



## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, mars 2009

Birt: 2. apríl 2009

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða stýrivexti og að „[o]pinberlega skal birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra“. Í samræmi við lögin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af fundum sínum um stýrivexti tveimur vikum eftir hverja ákvörðun.

Hér birtist fundargerð funda peningastefnunefndarinnar 17. og 18. mars 2009, en á þeim ræddi nefndin efnahagspróunina, stýrivaxtaákvörðunina 19. mars og kynningu þeirrar ákvörðunar.

### I Þróun í efnahags- og peningamálum

Við umræður í nefndinni lagði hún áherslu á eftirfarandi nýjar upplýsingar sem hafa komið fram frá síðustu stýrivaxtaákvörðun hinn 29. janúar:

#### Fjármálamarkaðir og efnahagsreikningur Seðlabankans

Áhrif breytingar á stýrivöxtum Seðlabankans á þjóðarbúskapinn eru óviss og trúlega takmörkuð.

Endurskipulagning bankakerfisins hefur gengið hægar en ætlað var í janúar.

Gerðar hafa verið lagfæringar á lausafjárstýringu Seðlabankans og komið hefur verið til móts við viðmið Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hvað snertir gjaldeyrisforðann og lausafjármyndun.

Hinn 17. desember tilkynnti Seðlabankinn um aðgerðir sem ætlað var að örva starfsemi á millibankamarkaði. Ákveðið var að auka bilið milli hæstu og lægstu vaxta á viðskiptareikningum fjármálafyrirtækja hjá Seðlabankanum. Viðskipti á millibankamarkaði jukust strax í kjölfarið en dregið hefur úr veltu síðan. Að meðaltali var velta 2,9 ma.kr. í janúar og 1,8 ma.kr. í febrúar og hefur numið alls 410 m.kr. það sem af er mars.

Enn eru gögn um lánveitingar til fyrirtækja takmörkuð, en þau sem eru fánleg benda til þess að útlán innlánsstofnana séu nánast engin. Innlán hjá innlánsstofnunum jukust um u.þ.b. 250 ma.kr. frá ágúst til desember, m.a. vegna lokunar verðbréfa- og fjárfestingarsjóða (sem skýrir að minnsta kosti 112,5 ma.kr.). Innlán lífeyrissjóða jukust um 66 ma.kr. Þó má gera ráð fyrir að um einhverja tvítalningu gæti verið að ræða því að hluti af innlánaaukningu lífeyrissjóða stafar af lokun fjárfestingarsjóða.

Gengi krónunnar hefur veikst að undanfögnu eftir hækkun í byrjun ársins. Að meðaltali var viðskiptavegið gengi erlendra gjaldmiðla 18% hærra í annarri viku mars en í annarri viku janúar.

Skammtíma vextir hafa lækkað verulega um allan heim frá stýrivaxtaákvörðuninni í janúar og vaxtamunur milli krónunnar og annarra gjaldmiðla því aukist. Um miðjan mars var munur þriggja mánaða millibankavaxta gagnvart evru að meðaltali 16,5%, u.þ.b. hálfri prósentu hærrí en hann var í janúar. Þessi mikli vaxtamunur kann þó að hluta að endurspegla hátt áhættuálag ofan á íslenskar eignir.

Enn ríkir veruleg óvissa um framboð innlendra ríkisskuldabréfa og sú óvissa hefur haft áhrif á ávöxtun bæði óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa með ríkisábyrgð.

Ávöxtun á verðtryggðum langtímaskuldabréfum hefur aukist og var að meðaltali 0,3–1,0 prósentu hærrí fyrstu tvær vikurnar í mars en í janúar. Hækkunina má að hluta til skýra með minni eftirspurn eftir íbúðabréfum vegna óvissu um tímabundna lagabreytingu sem heimilar einstaklingum að taka út allt að 1 m.kr. af viðbótarlífeyrissparnaði sínum árin 2009 og 2010. Væntingar um lægri verðbólgu, aukin hætta á verðhjöðnun og óvissa um væntanlegar stjórnvaldsaðgerðir, svo sem skuldaniðurfellingu og umfang og fjármögnun lánasafna sem flytjast yfir til Íbúðalánasjóðs frá viðskiptabönkunum, hafa einnig haft áhrif á ávöxtun.

