



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2010

Birt: 22. desember 2010

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 lögini 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 6. og 7. desember 2010, en á þeim ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 8. desember 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 3. nóvember.

Fjármálamarkaðir

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 0,5% hærra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í desember en á nóvemberfundinum. Milli funda hafði gengi krónunnar veikst um 0,7% gagnvart sterlingspundi og um 2,3% gagnvart Bandaríkjadal en styrkst um 2% gagnvart evru.

Viðskipti á gjaldeyrismarkaðnum hafa áfram verið lítil. Seðlabankinn hefur keypt 29 milljónir evra af viðskiptavökum frá því að hann hóf regluleg kaup á erlendum gjaldeyri í lok ágúst.

Viðskipti með krónuna á aflandsmarkaðnum hafa verið lítil frá síðasta fundi peningastefnunefndar og hafa viðskipti farið fram á gengi 230-242 gagnvart evru.

Áhættuálag fyrir Ríkissjóð Íslands, eins og það er mælt með skuldatryggingarálaginu, hefur verið nokkurn veginn stöðugt frá því á nóvemberfundinum, eða 2,71 prósentu á desemberfundinum, samanborið við 2,80 prósentum á nóvemberfundinum.

Um 57,8 ma.kr. voru útistandandi í innstæðubréfum þegar desemberfundurinn var haldinn, u.þ.b. 6 ma.kr. minna en á nóvemberfundinum.

Á tímabilinu frá síðasta fundi peningastefnunefndar höfðu daglánavextir á millibankamarkaði haldið áfram að sveiflast. Viðskipti á millibankamarkaði námu 67 ma.kr. á tímabilinu og voru fyrst og fremst daglánaviðskipti, þótt lán til lengri tíma hafi einnig verið veitt í fyrsta sinn frá því í nóvember 2008.

Frá nóvemberfundinum hafði ávöxtunarkrafa í útboði ríkisskuldabréfa (að undanskildum flokkinum með gjalddaga í desember 2010) lækkað um 0,66-1,22 prósentur. Ávöxtunarkrafa á stysta flokki verðtryggðra íbúðabréfa hafði hækkað um 0,31 prósentu, en ávöxtunarkrafa annarra flokka íbúðabréfa hafði á hinn bóginn lækkað um 0,16-0,32 prósentur.

Bráðabirgðatölur um bankakerfið í október sýndu að útlán til innlendra aðila höfðu aukist um 3,3% frá fyrra mánuði. Þessi aukning stafar einkum af því að Straumur, sem áður var flokkaður sem viðskiptabanki, er nú flokkaður sem eignarhaldsfélag. Útlán til fyrirtækja drógust saman um 0,7%, en heildarútlán til heimila drógust saman um 0,6%. Peningamagn í víðum skilningi (M3) hélt einnig áfram að dragast saman; sem endurspeglar einkum tilfærslu frá innlánum til verðbréfasjóða, en M1 og M2 hafa aftur á móti verið nokkuð stöðug.

Frá tilkynningu um vaxtaákvörðun peningastefnunefndar 3. nóvember höfðu virkir raunstyrivextir (sem samsvara um það bil einföldu meðaltali innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa) hækkað um 0,7 prósentur miðað við núverandi ársverðbólgu. Miðað við eins árs verðbólguálag á skuldabréfamarkaðnum hækkuðu raunvextir um 1,6 prósentur. Áhættuleiðréttur skammtímavaxtamunur við helstu viðskiptalönd hafði lækkað um 0,5 prósentur vegna breytinga á innlendum vöxtum.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja og viðskiptavakar væntu þess að peningastefnunefnd myndi lækka vexti um 0,5-0,75 prósentur. Þróun ávöxtunarkröfu á skuldabréfamarkaði gaf einnig til kynna væntingar um slíka lækkun. Þrátt fyrir að skoðanir um vaxtaávarðanir í framtíðinni væru skiptar, virtust flestir búast við frekari lækkunum snemma árs 2011.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt síðustu spá OECD, sem birt var í nóvember, er þess vænst að hagvöxtur í heiminum nái 4,6% árið 2010, sem er óbreytt frá síðustu spá OECD í maí 2010, og 4,2% árið 2011, sem er heldur minni vöxtur en áður var vænst. Spáin er nokkurn veginn í takt við spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í október 2010. Spá OECD fyrir alþjóðaviðskipti hefur aftur verið endurskoðuð upp á við. Væntir stofnunin þess að viðskipti aukist um 12,3% á þessu ári, tæpum 2 prósentum meira en í maíspá hennar. Spáin um alþjóðaviðskipti árið 2011 er nokkurn veginn óbreytt, eða 8,3%.

