Allmargir fjárfestar virðast hafa áhuga á að nota aflandskrónur til fjárfestingar hér á landi. Hins vegar er erfitt að meta þann áhuga nákvæmlega.

Umtalsvert útstreymi innstæðna mun hafa áhrif á lausafjárstöðu bankanna (sjá viðauka II). Á hinn bóginn er það mat Seðlabankans að bankarnir séu nokkuð vel í stakk búnir hvað varðar lausafjárstöðu til að mæta útlæði innstæðna í fjárfestingu í löngum ríkisskuldabréfum að því tilskildu að útboðin verði hæfilega stór. Í því sambandi er vert að hafa eftirfarandi í huga:

- Dreifing erlendra innstæða milli fjármálastofnana er í samræmi við lausafjárstöðu þeirra.
- Úttektir á innstæðum draga úr þörf bankanna fyrir laust fé þar sem stór hluti þeirra er óbundinn en lausafjárkvæðir sem settar eru á fjármálastofnanir af Seðlabankanum,

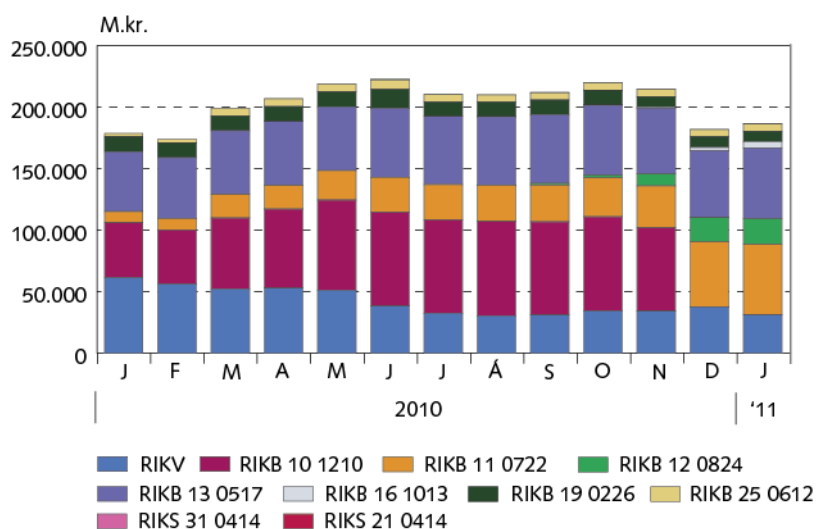
Fjármálaeftirlitinu og samkvæmt Basel-III-viðmiðum eru að stórum hluta háðar fjárhæð óbundinna innlána.

- Möguleikar bankanna til að verða sér úti um laust fé gegnum veðlán í Seðlabankanum eru miklir, gerist þess þörf, en sem stendur nota viðskiptabankarnir veðlán Seðlabankans aðeins að litlu leyti.
- Krónukerfið er „lokað kerfi“ þannig að lausafjárstaða bankanna versnar aðeins ef krónurnar enda í Seðlabanka Íslands án þess að þeim sé veitt aftur út í fjármálakerfið í gegnum markaðsviðskipti Seðlabankans. Inngrip á gjaldeyrismarkaði hafa einungis áhrif á lausafjárstöðu fjármálakerfisins að því marki sem þau eru ekki stýfð. Hins vegar er það núverandi stefna Seðlabankans að stýfa afskipti sín svo að lausafjárstaða á markaði verði ekki í ósamræmi við aðhaldsstig peningastefnunnar, eins og það er ákveðið af peningastefnunefnd bankans. Hið sama á við um skuldastýringu ríkissjóðs sem getur haft áhrif á lausafé banka. Krónur sem notaðar verða í aðra fjárfestingu en kaup á ríkisverðbréfum verða enn til staðar í fjármálakerfinu og hafa því ekki áhrif á lausafjárstöðu bankanna.