Að meðaltali var ávöxtun af óverðtryggðum ríkisskuldabréfum 0,2–0,7 prósentum lægri fyrstu tvær vikurnar í mars en í janúar vegna væntinga um stýrivaxtalækkun og aukinnar eftirspurnar erlendra fjárfesta eftir stystu bréfunum. Framvirkir vextir bentu til væntinga um u.þ.b. einnar prósentu stýrivaxtalækkun á vaxtaákvörðunarfundinum í mars, en markaðsaðilar gerðu hins vegar ráð fyrir 0,5–1,5 prósentu stýrivaxtalækkun.

Að meðaltali voru verðbólguvæntingar sem lesa má af mismun ávöxtunar óvertryggðra og verðtryggðra ríkisskuldabréfa 3,5 prósentum lægri fyrstu tvær vikurnar í mars en í janúar. Ekki er ljóst að hve miklu leyti þetta stafar af rangri verðlagningu á markaðnum eða traustari verðbólguvæntingum.

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

Efnahagskreppan í heiminum hefur dýpkað frá stýrivaxtaákvörðuninni í janúar. Dreigið hefur úr efnahagsstarfsemi í heiminum og framleiðsla í þróuðu ríkjunum snarminnkaði á síðasta fjórðungi ársins 2008. Erlend verðbólga er lítil, vöruverð í heiminum hefur farið lækkandi og dreigið úr verðbólguvæntingum. Stýrivextir hafa verið lækkaðir verulega og nálgast nú núll í mörgum löndum. Nokkrir seðlabankar hafa þegar gripið til óhefðbundinna ráðstafana í peningamálum og ríkisstjórnir hafa beitt margs konar efnahagsráðstöfunum til að reyna að örva eftirspurn og bæta ástand og skilvirkni fjármálakerfisins.

Vaxtarhorfur hjá helstu viðskiptalöndum Íslendinga hafa versnað. Samkvæmt *Consensus Forecast* er áætlað að framleiðsla dragist saman um 2,6% árið 2009, sem er lækkun um 1¼ prósentur frá því í janúar. Árið 2010 er spáð hægum efnahagsbata og áætlað að hagvöxtur verði ¾%.

Horfur fyrir útflutningsatvinnuvegi Íslands hafa versnað þar sem eftirspurn í heiminum er minni en gert var ráð fyrir í janúar. Þetta hefur þýðingu fyrir útflutningsdrifinn hagvöxt og viðskiptakjör. Neikvæðu áhrifin eru að koma fram í lægra verði fyrir helstu útflutningsafurðirnar. Einnig eru vísbendingar um lækkanir á útflutningsmagni, en það kann að vera tímabundið, þar sem ekki virðist hægja á framleiðslu í útflutningsgeiranum.

Þrátt fyrir áframhaldandi samdrátt í álframleiðslu heimsins er því spáð að verð á áli árið 2009 verði um 8% lægra en áætlað var í janúar. Nafnvirði útflutts áls snarminnkaði milli mánaða í janúar 2009 vegna lægra verðs og minni útflutnings. Bráðabirgðatölur fyrir febrúar segja

sömu sögu, jafnvel þótt samkeppnishæfni íslenskra framleiðenda styðji við hátt framleiðslustig á Íslandi.

Ný gögn um sjávarútveginn sýna að spáin í janúar byggði á of mikilli bjartsýni. Fiskverð lækkaði um 4% milli mánaða í janúar og hefur haldið áfram að lækka í febrúar og mars, að sögn starfsmanna fisksölufyrirtækja. Á hinn bóginn hafa tölur um útflutning þjónustu, einkum ferðapjónustu, verið endurskoðaðar upp á við fyrir árið 2009.

