



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, september 2011

Birt: 5. október 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 20. september 2011, en á þeim ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 21. september 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 17. ágúst.

#### **Fjármálamarkaðir**

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 1,8% hærra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í september en á ágústfundinum. Milli funda hafði gengi krónunnar styrkst um 2,7% gagnvart evru og um 2,0% gagnvart sterlingspundi en veikst um 2,2% gagnvart Bandaríkjadal.

Seðlabankinn hafði keypt 84 milljónir evra í reglubundnum viðskiptum á innlendum gjaldeyrismarkaði frá því að hann hóf áætlun sína um regluleg kaup erlends gjaldeyris í lok ágúst 2010.

Gengi krónu gagnvart evru á aflandsmarkaðnum hafði veikst frá því að síðasti fundur peningastefnunefndar var haldinn og hafa viðskipti farið fram á gengi 220-232 gagnvart evru, en viðskipti voru enn lítil og fátíð.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands hækkaði úr 2,42 prósentum þegar ágústfundurinn var haldinn í u.þ.b. 3,06 prósentur þegar septemberfundurinn var haldinn. Vaxtamunur skuldabréfs sem Ríkissjóður Íslands gaf nýlega út í Bandaríkjadöllum gagnvart sambærilegum bandarískum ríkisskuldabréfum jókst á sama tíma úr 3,40 prósentum í 4,08 prósentur.

Daglánavextir á millibankamarkaði hækkuðu um 0,25 prósentur í 4% rétt eftir ákvörðun peningastefnunefndar um að hækka vexti í ágúst. Þeir lækkuðu aftur í 3,75% í byrjun september en höfðu hækkað í 4,5% þegar septemberfundur peningastefnunefndar var haldinn. Viðskipti á millibankamarkaði námu 21 ma.kr. frá ágústfundinum og voru fyrst og fremst daglánaviðskipti.

Um 135 ma.kr. voru útistandandi í innstæðubréfum þegar septemberfundurinn var haldinn, u.þ.b. 36 ma.kr. meira en á ágústfundinum.

Ávöxtunarkrafa styttri óverðtryggðra ríkisskuldabréfa á eftirmarkaði hækkaði um 0,6 prósentur eftir að tilkynnt var um 0,25 prósentna vaxtahækkun í ágúst og birt var svartsýnni verðbólguþá Seðlabankans, en ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisskuldabréfa með lengri gjalddaga hækkaði um 0,5-0,6 prósentur. Ávöxtunarkrafa bréfa til langs tíma náði hámarki í 8,3% síðustu vikuna í ágúst, en var um 8,0% þegar septemberfundurinn var haldinn. Ávöxtunarkrafa íbúðabréfa hafði haldist nokkurn veginn óbreytt eða lækkað óverulega milli funda.

Verðbólguálagið (bilið milli ávöxtunarkröfu verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa) var um 4,8% þegar septemberfundurinn var haldinn og hafði hækkað um 0,5 prósentur frá ágústfundinum.

Gögn um vexti innlánsstofnana, vaxtagang inn- og útlána og vaxtamun sýndu að nafnvextir óverðtryggðra lána til viðskiptamanna voru að meðaltali um 8% í byrjun september, sem gefur til kynna að álagið ofan á stýrivexti kunni að vera talsvert lægra en í mörgum löndum sem eiga í efnahagsferiðleikum.

Virkir nafnstýrivextir eru skilgreindir sem einfalt meðaltal innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa. Samkvæmt ólíkum mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingar höfðu raunvextir hækkað lítillega að meðaltali frá ágústfundinum eða í -0,9%. Miðað við tólf mánaða hækkun neysliverðsvísitölunnar höfðu raunvextir hækkað um 0,2 prósentur í -1,1%, en miðað við verðbólguálag höfðu þeir lækkað um 0,3 prósentur í -0,2%.

Þótt óbreyttir stýrivextir virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn þjuggust flestir viðskiptavakar, miðlarar og sérfræðingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja við því að peningastefnunefnd myndi hækka vexti um 0,25 prósentur á septemberfundinum. Flestir aðilar vísuðu til aukinnar verðbólgu og hærri verðbólguvæntinga sem meginröksemda fyrir hækkun vaxta. Einn greiningaraðili spáði þó 0,50 prósentna vaxtahækkun og vísaði til forsendna samkvæmt einfaldri Taylor-reglu.

Ný útlán til einkageirans eru áfram takmörkuð og tengjast einkum endurskipulagningu skulda. Bráðabirgðatölur um bankakerfið í júlí, sem gefa til kynna bæði endurmat lána og hreyfingu fjármuna, sýndu að hrein staða útistandandi útlána til innlendra aðila

lækkaði um tæplega 0,5% frá fyrri mánuði. Útlán til fyrirtækja drógust saman um 0,3% en heildarútlán til heimila lækkuðu um 1,7%. Vítt skilgreint peningamagn (M3) jókst um 3,3% milli mánaða í júlí en var áfram 2% minna en á sama tíma árið 2010.