Skuldabréf

Erlendir aðilar eiga því sem næst 220 ma.kr. í innlendum skuldabréfum ríkissjóðs og Íbúðalánasjóðs. Stærstur hluti þessara fjármuna, 190 ma.kr., er bundinn í ríkisbréfum. Þar af eru flest á gjalddaga fyrir mitt ár 2013. Sá hluti sem er í skuldabréfum Íbúðalánasjóðs, um 30 ma.kr., dreifist nokkuð jafnt milli allra fjögurra flokka íbúðabréfa.

Próun á áætlaðri eign erlendra aðila í ríkisbréfum



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Af ofangreindu má ljóst vera að losun gjaldeyrishafta mun hafa áhrif á eftirspurn eftir ríkisbréfum, einkum stuttum ríkisbréfum. Sjóðsstaða ríkissjóðs í Seðlabankanum er þó sterk og ríkið vel í stakk búið til mæta sveiflum í eftirspurn. Til að búa enn frekar í haginn fyrir

ríkissjóð verður langtímafjárfestum í upphafi heimilt að kaupa krónur fyrir gjaldeyri og verja þeim til að kaupa langtímaskuldabréf útgefin af ríkissjóði. Ríkissjóður fær þannig langtímafjármögnun sem býr almennt í haginn fyrir losun hafta. Hins vegar er hugsanlegt að eftirspurn eftir skammtímaverðbréfum dragist saman.

Ekki þarf að óttast veruleg áhrif á Íbúðalánasjóð í fyrstu skrefum áætlunarinnar enda eiga erlendir aðilar takmarkað magn í hverjum flokki. Auk þess er lánsfjárbörf Íbúðalánasjóðs mjög lítil um þessar mundir.

Niðurstaða

Samandregið má greina áhrif aðgerða til þess að beina aflandskrónum inn í innlenda langtímafjárfestingu í fjóra þætti:

- Flutningur fjárfestingar úr stuttum ríkisbréfum í löng hefur ekki áhrif á lausafjárstöðu bankanna og bætir lausafjárstöðu ríkissjóðs vegna minni skammtímaskulda.
- Fjárfesting í löngum ríkisbréfum sem fjármögnuð er með innstæðum lækkar lausafjárstöðu bankanna. Hins vegar dregur nokkuð úr lausafjárbörf þeirra. Þess hefur verið krafist af bönkunum að þeir hafi sterkari lausafjárstöðu einmitt vegna hugsanlegs hvikulleika þessara innstæðna (sjá viðauka II).
- Fjárfesting krónueigna erlendra aðila í atvinnulífi hefur ekki áhrif á lausafjárstöðu bankakerfisins í heild en gæti haft áhrif á stöðu einstakra banka og dregið úr eftirspurn eftir stuttum ríkisbréfum.
- Notkun gjaldeyrisforða Seðlabankans til inngripa mun ekki hafa áhrif á lausafjárstöðu kerfisins í heild svo framarlega sem bankinn stýfir inngrip sín. Hið sama á við um sölu ríkisbréfa sem er fjármögnuð með innstæðum í Seðlabankanum, sem hann mun mæta með hefðbundnum markaðsaðgerðum.

Kjarninn í þessum tillögum um afnám gjaldeyrishafta er að dregið verður úr stöðu aflandskróna í smáum skrefum. Sú aðferðafræði á að tryggja að áhrifin á lausafjárstöðu fjármálakerfisins og ríkissjóðs auk áhrifa á gjaldeyrismarkað verði viðráðanleg á öllum stigum. Það gerir Seðlabankanum og stjórnvöldum einnig hægt um vik að bregðast við áhættuþáttum sem upp kunna að koma í ferlinu.