Jöfnuður vöru- og þjónustuviðskipta varð jákvæður á síðasta fjórðungi ársins 2008 og er þess vænst að sú þróun haldi áfram. Vöruviðskipti ættu því að styðja við krónuna til miðlungs langs tíma.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Bráðabirgðatölur ársfjórðungslegra þjóðhagsreikninga sýna að þjóðarbúskapurinn kólnaði heldur hraðar á síðari hluta ársins 2008 en janúarspáin gerði ráð fyrir. Verg landsframleiðsla dróst saman um 1,5% á síðasta fjórðungi ársins 2008 miðað við sama tíma á árinu á undan, sem er svipaður samdráttur og varð á þriðja ársfjórðungi. Bráðabirgðatölur fyrir árið í heild sýna að verg landsframleiðsla jókst lítillega, eða um 0,3%.

Vöruskipti snerust í afgang á síðasta fjórðungi ársins 2008 vegna tæplega 50% samdráttar innflutnings frá sama tíma árið á undan. Innflutningur minnkaði um 18% milli ára í fyrra en útflutningur jókst hins vegar um 7%. Vöruútflutningur jókst um 11%, en útflutningur þjónustu minnkaði um 1,3%. Þessi jákvæðu áhrif utanríkisviðskipta vógu þyngra en 9% samdráttur þjóðarútgjalda þannig að verg landsframleiðsla varð ögn jákvæð árið 2008 eins og áður segir.

Þótt vöruðskipajöfnuður hafi orðið jákvæður á síðasta fjórðungi ársins 2008 varð viðskiptahalli talsvert meiri en á fjórðungnum á undan, vegna óvenju mikils halla á þáttatekjum. Á síðasta fjórðungi ársins 2008 nam viðskiptahallinn 50% af vergri landsframleiðslu þess ársfjórðungs. Fyrir árið í heild nam viðskiptahallinn 34% af vergri landsframleiðslu en hafði numið 16% af vergri landsframleiðslu árið 2007. Vegna mikils þáttatekjuhalla drógust vergar þjóðartekjur verulega saman, eða um tæp 30%.

Það sem af er þessu ári fer samdráttur í eftirspurn vaxandi, eins og hann birtist í veltu greiðslukorta og matvöruverslunar og í tölum um innfluttar fjárfestingarvörur, og er það í samræmi við janúarspána. Greiðslukortavelta einstaklinga innanlands dróst saman um ríflega 25% að raunvirði fyrstu tvo mánuði ársins í kjölfar ríflega 20% samdráttar á síðasta fjórðungi ársins 2008. Frá nóvember 2008 til janúar 2009 drógust útgjöld vegna innfluttra fjárfestingarvara saman um 70% frá sama tíma árið áður.

Staða ríkisfjármála árið 2008 reyndist lakari en vænst var í janúar vegna lægri skatttekna. Samneysla jókst um 2,8% í stað 3,5% og fjárfesting hins opinbera var mun lægri en áður hafði verið ætlað, 1,6% í stað 10,6%.

Nýjar tölur um vinnumarkaðinn koma heim og saman við janúarspána. Skráð atvinnuleysi jókst úr 6,6% í janúar í 8,2% í febrúar og er langt fyrir ofan metið jafnvægisatvinnuleysisstig. Árstíðabundið atvinnuleysi var 6,7% í febrúar. Atvinnuleysi hefur aldrei verið jafn mikið eða aukist jafn hratt frá því mælingar hófust.

Kaupmáttur launa lækkaði um 9,4% í janúar og á síðasta fjórðungi ársins 2008 lækkuðu nafnlaun í einkageiranum í fyrsta sinn, um ½% frá fjórðungnum á undan.

Bráðabirgðatölur benda til þess að erlent starfsfólk hafi verið 10% færra í lok síðasta árs en um mitt árið.

