



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands,

febrúar 2012

Birt: 22. febrúar 2012

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 6. og 7. febrúar 2012, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 8. 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 7. desember, eins og þær birtust í uppfærðri spá 8. febrúar í *Peningamálum 2012/1*.

Fjármálamarkaðir

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 2,8% lægra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í febrúar en á desemberfundinum. Milli funda hafði gengi krónunnar lækkað um 1,4% gagnvart evru, um 4,3% gagnvart sterlingspundi og um 3,4% gagnvart Bandaríkjadal.

Á aflandsmarkaðnum hafði gengi krónunnar styrkst gagnvart evru frá síðasta fundi peningastefnunefndar og fóru viðskipti fram á genginu 248-267 gagnvart evru, en viðskipti voru enn lítil og fátíð.

Vegna tímabundinnar þröngrar lausafjárstöðu höfðu daglánavextir á millibankamarkaði færst að miðju vaxtagangsins í skamman tíma um miðjan desember en höfðu lækkað í um það bil 4% í janúar. Viðskipti á millibankamarkaði námu alls 466 ma.kr. á árinu 2011 og 69,5 ma.kr. í janúar 2012.

Þegar febrúarfundurinn var haldinn voru 79,6 ma.kr. útistandandi í innstæðubréfum, um það bil 3 ma.kr. minna en á desemberfundinum.

Í samræmi við hækkun verðbólguálags hafði ávöxtunarkrafa óverðtryggðra langtímaríkisskuldabréfa á eftirmarkaði hækkað milli desember- og febrúarfundanna en ávöxtunarkrafa verðtryggðra langtímaríkisskuldabréfa hafði á hinn bóginn lækkað.

Skuldatryggingarálag á Ríkissjóð Íslands hafði lækkað frá desemberfundinum og verið í grennd við álagið á ríkissjóði Eystrasaltsríkjanna á undanförunum mánuðum.

Virkir nafnstýrivextir eru skilgreindir sem einfalt meðaltal innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa. Samkvæmt ólíkum mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingar höfðu raunvextir lækkað að meðaltali frá desemberfundinum, í -0,8% þegar febrúarfundurinn var haldinn. Miðað við verðbólgu sl. tólf mánuði voru raunvextir rúmlega einni prósentu lægri eða -2,2%, og miðað við verðbólguálag voru þeir -0,9%.

Óbreyttir vextir Seðlabankans virtust vera verðlagðir inn í ávöxtunarferilinn. Flestir viðskiptavakar, miðlarar og sérfræðingar greiningardeilda fjármálafyrirtækja bjuggust þó við því að peningastefnunefnd myndi hækka vexti um 0,25 prósentur. Flestir þeirra nefndu meiri verðbólgu, hærri verðbólguvæntingar, gengislækkun krónunnar og hagvöxt sem rök fyrir vaxtahækkun.

Vítt skilgreint peningamagn (M3) hélst óbreytt milli mánaða í desember og jókst um 8,6% milli ára. Peningamagn á þennan mælikvarða hafði dregist saman frá miðju ári 2009 til maí 2011, en þá urðu skyndileg umskipti. Vaxtarhraðinn jókst á seinni helmingi ársins 2011, en það stafaði að miklu leyti af því að innlán fyrirtækja sem voru áður flokkuð sem fjármálafyrirtæki en hafa verið endurskipulögð sem eignarhaldsfélög teljast nú til peningamagns.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt síðustu spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem var birt í janúar, hefur spáin fyrir hagvöxt í heiminum og alþjóðaviðskipti verið endurskoðuð verulega niður á við frá septemberspánni. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn býst nú við minni hagvexti í flestum iðn- og nýmarkaðsríkjum, að Bandaríkjunum undanskildum. Spáin fyrir verðbólgu í heiminum er hins vegar nokkurn veginn óbreytt. Spáin um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands árið 2012 hefur verið endurskoðuð niður á við úr 1,9% í september í 0,4%. Spár *Consensus Forecasts* fyrir helstu viðskiptalönd Íslands árið 2012 hafa einnig verið endurskoðaðar niður á við frá desemberfundi peningastefnunefndar.

