



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, júní 2009

Birt: 18. júní 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 löggin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af fundum sínum um stýrivexti tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Ákvarðanir einstakra meðlima verða síðan birtar í Ársskýrslu bankans.

Hér birtist fundargerð funda peningastefnunefndarinnar 3. júní 2009, en á þeim ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, stýrivaxtaákvörðunina 4. júní 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 7. maí.

#### **Fjármálamarkaðir**

Afborganir af erlendum lánum og fjármagnsgreiðslur til útlanda í tengslum við stór fjárfestingarverkefni ollu nokkrum þrýstingi á gengi íslensku krónunnar fyrstu þrjár vikurnar í maí, en gengið styrktist nokkuð í síðustu viku mánaðarins. Gjaldeyrismarkaðurinn er almennt fremur þunnur og stórar greiðslur geta því haft töluverð áhrif á gengi krónunnar.

Gengi krónunnar var töluvert lægra en peningastefnunefndin hafði áður talið ásættanlegt. Gengi krónunnar miðað við víða vöruviðskiptavog var um það bil 0,5% lægra fyrstu tvo dagana í júní en þegar tilkynnt var um síðustu stýrivaxtaákvörðun 7. maí en tæplega 7% lægra en gert var ráð fyrir að hún yrði á öðrum ársfjórðungi 2009 í grunnspá máíheftis *Peningamála*.

Viðskipti á gjaldeyrismarkaði námu alls 5,2 ma.kr. í maí. Seðlabankinn beitti inngrípum til að styrkja krónuna um miðjan maí, en beitti engum inngrípum síðustu vikuna í maí þegar gengi krónunnar styrktist nokkuð. Þrátt fyrir inngrípin hafði hreinn gjaldeyrisforði Seðlabankans aukist nokkuð það sem af var öðrum fjórðungi ársins.

Munurinn á gengi íslensku krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði og aflandsmarkaði hafði minnkað milli funda peningastefnunefndarinnar og voru viðskipti með krónuna á

genginu 190–210 gagnvart evru á aflandsmarkaðnum. Þessa breytingu verður þó að túlka af varúð þar eð lítil viðskipti voru á aflandsmarkaði.

Þróun áhættuálags á íslenskar fjáreignir, eins og það birtist á skuldabréfamarkaði og markaði með skuldatryggingarálag, frá síðasta fundi peningastefnunefndar bendir til að mat markaðarins á áhættu íslenska ríkisins hafi batnað nokkuð. Markaðurinn er þó mjög þunnur og endurspeglar verð þar ekki endilega raunveruleg viðskipti eða skuldbindandi tilboð.

Skammtíavextir í helstu viðskiptalöndum Íslands höfðu lækkað um allt að  $\frac{1}{2}$  úr prósentu frá stýrivaxtaákvörðuninni í maí. Munurinn á innlendum stýrivöxtum og stýrivöxtum Seðlabanka Evrópu hafði minnkað um 2,25 prósentur í 12 prósentur. Í byrjun júní var munur þriggja mánaða millibankavaxta gagnvart evru um það bil 1 prósentu minni en 7. maí, en var þó enn töluverður, eða um 6 prósentur.

Markaðsvextir höfðu lækkað verulega frá því snemma í maí. Skammtíavextir höfðu lækkað um u.þ.b. 4 prósentur og raun- og nafnvextir langtímaskuldabréfa um 0,5 og 1,5 prósentur.

Þótt lækkun vaxta hæfist fyrir síðustu stýrivaxtaákvörðun, átti töluverður hluti lækkunarinnar sér stað eftir ákvörðunina. Frá því að tilkynnt var um stýrivaxtaákvörðunina hinn 7. maí hafa skammtíamanafnvextir lækkað um 2,4 prósentur en langtíavextir um 0,6 prósentur. Óverðtryggði ferillinn hallaði því eilítið upp á við. Ávöxtunarkrafa verðtryggðra bréfa hafði einnig lækkað frá 7. maí: um 1,2 prósentur á styttri enda ferilsins og um 0,2 prósentur á lengri enda hans. Birting vísitölu neysluverðs í maí (sjá hér á eftir) hafði ekki mikil áhrif á ávöxtunarkröfu verðtryggðra íbúðabréfa sem sveiflaðist í kringum 4%. Vaxtaferill verðtryggðra bréfa er því orðinn flatur, eftir að hafa hliðrast niður á við fyrstu vikunnar í maí.