Samningsbundnum launahækkunum sem áttu að koma til framkvæmda í mars 2009 hefur verið frestað fram í júlí 2009.

Hröð aukning atvinnuleysis bendir til þess að framleiðslulaki sé þegar kominn fram, einum ársfjórðungi fyrr en gert var ráð fyrir í janúar.

Verðbólguþrýstingur er á undanhaldi og verðbólguhorfur batna heldur hraðar en spáð var í janúar. Verðbólga mældist 17,6% í febrúar, hafði lækkað úr 18,6% í mánuðinum á undan. Kjarnaverðbólga kann einnig að hafa náð hámarki í janúar, 18,5%, þar sem hún mældist rétt yfir 18% í febrúar. Þriggja mánaða árstíðarleiddréttur árshraði verðbólgu var 13% á ársgrundvelli í febrúar, hafði lækkað úr tæpum 19% í janúar.

Áhrif gengislækkunarinnar á síðasta ári virðast vera nánast að fullu komin fram í verðlagi sem sýnir sveigjanleika íslenska þjóðarbúskaparins.

Í febrúar hafði raunvirði fasteigna fallið um tæplega fimmtung miðað við sama tíma árið áður, en um rétt rúmlega 5% að nafnvirði.

Einföld kostnaðarþrýstingslíkön gefa til kynna að neysluverðsvísitalan muni lækka um 0,6% í mars. Samkvæmt endurskoðuðum spám verður verðbólgan 17,5% á fyrsta fjórðungi ársins 2009 og 12,4% á öðrum ársfjórðungi, einum til tveimur prósentum lægri en spáð var í janúar. Gengið hefur styrkst heldur meira en vænst var á fyrsta ársfjórðungnum.

Endurskoðuðuð spá gerir ráð fyrir heldur veikari efnahagssumsvifum á spátímabilinu. Spáð er að þjóðarútgjöld dragist saman á árunum 2009–2012. Samdráttur í fjárfestingu verður meiri á árunum 2009–2011, meðal annars vegna frestunar álversframkvæmda í Helguvík. Einnig hafa útgjöld og fjárfesting hins opinbera verið lækkuð. Því er spáð að innflutningur dragist enn frekar saman og að útflutningur aukist með hliðsjón af minni eftirspurn og lægra raungengi. Þrátt fyrir minni innlenda eftirspurn er þess vænst að lægra gengi tryggi meiri hagvöxt árið 2010 en spáð var í janúar vegna afgangis á vöruviðskiptum en verði í samræmi við spána það sem eftir er spátímabilsins.

Samkvæmt spánni verður verðbólga nálægt 2,5% verðból gumarkmiðinu árið 2010 í stað 1,5%, eins og ætlað var í janúar.

Horfurnar eru því í grófum dráttum í samræmi við spána í janúar: þjóðarbúskapurinn aðlagast hratt og endurspeglar það sveigjanleika þess. Á sama tíma mun verðbólguþrýstingur óðum hverfa og verðlag verða stöðugt á meðan gengið helst tiltölulega stöðugt.

## II Stýrivaxtaákvörðunin

Peningastefnunefndin var sammála um að þótt verðból gumarkmiðið sé áfram langtímamarkmið peningastefnunnar væri markmið hennar við núverandi aðstæður að tryggja gengisstöðugleika. Meginástæðan væri nauðsyn þess að verja viðkvæma efnahagsreikninga heimila, fyrirtækja og banka. Undanfarið hefur þrýstingur á markaði ekki ýtt genginu í ákveðna átt. Peningastefnunefndin var sammála um að ekki væru neinar knýjandi ástæður til að stefna að gengi sem væri mjög frábrugðið því sem nú væri. Þó töldu sumir nefndarmenn að þrátt fyrir að krónan væri nálægt tímbundnu jafnvægisgengi horft til skamms eða miðlungs langs tíma væri raungengi hennar enn tiltölulega lágt horft til langs tíma.