Halli var á vöruviðskiptum Íslands í desember sem nam 0,6 ma.kr., í fyrsta sinn frá því snemma árs 2009. Verðmæti útflutnings í desember minnkaði frá fyrri mánuði, en verðmæti innflutnings jókst verulega, bæði milli mánaða og ára. Samkvæmt bráðabirgðatölum nam afgangur af vöruskiptajöfnuði í janúar 2012 12 ma.kr. Afgangur af vöruskiptajöfnuði allt árið 2011 nam 97 ma.kr., sem er lækkun úr 120 ma.kr. árið 2010. Heildarverðmæti bæði inn- og útflutnings jókst verulega milli ára árið 2011 en

heildarmagn inn- og útflutnings jókst minna. Stærstu undirliðir innflutnings á árinu 2011 voru rekstrar- og fjárfestingarvörur sem námu 32% og 22% af heildarverðmæti innflutnings, hvorar fyrir sig. Báðir liðir drógust þó saman milli ára. Hins vegar jókst hlutur flutningstækja og eldsneytis á árinu 2011 og nam 9% og 15% af heildarverðmæti innflutnings, hvor fyrir sig. Stærsti undirliður útflutnings árið 2011 var iðnaðarvara, sem skýrir 54% af heildarverðmæti útflutnings, en þar af var álútflutningur 75%. Útflutningsverðmæti sjávarafurða jókst um 2% og nam þá 41% af heildinni og fór aftur fram úr álútflutningi.

Álverð hefur hækkað frá síðasta fundi peningastefnunefndar. Meðalverðið í janúar var tæplega 6% hærra en að meðaltali í desember. Verð sjávarafurða hefur einnig haldið áfram að hækka og nam hækkunin 0,8% milli mánaða í desember.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Væntingar almennings til ástandsins á vinnumarkaðnum hafa sveiflast frá síðastliðnu sumri en hafa farið hækkandi frá því í október samkvæmt væntingavísitölu Capacent Gallup. Væntingar stjórnenda í atvinnulífinu um fjölgun starfsfólks hafa einnig þokast hægt upp á við samkvæmt viðhorfskönnun Capacent Gallup sem var framkvæmd í desember meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins. Hins vegar eru enn 7,5 prósentum fleiri fyrirtæki sem vilja fækka starfsmönnum en fjölga.

Atvinna, mæld í heildarvinnustundum, jókst um 2,4% milli ára á fjórða ársfjórðungi samkvæmt niðurstöðum vinnumarkaðskönnunar Hagstofunnar og hafði einnig aukist á öðrum og þriðja ársfjórðungi. Starfandi fólki fækkaði lítillega en meðalvinnutími á viku jókst um eina klukkustund. Þeim sem eru í fullu starfi fjölga á meðan fólki í hlutastarfi fækkar. Atvinna mæld í ársverkum jókst um 1,5% milli 2010 og 2011.

Atvinnuþátttaka dróst saman um 1,5 prósentur milli ára á fjórða ársfjórðungi og hefur ekki verið minni frá því að framkvæmd ársfjórðungslegra vinnumarkaðskannana hófst árið 2003. Þátttökuhlutfallið mældist að meðaltali 80,4% á árinu 2011 eftir að hafa lækkað um 0,7 prósentur (tæplega 1.000 manns) frá árinu 2010. Á sama tíma fjölgaði þeim sem voru utan vinnumarkaðar um tæplega 3.000, einkum vegna fjölgunar öryrkja og námsmanna.

Skráð atvinnuleysi, eins og það er mælt af Vinnumálastofnun, mældist 7,1% á fjórða ársfjórðungi 2011 og 7,4% fyrir árið í heild, sem er lækkun úr 8,1% árið 2010. Atvinnuleysi eins og það er mælt í vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands var nokkurn veginn óbreytt milli ársfjórðunga og mældist 6% á fjórða ársfjórðungi 2011.

Hátíðnivísbendingar frá desembermánuði gefa til kynna að einkaneysla hafi aukist frá fyrri ársfjórðungi. Greiðslukortavelta jókst um rúmlega 3% milli ársfjórðunga á fjórða ársfjórðungi 2011 og um rúmlega 6% frá fjórða ársfjórðungi 2010. Aðrar vísbendingar, svo sem innflutningur neysluvarnings og skráning nýrra ökutækja, gefa til kynna frekari aukningu einkaneyslu.