Afgangur af vöruskiptum mældist 10,1 ma.kr. í október. Verðmæti útfluttrar vöru var tæplega 47 ma.kr., en verðmæti innfluttrar vöru var tæplega 37 ma.kr. Útflutningur dróst saman um u.þ.b. 5% milli mánaða í október og var nokkur samdráttur í flestum

helstu útflutningsgreinum. Innflutningur dróst einnig saman um u.þ.b. það sama milli mánaða og var samdráttur í flestum helstu undirliðum innflutnings nema fjárfestingarvörum sem jukust um tæp 15% milli mánaða.

Útflutningsverðmæti áls minnkaði um rúmlega 1% milli mánaða í október þrátt fyrir nokkra verðhækkun. Verð lækkaði aftur í nóvember, en þess er vænst að útflutningsverðmæti áls aukist nokkuð þar sem tafir eru á verðáhrifum á útflutningsverðmæti áls frá Íslandi.

Verð sjávarafurða hefur farið hækkandi frá því síðla árs 2009, fyrir utan lækkun í júlí og ágúst, og hækkaði um 1% milli mánaða í október.

Bráðabirgðatölur benda til þess að viðskiptaafgangur í nóvember hafi verið 10,4 ma.kr. og bæði verðmæti útflutnings og innflutnings hafi aukist um rúmlega 3% milli mánaða. Aukning útflutningsverðmætis stafar fyrst og fremst af 7% vexti útflutningsverðmætis iðnaðarvara milli mánaða.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Bráðabirgðatölur úr ársfjórðungslegum þjóðhagsreikningum frá Hagstofu Íslands, sem birtust 7. desember, sýna að slaki í þjóðarbúskapnum hefur verið heldur meiri á þriðja ársfjórðungi 2010 en gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 2010/4 í nóvember. Allir undirliðir sýna meiri slaka en í nóvemberspánni nema einkaneysla, sem var í takt við spána.

Verg landsframleiðsla virðist hafa aukist á þriðja ársfjórðungi frá fyrri fjórðungi, óháð því hvaða aðferð við árstíðarleiðréttingu er beitt, eftir að hafa dregist saman frá því á fjórða ársfjórðungi 2008. Þetta er í samræmi við spár Seðlabanka Íslands á þessu ári, en hægvöxtur er minni en áætlað var í nóvemberspánni.

Framlög allra undirliða nema einkaneyslu til ársfjórðungslegs hagvaxtar á þriðja ársfjórðungi 2010 voru neikvæð, en mest áhrif hafði neikvætt framlag utanríkisviðskipta. Horfur eru á að framlag utanríkisviðskipta til landsframleiðslu verði neikvætt á þessu ári eftir að hafa verið jákvætt í þrjú ár.

Samdráttur milli ára á þriðja ársfjórðungi virðist hafa verið mun minni á fyrsta og öðrum ársfjórðungi, eða 1,6% í samanburði við rúmlega 7% á fyrsta og öðrum ársfjórðungi. Landsframleiðsla dróst saman um 5,5% á fyrstu þremur fjórðungum ársins, en 4,2% samdrætti hafði verið spáð í nóvember.

Tölur í endurskoðuðum þjóðhagsreikningum sýna að heldur meiri slaki hafi verið í þjóðarbúskapnum á fyrri helmingi ársins 2010 en bráðabirgðatölur frá því í september höfðu gefið til kynna og ½ prósentu meiri slaki en spáð var í nóvember. Megin ástæðan fyrir endurskoðuninni á fyrri helmingi ársins er minni einka- og samneysla samkvæmt Hagstofu Íslands, og minni fjárfesting en gert var ráð fyrir í spá Seðlabankans.