Nefndin ræddi mikilvægi gengisstöðugleika með tilliti til efnahagsreikninga banka og fyrirtækja á meðan unnið er að endurskipulagningu skulda. Vegna óvarinnar stöðu í erlendum gjaldeyri myndi veruleg gengislækkun tefla efnahag heimila og fyrirtækja í tvísýnu, en veruleg gengishækkun á hinn bóginn veikja eiginfjárgrundvöll nýju viðskiptabankanna sem eru með meiri eignir en skuldir í erlendum gjaldmiðlum.

Meginmarkmið gjaldeyrishaftanna er að verja gjaldeyrisforðann fyrir miklu útfærði fjármagns í eigu erlendra og innlendra aðila. Peningastefnunefndin komst að þeirri niðurstöðu að forsendur fyrir því að aflétta gjaldeyrishöftum væru enn ekki til staðar þar sem erfiðleikar í heimsbúskapnum væru enn fyrir hendi og óvissa ríkti um erlenda skuldastöðu þjóðarinnar, fjármögnun ríkisins og endurskipulagningu fjármálakerfisins. Hins vegar væri unnið að lausn margra þessara mála og þess vænst að staðan skýrðist á öðrum fjórðungi þessa árs.

Nefndin var sammála um að hagvísar bentu til þess að skilyrði hefðu skapast til þess að draga úr peningalegu aðhaldi. Sveigjanleiki íslenska þjóðarbúskaparins hefði haft í för með sér hraða aðlögun eftirspurnar, raunlauna og vöruskiptajafnaðar.

Peningastefnunefndin taldi verðbólguþrýsting vera á undanhaldi og að verðbólguhorfur bötnuðu hratt, studdar af vaxandi slaka í þjóðarbúskapnum eins og kæmi fram í þjóðhagsreikningum, auknu atvinnuleysi og öðrum skammtímaþvingingum. Eftir tímabundna aðlögun í kjölfar lækkunar krónunnar á árinu 2008 virtist verðbólga hafa náð hámarki í janúar og vera að minnka hraðar en áður hafði verið spáð.

Allir nefndarmenn voru sammála um að lækkun stýrivaxta á bilinu 0,5 til 1,5 prósentur væri viðeigandi með hliðsjón af hugsanlegum neikvæðum áhrifum af slökun peningastefnu á stöðugleika krónunnar.

Þeir nefndarmenn sem voru hlynntir tiltölulega hóflegri lækkun vaxta töldu að vaxtalækkunarferlið bæri að hefja með varkárni í ljósi mikillar óvissu um viðbrögð gjaldeyrismarkaða við vaxtalækkun vegna takmarkaðra viðskipta á markaði og mikillar eignar erlendra aðila á fjármálaafurðum í íslenskum krónum. Nefndarmenn bentu á að þótt staðan í þjóðarbúskapnum væri nokkuð ljós, væri mikil óvissa um áhrif stýrivaxtabreytinga á gengið og áhrif gengisbreytinga á efnahagsreikninga einkageirans.

Því var haldið fram að ákvarðanir um peningastefnuna bæri að taka með það að markmiði að gjaldeyrishöftum yrði að lokum aflétt og að eignir í íslenskum krónum gæfu áfram nægilega hagstæða áhættuleiðrétta ávöxtun. Á hinn bóginn ríkir óvissa um það hve áhættuálagið er mikið.

Ennfremur var talið að taka þyrfti tillit til þess að enn væri mikil óvissa um erlendar skuldir þjóðarinnar, ríkisfjármál og endurskipulagningu fjármálageirans, sem og til ástandsins á alþjóðamörkuðum. Nefndarmenn voru hins vegar sammála um að þegar endurskipulagningu fjármálageirans væri lokið, staða erlendra og opinberra skulda komin á hreint og aðlögun ríkisfjármála lægi ljós fyrir og fjármálamarkaðir væru orðnir starfhæfari, yrði auðveldara fyrir peningastefnuna að styðja við efnahagsbata til miðlungs langs tíma.