30. júní 2011
SI 76225

Árni Páll Árnason
efnahags- og viðskiptaráðherra
Efnahags- og viðskiptaráðuneyti
Skuggasundi 3
150 Reykjavík

Efni: Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram fráviksmörk

Meðfylgjandi greinargerð er send í samræmi við yfirlýsingu ríkisstjórnar og Seðlabankans frá 27. mars 2001 þegar bankanum var sett verðbólguþakmið. Samkvæmt yfirlýsingunni skal stefnt að því að árleg verðbólga, reiknuð sem hækkun vísitölu neysluverðs á tólf mánuðum, verði að jafnaði sem næst 2½%. Víki verðbólga meira en 1½ prósentu frá markmiðinu ber Seðlabankanum að senda greinargerð til ríkisstjórnar þar sem fram komi hverjar bankinn telur vera meginástæður frávíksins, hvernig bankinn hyggst bregðast við og hve langan tíma hann telur að það muni taka að ná verðbólguþakmiðinu á ný. Greinargerðina skal birta opinberlega.

Rétt er að ítreka að ofangreind fráviksmörk fela ekki í sér aðra formlega kvöð af hálfu Seðlabankans en þá að senda umrædda greinargerð ef verðbólgan fer út fyrir þau. Í verðbólguþakmiðinu felst að halda skuli verðbólgu sem næst 2½% að jafnaði en ekki einungis á bilinu 1-4%. Því er ekki sjálfgefið að gripið verði til sérstakra aðgerða á jöðrum frávíksmarkanna. Ástæða þeirra er að þó svo að verðbólga ákvarðist af peningastefnunni til langs tíma geta aðrir þættir valdið því að verðbólga víki tímabundið frá markmiðinu. Ástæður slíkra frávíka geta stundum verið þess eðlis að ekki sé rétt eða tímabært að bregðast við með aðgerðum í peningamálum, t.d. ef orsakanna er að leita í tímabundnum utanaðkomandi olíu- eða hrávöruverðshækkunum.

Eins og fram kemur í greinargerðinni er ein helsta ástæða aukinnar verðbólgu á undanförunum mánuðum hækkun hrávöru- og olíuverðs á alþjóðlegum mörkuðum, sem í sjálfu sér kallar ekki á aðgerðir í peningamálum. Mælikvarðar á kjarnaverðbólgu sem undanskilja þessa og aðra sveiflукennda liði eru enn nálægt verðbólguþakmiði, þótt verðbólga á þennan mælikvarða hafi einnig hækkað umtalsvert á undanförunum mánuðum. Peningastefnunefnd Seðlabankans hefur því lýst þeirri skoðun sinni að líkur á hækkun vaxta hafi aukist. Eftir sem áður munu einstakar vaxtaákvarðanir velta á ástandi og horfum eins og þær eru metnar á hverjum tíma. Verðbólga mun að líkindum aukast

frekar á komandi mánuðum, en haldist gengi krónunnar stöðugt ætti hún hníga að markmiði á næsta ári. Þessar horfur eru þó eins og allajafna óvissar.

Virðingarfyllst,

SEÐLABANKI ÍSLANDS

Már Guðmundsson
seðlabankastjóri

Fylgiskjöl: Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram fráviksmörk

Samrit:
Forsætisráðherra
Fjármálaráðherra



30. júní 2011
SÍ-76410

Greinargerð til ríkisstjórnar um verðbólgu umfram fráviksmörk

Samkvæmt mælingu Hagstofu Íslands, sem birt var 27. júní, mældist tólf mánaða verðbólga miðað við vísitölu neysluverðs 4,2% í júní, sem er meira en 1½ prósentu frá verðból gumarkmiðinu. Fráviksmörk verðból gumarkmiðsins hafa því verið rofin á ný eftir að verðbólga fór inn fyrir þau í september sl. og er það tilefni þessarar greinargerðar.

Meginástæður vaxandi verðbólgu

Þrátt fyrir töluverðan slaka í þjóðarbúskapnum í kjölfar fjármálakreppunnar og efnahagssamdráttarins hefur verðbólga aukist á ný eftir nánast samfellda hjöðnun frá janúarmánuði 2009, þegar hún náði hámarki í 18,6%. Miðað við vísitölu neysluverðs varð verðbólgan minnst 1,8% í janúar sl. Hún hélst á svipuðum slóðum fram í mars, en þá tók hún að vaxa hratt: mældist 2,8% í apríl, 3,4% í maí og 4,2% í júní eins og áður segir.