Viðskiptaafgangurinn var 24 ma.kr., eða 5,9% af vergri landsframleiðslu, á þriðja ársfjórðungi 2010. Þetta er veruleg framför frá ársfjórðungnum á undan, en þá var halli sem nam 12% af vergri landsframleiðslu. Viðskiptaafgangurinn stafar af 35 ma.kr. afgangi af þjónustuviðskiptum og 22 ma.kr. afgangi af vöruskiptajöfnuði sem vó upp á mótí 32 ma.kr. halla á þáttatekjum. Viðskiptaafgangurinn leiðréttur fyrir áföllnum

tekjum og gjöldum fjármálastofnana í slitameðferð var enn meiri, tæplega 62 ma.kr., eða 15,3% af vergri landsframleiðslu.

Skráð atvinnuleysi var 7,7% í október, sem er aukning úr 7,1% í ágúst. Árstíðarleiðrétt var atvinnuleysi óbreytt, eða 9,0%.

Launavísitalan hækkaði um 0,3% milli mánaða í október. Tólf mánaða hækkun nafnlauna nam 6,0%, en raunlaun hækkuðu um 2,2%.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofu Íslands fyrir allt landið, sem var birt í nóvember, hækkaði um 0,4% frá fyrri mánuði. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Fasteignaskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,9% milli mánaða í október og sama breyting mældist þegar leiðrétt var vegna árstíðar. Viðskipti á fasteignamarkaðnum drógust saman milli mánaða í október og nóvember, eftir tímabundna aukningu í september. Um 38% fleiri samningar voru gerðir í október og nóvember en á sama tímabili í fyrra, þótt samningar séu enn mjög fáir í sögulegu samhengi.

Væntingavísitalan hækkaði nokkuð í nóvember eftir lækkun í október. Allar undirvísitölur hækkuðu, en ekki nógu mikið til þess að ná sömu gildum og í september.

Verðbólga hélt áfram að minnka í nóvember, eftir töluverða hjöðnun frá því í mars. Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,05% milli mánaða og um 2,6% milli ára, eða 1,8% ef áhrif hærri neysluskatta eru frátalin. Árstíðarleiðrétt vísitala neysliverðs hafði hækkað um tæplega 0,5% á síðustu þremur mánuðum, sem er 1,9% hækkun á ársgrundvelli.

Mest áhrif á vísitölu neysliverðs í nóvember hafði 18,7% lækkun millilandaflugfargjalda, í kjölfar tæplega 16% hækkunar í október, en þróun millilandaflugfargjalda er sveiflukennd að venju. Verð á bensíni og olíu hækkaði um 2,6% og kostnaður vegna rafmagns hækkaði um 7%.

Áhrif gengishækkunar krónunnar halda áfram að koma fram smám saman í innflutningsverði. Verð á innfluttri matvöru og óáfengum drykkjum hefur lækkað um 3% milli ára. Í heild er verð innfluttrar vöru (að frátöldu áfengi og tóbaki) 1,4% hærra en fyrir ári, í samanburði við 14,6% árshækkun í janúar síðastliðnum.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá stöðu deilunnar vegna bóta til innstæðueigenda í erlendum útibúum Landsbankans og samkomulagi milli stjórnvalda annars vegar og lánastofnana og lífeyrissjóða hins vegar um úrræði vegna skuldavanda heimila. Fjallað var um nýútkomna skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika*, og síðustu áfanga í endurskipulagningu fjármálageirans.

Fram kom í umræðunum að 2½% verðbólguþolmiðinu hefði verið náð. Verðbólga minnkaði áfram í nóvember, eftir töluverða hjöðnun frá því í mars 2010. Að mati nefndarmanna munu þættir sem leiða til gengishækkunar krónunnar, lækkandi verðbólguvæntingar og slaki í þjóðarbúskapnum styðja áfram við litla og stöðuga verðbólgu.

Nefndarmenn töldu að þjóðhagsreikningar sem birtir hafa verið frá síðustu vaxtaákvörðun gæfu til kynna að slaki í þjóðarbúskapnum væri heldur meiri en gert var ráð fyrir í nóvemberhefti *Peningamála*, þótt fyrstu áætlanir þjóðhagsreikninga séu oft endurskoðaðar verulega. Efnahagsbatinn virðist hafa hafist á þriðja ársfjórðungi 2010, í

samræmi við nóvemberspána, þótt fram kæmi í umræðunum að hann virtist heldur veikari en spáð var þá. Hins vegar hafði verðbólga hjaðnað heldur hraðar en fólst í nóvemberspánni, en áfram eru horfur á að hún verði um skeið undir markmiði á árinu 2011.