Væntingar neytenda hækkuðu í janúar, þriðja mánuðinn í röð, og hafa ekki mælst hærrí síðan haustið 2008. Allar undirvísitölur hækkuðu milli mánaða en væntingar til vinnumarkaðarins þó mest. Væntingar til núverandi efnahagsástands hafa heldur ekki verið hærrí frá því haustið 2008.

Samkvæmt viðhorfskönnun Capacent Gallup meðal forsvarsmanna í atvinnulífinu, sem var framkvæmd í desember 2011, hafa væntingar varðandi efnahagsástandið að sex mánuðum liðnum batnað, einkum meðal stjórnenda í sérhæfðri þjónustu af ýmsu tagi og í iðnaðar- og framleiðslugeiranum. Í heild væntu tæplega 22% þátttakenda þess að ástandið batnaði og um 60% bjuggust við að það héldist óbreytt samanborið við 17% og 58% hvor fyrir sig í október/nóvember. Væntingar um erlenda eftirspurn höfðu versnað frá fyrri könnunum árið 2011, sérstaklega í sjávarútvegi.

Samkvæmt könnuninni meðal stjórnenda í atvinnulífinu væntu þeir þess að verðbólga myndi mælast 4% að einu ári liðnu samkvæmt miðgildi, sem var óbreytt frá könnuninni í október/nóvember. Samkvæmt annarri könnun Capacent Gallup í desember höfðu verðbólguvæntingar heimila til eins árs lækkað um 0,5 prósentur frá fyrri könnun í september og námu 6% samkvæmt miðgildi. Heimili væntu þess að tólf mánaða verðbólga mældist 5,5% eftir tvö ár, sem var einnig 0,5 prósentum minna en í september.

Verðbólga mældist 5,3% á fjórða ársfjórðungi 2011, sem er óbreytt frá þriðja ársfjórðungi. Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,28% milli mánaða í janúar 2012. Ársverðbólga mældist 6,5% í janúar samanborið við 5,2% í nóvember. Vísitala neysliverðs án áhrifa óbeinna skatta hækkaði minna (um 0,13% milli mánaða) og var 6,4% milli ára. Árstíðarleiðrétt þriggja mánaða verðbólga á ársgrundvelli mældist 5% í janúar samanborið við 1,7% í nóvember. Kjarnavísitala 3 að undanskildum skattaáhrifum (mæld verðbólga að undanskildum áhrifum sveiflukennra liða svo sem matvöru, bensíns, opinberrar þjónustu og raunvaxta á húsnæðislánum) lækkaði um 0,8% milli mánaða í janúar og hafði hækkað um 5,7% milli ára samanborið við 4,7% í nóvember.

Tólf mánaða verðbólga hækkaði umtalsvert í janúar á alla mælikvarða, að hluta til vegna grunnáhrifa, þar sem ár var liðið frá því að afnotagjöld Ríkisútvarpsins voru tekin út úr neysliverðsvísitölunni, sem leiddi til 0,4 prósentna lækkunar vísitölnnar á þeim tíma. Ýmsar verðhækkanir opinberrar þjónustu leiddu til 0,45 prósentna hækkunar neysliverðsvísitölnnar í janúar. Samanlagt höfðu verðhækkanir bensíns og olíu, áfengis, tóbaks og dagvöru 0,53 prósentna áhrif til hækkunar (m.a. vegna hærri óbeinna skatta). Á hinn bóginn leiddi vetrarútsala á fatnaði, skóm og húsgögnum til 0,75 prósentna lækkunar neysliverðsvísitölnnar og lækkun flugfargjalda hafði 0,15 prósentna áhrif til viðbótar.

Samkvæmt uppfærðri spá sem birtist í *Peningamálum* 8. febrúar eru hagvaxtarhorfur nokkurn veginn óbreyttar frá nóvemberspá bankans þótt alþjóðlegar efnahagshorfur haldi áfram að versna. Hagvöxtur er áætlaður 3% árið 2011 og spáð er að hann verði 2½% á ári 2012-2014.

