



*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 manárum, 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, sveiflukennndra 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 lánaþyrngreiðslu sem henni tengist og horfum varðandi gjaldeyrisforða. Hann skýrði nefndarmönnum einnig frá nýútgefnum lánsþæfiseinkunum fyrir Ísland, útgáfu Ríkissjóðs Íslands á skuldabréfum í evrum og Bandaríkjadöllum og árangri fyrsta gjaldeyrisútboðsins í tengslum við áætlunina um losun gjaldeyrishafta.

Nefndarmenn ræddu nýútkomna 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 verðbólguþröng. 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 undanförunu 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: innlámsvextir (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.