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

Samkvæmt síðustu spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í september, er þess vænst að hagvöxtur í heiminum nái 4,2% árið 2011 og 4,3% 2012, sem er heldur minni vöxtur en samkvæmt spá sjóðsins sem birt var í júní 2011. Verðbólguþáttur er hins vegar óbreytt. Spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir alþjóðaviðskipti hefur verið endurskoðuð niður á við um 0,5 prósentur og er búist við að viðskipti aukist um 7,7%. Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hefur hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands einnig verið endurskoðaður niður á við. Endurskoðaðar spár *Consensus Forecasts* benda til mikillar endurskoðunar niður á við fyrir helstu viðskiptalönd Íslands. Þess er nú vænst að hagvöxtur verði 1,8% árið 2011, sem er lækkun úr 2,2% þegar ágústfundur peningastefnunnendrar var haldinn, og hagvöxtur á árinu 2012 hefur verið endurskoðaður niður á við um 0,7 prósentur í 1,6%. Vísbindingum um áhættu í heimsbúskapnum hefur einnig fjölgað verulega frá ágústfundinum.

Afgangur af vöruviðskiptum var 8,2 ma.kr. í ágúst samkvæmt bráðabirgðatölum, sem er heldur meira en á sama tíma í fyrra. Verðmæti útflutnings jókst um 27% milli ára og munaði þar mest um 29% hækkun útfluttra sjávarafurða. Útflutningur iðnaðarvara var einnig öflugur og jókst um 28% milli ára. Á fyrstu átta mánuðum ársins jókst verðmæti útflutnings um 11%. Verðmæti innflutnings jókst einnig verulega í ágúst, um 30% milli ára, þrátt fyrir að innflutningsverðmæti eldsneytis lækkaði um 15%. Þar munaði mest um 61% hækkun innflutningsverðmætis fjárfestingarvara og 51% hækkun innflutningsverðmætis hrá- og rekstrarvara.

Um miðjan september var álverð svipað og þegar ágústfundur peningastefnunnendrar var haldinn en hafði lækkað um u.þ.b. 10% frá því í lok júlí. Verðmæti sjávarafurða var óbreytt milli mánaða í júlí en hafði lækkað um 11% milli ára.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Hinn 8. september birti Hagstofa Íslands þjóðhagsreikninga fyrir annan ársfjórðung 2011 og endurskoðun bráðabirgðatalna sem áður höfðu birst. Endurskoðuðu tölurnar sýna að samdráttur landsframleiðslu árið 2009 var 0,2 prósentum minni (6,7%) en áður birtar tölur gáfu til kynna og samdráttur árið 2010 var 0,5 prósentum meiri eða 4%.

Samkvæmt þjóðhagsreikningum fyrir annan ársfjórðung 2011 dróst árstíðarleiðrétt landsframleiðsla saman um 2,8% frá fyrri fjórðungi eftir ársfjórðungsvöxt þrjá ársfjórðunga í röð. Landsframleiðsla jókst þó um 1,4% milli ára. Einkaneysla jókst um 1,8% milli ársfjórðunga eftir samdrátt á fyrsta fjórðungi og samneysla jókst um 0,4% þriðja ársfjórðunginn í röð. Heildarfjármunamyndun jókst um 7,7% á öðrum ársfjórðungi frá þeim fyrsta og um 1% frá sama ársfjórðungi í fyrra. Vöxtur atvinnuvegafjárfestingar annarrar en stóriðju, skipa og flugvéla mældist rúmlega 19% milli ára. Fjárfesting hins opinbera hélt áfram að dragast saman milli ársfjórðunga eða um 9,5% frá fyrsta ársfjórðungi. Breyting í birgðaaukningu dró úr ársfjórðungslegum hagvexti um sem nemur 5,5% af landsframleiðslu. Þessi birgðabreyting hafði umtalsverð neikvæð áhrif á

Þjóðarútgjöld sem drógust saman um 3,9% þrátt fyrir vöxt í öllum öðrum undirflokkum, en höfðu aukist um 6,0% milli ára. Útflutningur jókst um 1,4% milli fyrsta og annars ársfjórðungs en innflutningur hélst óbreyttur.