Í umræðunum kom fram að frá fundi peningastefnunefndar í nóvember hefði viðskiptavegin gengisvísitala krónu verið nokkuð stöðug, en gengi krónu hefði hækkað gagnvart evru. Reglubundin kaup Seðlabankans á erlendum gjaldeyri, sem hófust 31. ágúst, virðast ekki hafa haft marktæk áhrif á gengi krónunnar til þessa. Í ljósi gengisþróunar og reynslunnar af kaupum á erlendum gjaldeyri fjölluðu nefndarmenn um kosti og galla þess að auka við reglubundin kaup á erlendum gjaldeyri. Gjaldyrishöftin, þróun viðskiptakjara og annarra þátta sem áhrif hafa á viðskiptajöfnuð, ásamt aðhaldsstigi peningastefnunnar í samanburði við helstu viðskiptalönd halda áfram að styðja við gengi krónunnar að mati nefndarmanna.

Nefndarmenn ræddu hvort og þá hvernig draga ætti úr sveiflum skammtíma markaðsvaxta og að færa daglávexti á millibankamarkaði nær miðju vaxtagangs bankans. Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vaxtagangurinn yrði þregdur um 1,0 prósentu, í 2,0 prósentur. Fjórir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra, en einn greiddi atkvæði gegn henni og hélt því fram að engin sjáanleg þörf væri á því að þregja vaxtaganginn. Viðkomandi nefndarmaður var einnig andvígur framsetningu tillögunnar þar sem hún væri ólík hefðbundinni atkvæðagreiðslu um tiltekna vexti. Nefndarmanninum fannst einnig að ekki hafi verið gefinn nægur tími til að kanna tillöguna til hlítar.

Nefndarmenn ræddu þann möguleika að lækka vexti um 0,75 til 1,0 prósentu. Með hliðsjón af umræðunni, mismunandi sjónarmiðum sem fram komu og ákvörðun nefndarinnar að þregja vaxtaganginn um 1,0 prósentu, lagði seðlabankastjóri til að innlámsvextir (vextir á viðskiptareikningum) yrðu lækkaðir um 0,5 prósentur, í 3,5%; að hámarksvextir á 28 daga innstæðubréfum og vextir á lánum gegn veði til sjö daga yrðu lækkaðir um 1,0 prósentu hvorir, í 4,25% og 4,5% hvorir um sig; og að daglávextir yrðu lækkaðir um 1,5 prósentur, í 5,5%. Nefndarmenn voru sammála um að tillaga seðlabankastjóra fæli í sér að aðhaldsstig peningastefnunnar í heild minnkaði heldur minna en sem næmi breytingunni á miðju vaxtagangsins, þótt erfitt væri að mæla nákvæmlega breytinguna á aðhaldsstiginu.

Fjórir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra, en tveir nefndarmenn hefðu kosið ögn breytta ákvörðun. Af þessum tveimur nefndarmönnum hefði annar heldur kosið 0,25 prósentum minni lækkun á öllum vöxtum Seðlabankans, en hinn hefði heldur kosið 0,5 prósentum minni lækkun á vöxtum á lánum gegn veði til sjö daga. Einn nefndarmaður greiddi atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra. Þótt þessi nefndarmaður væri sammála því að þregja vaxtaganginn lagði hann til að vextir yrðu lækkaðir um 0,25 prósentum minna en í tillögu seðlabankastjóra og þannig yrði miðja vaxtagangsins lækkuð um 0,75 prósentur í stað 1,0 prósentu.

Peningastefnunefndin telur að enn kunni að vera eitthvert svigrúm til áframhaldandi slökunar peningalegs aðhalds haldist gengi krónunnar stöðugt eða styrkist og hjaðni verðbólga eins og spáð er. Áætlanir um afnám hafta á fjármagnshreyfingar skapa hins vegar óvissu um hversu mikið svigrúmið er til skemmri tíma. Nefndin 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.

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 2. febrúar 2011.