Gert er ráð fyrir að hagvöxtur á spátímanum verði drifinn áfram af vaxandi innlendri eftirspurn, einkum einkaneyslu og atvinnuvegafjárfestingu, en spáð er að framlag utanríkisviðskipta verði neikvætt meirihluta tímabilsins. Gert er ráð fyrir að framlag einkaneyslu verði töluvert en þó minna en á árinu 2011. Áætlað er að heildarfjárfesting hafi aukist um u.þ.b. 7% árið 2011 og er því spáð að hún aukist um tæplega 18% á árinu 2012, heldur meira en spáð var í nóvember. Þróttmeiri hagvöxt má einkum rekja til meiri aukningar atvinnuvegafjárfestingar, þótt gert sé ráð fyrir að íbúðafjárfesting aukist verulega. Spáð er að fjárfesting hins opinbera haldi áfram að dragast saman, þótt samdrátturinn á seinni hluta spátímans verði minni en spáð var í nóvember. Í spánni er gert ráð fyrir, eins og í nóvember, að vinnumarkaðurinn haldi áfram að taka við sér með

áframhaldandi hægum vexti atvinnu og minnkandi atvinnuleysi. Þrátt fyrir að enn sé slaki á vinnumarkaðnum er búist við að launakostnaður á framleidda einingu aukist um rúmlega 5% á þessu ári.

Verðbólguhorfur eru tiltölulega svipaðar og í nóvember. Horfur eru á að verðbólga mælist rúmlega 6% á fyrsta ársfjórðungi 2012 og muni síðan hafa hjaðnað í 3,6% á fjórða ársfjórðungi 2012, sem er 0,5 prósentum meira en í síðustu spá. Meiri verðbólga en spáð var skýrist að nokkru leyti af því að launaþrýstingur hefur komið síðar fram en áætlað var og gengi krónunnar er veikara. Samkvæmt spánni næst verðbólgu markmiðið snemma árs 2014 að því gefnu að gengi krónunnar haldist nokkurn veginn óbreytt, sem er heldur síðar en spáð var í nóvember.

Áætlaður framleiðsluslaki á spátímanum er nokkurn veginn í samræmi við nóvemberspána. Gert er ráð fyrir að hann hafi minnkað skarpt á árinu 2011 og því spáð að enn dragi úr honum á árunum 2012 og 2013 þrátt fyrir óverulegan hagvöxt.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá næstu skrefum í áætluninni um afnám gjaldeyrishafta, þeirri vinnu sem fram fer innan bankans við gerð nýrrar spár um greiðslujöfnuð og fyrirhuguðum fundum með Alþjóðagjaldeyrissjóðnum um 4. greinina. Nefndarmenn ræddu skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika*, sem var birt eftir desemberfund peningastefnunnar, ársreikninga fjármálastofnana og úrræði þeirra til endurskipulagningar sem og framvinduna við endurskipulagningu einkageirans.

Nefndarmenn ræddu gengislækkun krónunnar að undanförunu. Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar hafði lækkað um 2,8% frá desemberfundi peningastefnunnar. Nokkrar mögulegar skýringar á þessari gengislækkun voru ræddar. Þær sem þóttu vega þyngst voru árstíðarbundnar sveiflur á innstreymi erlends gjaldeyris, áframhaldandi endurgreiðslur erlendra lána fyrirtækja og sveitarfélaga og versnandi viðskiptakjör. Sumir nefndarmenn lögðu áherslu á að þótt þessar endurgreiðslur myndu valda skammtímaþrýstingi á gengi krónunnar hefðu þær að lokum jákvæð áhrif á erlenda skuldastöðu landsins. Núverandi gengisáhrif ættu því að ganga til baka til lengri tíma litið. Sumir nefndarmenn héldu því einnig fram að lágir raunvextir innanlands gætu hvatt fyrirtæki til að vinda hratt ofan af skuldsetningu sinni.

Þrjár mismunandi vaxtaákvörðanir voru ræddar: að halda vöxtum óbreyttum eða að hækka þá um annaðhvort 0,25 eða 0,5 prósentur. Allir nefndarmenn voru sammála um að það væru bæði rök fyrir því að halda vöxtum óbreyttum á þessum fundi og fyrir því að hækka þá.