Vegna endurskoðunar gagna um fyrsta ársfjórðung er áreiðanlegra að taka saman fyrstu tvo fjórðunga ársins 2011 þegar tölur þjóðhagsreikninga eru bornar saman við spána sem birtist í ágústhefti *Peningamála*. Í heild var innlend eftirspurn á fyrri helmingi ársins 2011 í samræmi við ágústspána og jókst um 5% samanborið við 4,9% samkvæmt spánni. Hvað varðar einstaka útgjaldaliði var einkaneysla heldur veikari en spáð var en samneysla á hinn bóginn sterkari. Fjárfesting var einnig þróttmeiri, drifin áfram af sterkari atvinnuvegafjárfestingu en búist var við, þegar stóriðjufjárfesting, skip og flugvélar eru undanskilin. Hreinn útflutningur reyndist minni en spáð var, einkum á útflutningshliðinni og endurspeglar að mestu mótvægisáhrif birgðasöfnunar í útflutningi. Í ágústspánni var hagvöxtur ofmetinn um hálfu prósentu á fyrri helmingi ársins; þá var gert ráð fyrir að hagvöxtur yrði 3% á fyrri helmingi ársins miðað við sama tímabil á árinu 2010 en tölur í þjóðhagsreikningum Hagstofu Íslands benda til 2,5% hagvaxtar.

Viðskiptahallinn var tæplega 15% af landsframleiðslu á öðrum ársfjórðungi 2011 eða 58 ma.kr. í kjölfar halla sem nam 12% af landsframleiðslu á fyrsta ársfjórðungi. Hallinn á öðrum ársfjórðungi stafaði af miklum þáttatekjuhalla (87 ma.kr.) sem vó þyngra en afgangur af þjónustu- og vöruskiptajöfnuði að upphæð 16 ma.kr. annars vegar og 15 ma.kr. hins vegar. Þáttatekjujöfnuðurinn að undanskildum bönkum í slitameðferð var neikvæður um u.þ.b. 5% af landsframleiðslu á öðrum ársfjórðungi.

Þótt bráðabirgðatölur frá Hagstofu Íslands gætu gefið til kynna heldur veikari hagvöxt á fyrri helmingi ársins en vænst var í ágúst, benda helstu hagvísar til þess að þriðji ársfjórðungur verði sterkari en búist var við. Greiðslukorta- og smásöluvelta í júlí og ágúst benda t.d. til þess að einkaneysla verði nokkru meiri en gert var ráð fyrir.

Á móti vísbendingum um veikari hagvöxt árið 2010 og á fyrri helmingi ársins 2011 bendir endurskoðuð greining á framleiðslugetu þjóðarþúskaþarins til þess að framleiðslugetan hafi einnig verið heldur minni en áður var talið. Þetta gefur til kynna að slakinn í þjóðarþúskaþnum sé, ef eitthvað er, minni en áður var talið, þrátt fyrir að tölur um landsframleiðslu frá Hagstofu Íslands hafi verið endurskoðaðar niður á við.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi jókst úr 7,1% í júlí í 7,5% í ágúst en skráð atvinnuleysi hefur verið nokkurn veginn óbreytt frá því í júní, u.þ.b. 6,7%.

Launavísitalan hækkaði um 1% milli mánaða í júlí og hefur hækkað um 7,8% frá því í júlí 2010. Raunlaun hækkuðu um 0,9% milli mánaða í júlí og um 2,6% milli ára.

Væntingar neytenda versnuðu í ágúst, aðallega vegna meiri svartsýni gagnvart efnahagsástandi í framtíðinni. Lækkunin var sú mesta í einum mánuði frá því í október 2010. Væntingavísitalan hefur ekki mælst jafn lág á árinu 2011 og í ágúst.

Húsnæðisverðvísitala Hagstofu Íslands fyrir allt landið, sem var birt í ágúst, lækkaði um 0,15% frá fyrri mánuði. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, lækkaði um 0,1% milli mánaða í júlí þegar leiðrétt hafði verið vegna árstíðarsveiflu. Húsnæðisverð var þó áfram 5,9% hærra í júlí en á sama tíma fyrir ári. Um 61% fleiri kaupsamningar voru gerðir í júlí en í sama mánuði árið 2010 og á fyrstu sjö

mánuðum ársins 2011 voru gerðir 72% fleiri kaupsamningar en á sama tímabili árið 2010. Kaupsamningar eru þó áfram mjög fáir í sögulegu samhengi.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,26% milli mánaða í ágúst og ársverðbólga mældist 5,0%, óbreytt frá því í júlí. Tólf mánaða verðbólga án áhrifa óbeinna skatta mældist 4,8%. Árstíðarleiðrétt vísitala neysluverðs hafði hækkað um 1,5% á síðustu þremur mánuðum eða 6,3% á ársgrundvelli. Árleg kjarnaverðbólga 3 (mæld verðbólga að frátöldum áhrifum skatta, sveiflukennndra liða svo sem matvöru og bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxta) mældist 3,5% í ágúst og hafði aukist úr 3,3% í júlí. 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 neysluverðsvísitölunni í janúar 2011.