Meginástæður þessara snöggu umskipta eru vel þekktar og ekki einungis bundnar við Ísland. Að stærstum hluta má rekja þessa þróun til alþjóðlegs hrávöru- og olíuverðs, sem hefur hækkað verulega að undanfögnu. Þannig hefur olíu- og hrávöruverð á heimsmarkaði hækkað um hátt í helming sl. tólf mánuði. Þetta hefur gert það að verkum að verðbólga hefur víða aukist hratt að undanfögnu og mælist nú t.d. um 3,6% í Bandaríkjunum, um 2,7% á evrusvæðinu og um 4,5% í Bretlandi.

Áhrif þessa hefur einnig gætt hér á landi. Þannig hefur bensínverð t.d. hækkað um rúman fimmtung sl. tólf mánuði skv. mælingu Hagstofunnar. Á sama tíma hefur matvöruverð hækkað um 4½%.

Þessu til viðbótar hefur gengi krónunnar lækkað um tæplega 5% gagnvart evru og um tæplega 4% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu undanfarna tólf mánuði. Lækkunin er heldur meiri frá áramótum, eða um 7% gagnvart evru og 5½% að meðaltali.

Gengislækkunin hefur gert innflutta vöru og þjónustu dýrari en ella og má ætla að áhrifa hennar muni gæta enn um hríð.

Til viðbótar áhrifum af hækkun alþjóðlegs hrá- og olíuverðs og almenns innflutningsverðlags gætir áhrifa hækkunar á verði opinberrar þjónustu og öðrum vörum og þjónustu þar sem verðbreytingar eru háðar ákvörðunum yfirvalda. Má þar t.d. nefna gjaldskrárhækkanir Orkuveitu Reykjavíkur á hita og rafmagni og hækkanir á ýmsum gjöldum á þjónustu t.d. leikskóla, daggæslu, strætisvagna og sorphreinsunar. Verð opinberrar þjónustu hefur því á undanförunum tólf mánuðum hækkað um 8,4%.

Hluti aukinnar verðbólgu undanfarinna missera má einnig rekja til hækkunar á neyslusköttum sem hækka verðlag og þar með verðbólgu tímabundið þangað til áhrifin hverfa út úr tólf mánaða mælingu verðbólgu. Að mati Hagstofunnar bætti hækkun neysluskatta 1-1½ prósentu við ársverðbólgu á tímabilinu frá miðju ári 2009 og fram til ársloka 2010. Síðan þá hafa áhrifin minnkað, en verðbólga án beinna áhrifa hækkunar neysluskatta er enn um 0,2 prósentum minni en verðbólga samkvæmt neysluverðsvísitölunni.¹

Erfitt er að meta nákvæmlega hver verðbólgan væri ef ekki hefði komið til ofangreindra hækkana, en líklegt er að hún hefði mælst töluvert lægri. Af 2,4 prósentu aukningu ársverðbólgu frá því hún náði lágmarki í janúar til júní, má t.d. rekja 0,7 prósentur til hækkunar á bensínverði, um 0,4 prósentur til hækkunar innlends matvöruverðs og um 0,2 prósentur til hækkunar á verði opinberrar þjónustu. Samtals skýra þessir þrír liðir því meira en helming aukningar ársverðbólgu frá áramótum. Þetta endurspeglast í þróun undirliggjandi verðbólgu, þar sem slíkir þættir og fleiri eru undanskildir. Í júní mældist undirliggjandi verðbólga 2,5% samanborið við 1,2% í janúar sl. og var því bæði töluvert lægri en verðbólga samkvæmt neysluverðsvísitölunni og hafði aukist minna.²