Aðalrökin fyrir óbreyttum vöxtum voru þau að fyrirséð var að verðbólga myndi aukast í skamman tíma þegar nóvember- og desemberfundirnir voru haldnir og horfurnar í þjóðarþúskapnum samkvæmt uppfærðri spá Seðlabankans (birt í *Peningamálum* 8. febrúar) voru nokkurn veginn óbreyttar frá nóvemberspánni. Spáð er að efnahagsbatinn á Íslandi haldi áfram þrátt fyrir minnkandi hagvöxt í heiminum og aukna óvissu. Ennfremur hafði áhættuleiðréttur vaxtamunur heldur aukist frá síðasta fundi. Sumir nefndarmenn héldu því fram að verri verðbólguhorfur mætti að verulegu leyti rekja til gengislækkunar krónunnar, sem gæti reynst vera tímabundin. Óvíst væri hvaða áhrif væntanleg útboð Seðlabankans í tengslum við afnám gjaldeyrishaftanna hefðu á gengi

krónunnar og því var haldið fram að nefndin yrði í betri aðstöðu til að meta þessi áhrif á næsta fundi sínum í mars. Viðkvæmur efnahagsbati, slakinn í þjóðarbúskapnum og óvissa á alþjóðamörkuðum voru einnig talin upp sem rök fyrir óbreyttum vöxtum.

Nefndarmenn ræddu möguleg áhrif vaxtahækkunar á niðurgreiðslu erlendra skulda fyrirtækja og sveitarfélaga. Að því marki sem niðurgreiðslur lána ættu þátt í að veikja gengi krónunnar töldu sumir að vaxtahækkun gæti leitt til þess að erlend lán yrðu greidd niður hægar en ella. Aðrir töldu að þótt það myndi styrkja krónuna til skamms tíma litið gæti vaxtahækkun veikt innlenda efnahagsreikninga enn frekar og þannig hægt á efnahagsbatanum og skapað þrýsting til gengislækkunar krónunnar til lengri tíma litið.

Nefndarmenn voru sammála um að verri verðbólguhorfur væru meginrökin fyrir hækkun vaxta. Fram kom í umræðunum að þótt þróun verðbólgunnar til skamms tíma væri í samræmi við væntingar væri nú spáð að hún hjaðnaði heldur hægar á árinu 2012 og yrði, miðað við nokkurn veginn óbreytt gengi, heldur lengur fyrir ofan verðbólguþröng bankans en hafði verið spáð í nóvember. Ennfremur væru verðbólguvæntingar ennþá háar og raunvextir bankans hefðu lækkað frá síðasta fundi. Í ljósi mikillar verðbólgu og hárra verðbólguvæntinga og að teknu tilliti til þess að verðbólguhorfur fyrir þetta ár hefðu versnað, héldu því sumir nefndarmenn því fram að vaxtahækkun væri nauðsynleg á þessum tímamarki.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vöxtum bankans yrði haldið óbreyttum: innlánsvöxtum (vöxtum á viðskiptareikningum) í 3,75%, hámarksvöxtum á 28 daga innstæðubréfum í 4,5%, vöxtum af lánum gegn veði til sjö daga í 4,75% og daglánavöxtum í 5,75%.

Þrjú nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra en tveir nefndarmenn greiddu atkvæði gegn henni og kusu að vextir yrðu hækkaðir um 0,25 prósentur. Þessir nefndarmenn álitu versnandi verðbólguhorfur og viðvarandi háar verðbólguvæntingar vega þyngra og töldu nauðsynlegt að snúa við lækkun raunvaxta frá síðasta fundi.

Nefndarmenn voru sammála um að í framtíðinni yrði nauðsynlegt að draga úr slaka peningastefnunnar eftir því sem efnahagsbatanum vindur fram og dregur úr slaka í þjóðarbúskapnum. Þeir voru sammála um að það færi eftir framvindu verðbólgunnar að hve miklu leyti þessi aðlögun ætti sér stað með hærri nafnvöxtum Seðlabankans. Þeir voru einnig sammála um að ef verðbólguhorfur bötnuðu ekki væri líklegt að hækka þyrfti nafnvexti á næstunni til þess að taumhald peningastefnunnar, sem er enn tiltölulega laust, yrði hæfilegt.

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 21. mars 2012.