Þótt sumir nefndarmenn hafi talið að mikilvægt væri að fylgjast vel með þróun neysliverðsvisitölunnar á næstunni töldu aðrir nefndarmenn að þróun hennar endurspegladi eingöngu fyrri gengislækkun og lækkun vaxta í efri enda þess bils sem áður var nefnt kynni að vera heppilegri, enda væri allur ótti við verðbólgu ástæðulaus og þjóðarbúskapurinn hefði brugðist ótrúlega hratt við á stuttum tíma. Vaxtamunur við útlönd hefði einnig aukist síðan í janúar. Starfshæfni innlendra fyrirtækja hefði einnig mikla þýðingu fyrir stöðugleika

gjaldmiðilsins og að hætta væri á að háir vextir tæmdu lausafé úr fyrirtækjum og myndu knýja þau smám saman í gjaldþrot.

Peningastefnunefndin var sammála um að hægfa skref væru réttlætun vegna þeirrar óvissu sem ríkti um samspil vaxta og gengis og viðkvæms efnahags fyrirtækja, heimila og banka. Einnig var bent á að óvenju mikil óvissa ríkti um horfurnar. Þess vegna ákvað nefndin að halda viðbótar vaxtaákvörðunarfund 8. apríl 2009. Á þeim fundi væri hægt að meta áhrif ákvörðunarinnar nú auk þess sem nýjar verðbólguáætlingar lögju þá fyrir.

Með hliðsjón af þeirri ákvörðun að halda annan fund að þremur viknum liðnum voru nefndarmenn einhuga um að fara sér tiltölulega hægt í upphafi vaxtalækkunarferlisins. Lagði seðlabankastjóri til að stýrivextir yrðu lækkaðir í 17%.

Seðlabankastjóri bauð öðrum meðlimum peningastefnunefndarinnar að kjósa um tillöguna. Nefndin samþykkti tillöguna samhljóða.

Nefndin samþykkti eftirfarandi áætlun um vaxtaákvörðunardaga á árinu 2009, en hélt þeim möguleika opnum að bæta við fundum á tímabilinu frá september til desember 2009.

| Vaxtaákvörðunardagar og útgáfudagar <i>Peningamála</i> 2009 |  |  |
|---|--|--|
| <i>Dagsetning vaxtaákvörðunar</i>                           | <i>Greinargerð</i>                     | <i>Vikur frá síðasta vaxtaákvörðunardegi</i> |
| 29. janúar  | <i>Peningamál</i> 2009/1 – uppfærð spá | 11   |
| 19. mars  | Fréttatilkynning                       | 7  |
| 8. apríl  | Fréttatilkynning                       | 3  |
| 7. maí  | <i>Peningamál</i> 2009/2               | 4  |
| 4. júní   | Fréttatilkynning                       | 4  |
| 2. júlí   | Fréttatilkynning                       | 4  |
| 13. ágúst   | <i>Peningamál</i> 2009/3 – uppfærð spá | 6  |
| 5. nóvember   | <i>Peningamál</i> 2009/4               | Aukafundur mögulega ákveðin seinna           |

Nefndin lagði áherslu á að nauðsynlegur þáttur í þeirri viðleitni að endurreisa þjóðarbúskapinn væri að leggja grunn að heilbrigðu fjármálakerfi. Hún taldi mikilvægt að „nýju“ og „gömlu“ bankarnir yrðu endurskipulagðir hratt og vel. Nefndin áleit einnig mikilvægt að bankarnir gerðu ráðstafanir til að styrkja eiginfjárgrunn sinn með stuðningi frá kröfuhöfum, eigendum og stjórnvöldum. Það bæri að gera þannig að ríkið taki ekki á sig tap einkageirans vegna bankakreppunnar umfram það sem orðið er.