Annar veigamikill þáttur í aukningu verðbólgu að undanförunu er hækkun húsnæðisliðar neysluverðsvísitölunnar. Framlag húsnæðisliðarins til aukningar ársverðbólgu frá áramótum mældist 0,8 prósentur í júní. Að hluta er þetta hækkun á ýmsum kostnaðarliðum tengdum rekstri og viðhaldi húsnæðis en að stærstum hluta má rekja hækkunina til hækkunar á markaðsvirði húsnæðis. Velta á húsnæðismarkaði hefur aukist að undanförunu eftir lægð í kjölfar

¹ Miðað við fyrirliggjandi fjárlög gera núverandi spár Seðlabankans ráð fyrir að neysluskattar muni hækka á ný í ársbyrjun 2012 sem einnig mun auka á mælda verðbólgu þó gert sé ráð fyrir að áhrifin verði minni en í janúar sl. Til viðbótar kemur að í janúar sl. breytti Hagstofan um aðferðafræði við meðhöndlun útvarpsgjalds ríkisútvarpsins. Þessi breyting gerði það að verkum að mæld verðbólga mælist nú um 0,4 prósentum lægri en ella hefði verið. Af þessum sökum munu 0,4 prósentur einnig bætast við mælda ársverðbólgu í janúar nk. Þegar þessi áhrif hverfa út úr árstölunum.

² Miðað er við kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa sem undanskilur verð sveiflukenndra þátta líkt og bensíns og ýmissa matvæla, verð opinberrar þjónustu og vaxtagreiðslur húsnæðislána.

fjármálakreppunnar og hefur húsnæðisverð hækkað um 3,8% að meðaltali á síðustu tólf mánuðum.

Þótt aukningu verðbólgu undanfarið megi að stærstum hluta rekja til ofangreindra þátta er hún í einhverjum mæli almenns eðlis. Verð þjónustu einkaaðila hefur t.d. hækkað um 4,3% undanfarna tólf mánuði. Í meginatriðum endurspeglar þessi þróun hækkun innlendra og innfluttra aðfanga, þótt megináhrif kjarasamninga á verðlag eigi eftir að koma fram. Verðbólguvæntingar hafa einnig aukist á flesta mælikvarða. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur þannig hækkað nokkuð frá áramótum og nýleg könnun bendir einnig til aukinna verðbólguvæntinga heimila. Hins vegar hafa verðbólguvæntingar fyrirtækja lækkað. Á alla mælikvarða mælast verðbólguvæntingar hins vegar hærri en samrýmist verðbólgu markmiðinu.

Breytir þessi þróun mati á verðbólguhorfum?

Í síðustu spá Seðlabankans, sem birtist í *Peningamálum* í apríl sl., var gert ráð fyrir að verðbólga yrði mest 3,3% á þriðja ársfjórðungi en tæki síðan að hjaðna á ný og yrði við markmið á seinni hluta næsta árs. Höfðu verðbólguhorfur þá versnað nokkuð frá febrúarspá bankans og nam aukning verðbólgu í aprílspánni um 1 prósentu frá febrúarspánni fyrir þetta ár og fyrri hluta þess næsta. Meginástæður þess að verðbólguhorfur höfðu versnað voru áður nefndar hækkanir hrá- og olíuverðs, veikara gengi krónunnar, kröftugri húsnæðismarkaður, vaxandi verðbólguvæntingar og horfur á heldur meiri og framhlaðnari launahækkunum en áður hafði verið gert ráð fyrir.

Í aprílspánni var jafnframt lögð áhersla á að verðbólguhorfur væru mjög óvissar og talin hætta á að verðbólgu til skemmri tíma væri vanspáð. Segja má að þessi áhyggjuefni hafi komið fram. Hrá- og olíuverð hefur hækkað meira en gert var ráð fyrir, gengi krónunnar verið heldur veikara og launahækkanir í nýgerðum kjarasamningum meiri. Veigamiklir áhættuþættir hafa því lagst á þá sveif að gera verðbólguhorfur verri en spáð var í apríl.