Hækkun vísitölu neysluverðs í ágúst stafaði einkum af verðhækkun á fatnaði, skóm og húsgögnum þegar sumarútsölum lauk sem hafði 0,3 prósentna áhrif á vísitöluna. Verðhækkun matvöru, einkum grænmetis og kjöts, hafði 0,12 prósentna áhrif. Hins vegar lækkaði kostnaður vegna eigin húsnæðis um 0,4% í ágúst og hefur ekki lækkað milli mánaða frá því í janúar 2011. Verð á bensíni og olíu lækkaði um 1,7% sem hafði -0,1 prósentu áhrif á neysluverðsvísitöluna.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá fundi sínum með ráðherranefnd um efnahagsmál (forsætisráðherra, fjármálaráðherra og efnahags- og viðskiptaráðherra) þar sem rætt var um hugsanleg áhrif af alþjóðlegri fjármála- og efnahagsþróun á íslenskan þjóðarþúskap. Nefndarmönnum var einnig greint frá breytingum á gjaldeyrislögum sem voru nýlega samþykktar á Alþingi og undirbúningi fyrir ársfund Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í Washington.

Í umræðunum kom fram að nýbirt gögn staðfestu í meginatriðum endurskoðaða spá Seðlabankans sem birtist í ágústhefti *Peningamála*. Samkvæmt spánni er vöxtur atvinnu og framleiðslu hafinn og horfur á að verðbólga verði um nokkurt skeið töluvert yfir verðbólguþröngun Seðlabankans, styrkist gengi krónunnar ekki að ráði, en að hún hnigi aftur að markmiði til lengri tíma litið.

Fram kom í umræðunum að enda þótt verðbólga hafi aukist verulega undanfarna fimm mánuði hefði verðbólguþröngunin í ágúst verið heldur hagstæðari en vænst var. Engu að síður voru nefndarmenn áfram þeirrar skoðunar að verðbólguhorfur hefðu ekki breyst í grundvallaratriðum. Á sama tíma sköpuðu þó hræringar á alþjóðlegum fjármálamörkuðum að undanförunu og vísbendingar um veikari alþjóðlegan hagvöxt óvissu um verðbólguhorfur og innlendan hagvöxt.

Tvær mismunandi vaxtaákvörðanir voru ræddar: að halda vöxtum óbreyttum eða að hækka þá um 0,25 prósentur. Með hliðsjón af umræðunni og mismunandi sjónarmiðum sem fram komu lagði seðlabankastjóri til að vöxtum bankans yrði haldið óbreyttum: innlámsvöxtum 3,5%, hámarksvöxtum á 28 daga innstæðubréfum 4,25%, vöxtum af lánum gegn veði til sjö daga 4,5% og daglánvöxtum 5,5%. Fjórir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra á þeim forsendum að hagstæðari verðbólguþröngun í ágúst en vænst hafði verið, áframhaldandi gengisstyrking krónunnar og lakari horfur í heimsþúskapnum gerðu peningastefnunefndinni kleift að halda vöxtum óbreyttum nú. Einn nefndarmaður greiddi atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra og hefði heldur kosið

að hækka vexti um 0,25 prósentur. Þessi nefndarmaður taldi vega þyngra þrálátar og háar verðbólguvæntingar og hættuna á því að mikil verðbólga festist í sessi. Hann hélt því einnig fram að drifkrafturinn í þjóðarbúskapnum gæfi tilefni til að halda áfram að draga smám saman úr slaka peningastefnunnar og að þróunin á alþjóðavettvangi hefði takmörkuð áhrif á innlenda raunhagkerfið til skamms tíma litið vegna lítills vægis útfluttra iðnaðarvara sem einkum verða fyrir barðinu á sveiflum á heimsmarkaði. Þessi nefndarmaður áleit einnig að með því að halda vöxtum óbreyttum á þessum fundi væri hugsanlega verið að grafa undan þeim skilaboðum sem send voru með ágústákvörðuninni.

Meirihluti nefndarmanna var sammála um að verðbólguhorfur bentu til þess að til lengri tíma litið væri við hæfi að halda áfram að draga úr slaka peningastefnunnar eins og byrjað var á í ágúst. Þeir voru einnig sammála um að lítil hætta væri á að hófleg vaxtahækkun stöðvaði efnahagsbatann.

Peningastefnunefndin taldi því enn að til þess að sporna gegn aukinni verðbólgu kynni að vera nauðsynlegt að hækka vexti frekar en að ákvarðanir í peningamálum myndu þó sem fyrr taka mið af nýlegri þróun og horfum.

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 2. nóvember 2011.