Verðbólga á öðrum ársfjórðungi reyndist 3,5% í stað 2,7% samkvæmt aprílspá bankans. Jafnframt er útlit fyrir að hún haldi áfram að aukast á næstu mánuðum, enda líklegt að áhrif undangenginna hækkana á heimsmarkaðsverði hrávöru og lækkunar á gengi krónunnar eigi enn eftir að koma fram. Frekari verðhækkana er einnig að vænta vegna nýgerðra kjarasamninga. Miðað við núverandi upplýsingar er því hætta á því að verðbólga fari yfir 5% á síðasta fjórðungi ársins.

Verðhækkanir á olíu og hrávöru og hækkanir á opinberum gjöldum og þjónustu geta hins vegar ekki einar og sér knúið verðbólgu nema að þær séu viðvarandi. Núverandi slaki í efnahagslífinu og veikur bati

Þess, sem birtist m.a. í háu atvinnuleysi og takmörkuðum vexti útlána og peningamagns, ættu því að tryggja að verðbólga hjaðni á ný að markmiði þegar áhrif þessara hækkana hafa gengið yfir. Miðað við núverandi horfur og forsendur um þróun þessara þátta er því líklegt að verðbólga taki að hjaðna á ný þegar líða tekur á næsta ár og verði við markmiðið á fyrri hluta ársins 2013.

Mikil óvissa er hins vegar um þessar forsendur og af þeim sökum um hversu hratt verðbólga muni hjaðna á ný. Hækkun olíu- og hrávöruverðs gæti reynst þrálátari og óvissa er um gengisþróunina eins og jafnan. Þá er nokkur óvissa um hversu mikill slakinn í þjóðarbúinu er og að hvaða mæli hann heldur aftur af auknum launa- og verðlagshækkunum. Einnig er ákveðin hætta á að aukning verðbólgu undanfarið, þótt hún eigi upptök sín í tímabundnum þáttum, breytist í einhverjum mæli í viðvarandi verðbólgu. Verðbólga gæti því hugsanlega orðið eitthvað þrálátari en núverandi spár gera ráð fyrir.

Í ágúst nk. mun Seðlabankinn birta uppfærða verðbólguþáttum þar sem nánar verður fjallað um verðbólguhorfur og helstu óvissuþætti spárinnar.

Viðbrögð peningastefnunnar

Eins og rakið er að ofan, hefur Seðlabankinn talið meginorsakir vaxandi verðbólgu vera þætti sem eru ýmist tímabundnir eða utan áhrifasviðs peningastefnunnar. Hefur meirihluti peningastefnufndar bankans í meginatriðum verið sammála þessu mati bankans. Í ljósi veikrar stöðu innlends þjóðarbúskapar hefur nefndin því haldið vöxtum óbreyttum á tveimur síðustu vaxtaákvörðunarfundum, þrátt fyrir vaxandi verðbólgu og hækkandi verðbólguvæntingar.

Þó hafa áhyggjur nefndarinnar af verðbólguhorfum smám saman farið vaxandi og sumir nefndarmenn talið þörf á að nú þegar verði byrjað að auka aðhald peningastefnunnar á ný. Á aprílfundi nefndarinnar vildi einn nefndarmaður hækka vexti og á júnífundum hennar var ákveðið að breyta skilaboðum nefndarinnar um næstu skref á þann veg að líklegra yrði að vextir hækkuðu á næstunni en að þeir lækkuðu. Líkur á því að á næstunni kunni að þurfa að hækka vexti til að tryggja að verðbólga og verðbólguvæntingar verði við markmið til meðallangs tíma hafa því aukist.

Næsta vaxtaákvörðun peningastefnufndar er 17. ágúst nk.



27. mars 2001

Yfirlýsing um verðbólguþröskul 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) Meginþröskul 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 meginþröskulda efnahagsstefnu ríkisstjórnarinnar að svo miklu leyti sem hann telur það ekki ganga gegn meginþröskul 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 verðbólguþröskul 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 meginþröskul peningastefnunnar og um sjálfstæði Seðlabankans til að beita stjórnartækjum sínum.

(6) Verðbólguþröskul 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 ±1½% 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 verðbólgu markmiðinu 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.