Vegna umframlausafjár á fjármálamarkaði virðast innlámsvextir Seðlabankans skipta auknu máli fyrir ákvörðun skammtíavaxta. Innlámsvextir höfðu einnig lækkað umtalsvert, í takt við lækkun annarra vaxta.

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

Afgangur af utanríkisviðskiptum minnkaði úr 8,4 ma.kr. í mars í 2,3 ma.kr. í apríl, sem er næstminnsti afgangur frá því að vöruskiptajöfnuður varð jákvæður í september sl. Sé horft framhjá óreglulegum liðum vöruviðskipta, svo sem viðskiptum með skip og flugvélar, var vöruskiptajöfnuðurinn 1,9 ma.kr. í apríl. Minni afgangur í apríl stafar af lægra verði á útflutningsvörum, þar sem dró úr verðmæti innflutnings.

Í apríl hafði verðmæti innfluttra vara minnkað um 0,7% milli mánaða og um 50% milli ára. Aðeins innflutningur óreglulegra liða, t.d. eldsneytis og aðfanga til iðnaðar, jókst milli mánaða.

Heildarverðmæti útfluttra vara nam 31,7 ma.kr. í apríl, og hefur ekki verið minna frá því í ágúst 2006. Það endurspeglar lægra verð á áli og fiskafurðum, sem nema 83% af heildarvöruútflutningi. Samdráttur útflutnings milli mánaða nam 19%, en 45% milli ára. Verðmæti útfluttra sjávarafurða minnkaði um 12% milli mánaða og 35% milli ára, en verðmæti útflutts áls minnkaði um 5% og 23% á sömu tímabilum, en útflutningsmagn hélst áfram talsvert mikið.

Bráðabirgðatölur um jöfnuð þjónustuviðskipta á fyrsta fjórðungi ársins 2009, sem byggjast á gögnum frá stórum fyrirtækjum, áætluðum byggðum á gögnum frá 2008 og virðisaukaskattsskýrslum frá litlum og meðalstórum fyrirtækjum, sýna neikvæðan jöfnuð þjónustuviðskipta sem nemur 2,9 ma.kr. samanborið við 4,4 ma.kr. halla á síðasta

ársfjórðungi 2008. Hallann má fyrst og fremst rekja til flutningsþáttarins, þar sem flutningsþjónusta skilaði tæplega 4 ma.kr. halla en önnur þjónustuviðskipti voru í jafnvægi.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Væntingavísitalan lækkaði um 9 stig í maí í 29,9. Miðað við meðaltal þriggja mánaða hefur vísitalan lækkað um 60% milli ára. Allar undirvísitölur nema vísitalan sem metur núverandi efnahagsástand lækkuðu í maí; mest lækkaði sú vísitala sem mælir væntingar til efnahagsástandsins að sex mánuðum liðnum.

Í apríl lækkaði launavísitalan um 0,2% frá mánuðinum á undan en hafði hækkað um 4,5% milli ára. Raunlaun höfðu lækkað um 0,6% milli mánaða í apríl og um 6,7% miðað við sama mánuð árið 2008.

Skráð atvinnuleysi nam í heild 9,1% í apríl, hafði aukist úr 8,9% í mars. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi jókst um 1 prósentu milli mánaða í 8,5%.

Verð íbúðarhúsnæðis hafði lækkað um 12,1% í maí frá því það var hæst í október 2007 og um 27,2% að raunvirði. Húsnæðisviðskipti eru í sögulegu lágmarki; u.þ.b. 100 kaupsamningar eru gerðir á mánuði í samanburði við tæpa 1100 á þeim tíma þegar verðið var hæst. Hluttur íbúðaskipta hefur aukist og nam u.þ.b. 50% af viðskiptasamningum á húsnæðismarkaðnum í maí.

Verðbólga mældist 11,6% í maí, og hafði árshækkun vísitölu neysliverðs hjaðnað um 0,3 prósentur þrátt fyrir umtalsverða hækkun vísitölunnar milli mánaða, eða um 1,13%. Neysliverðsvísitalan að frádregnum húsnæðisliðnum hækkaði um 1,44% milli mánaða og hefur hækkað um 15,5% milli ára. Undirliggjandi verðbólga, samkvæmt kjarnavísitölu 3 (þ.e. vísitala neysliverðs án búvöru og bensíns, verðlags opinberrar þjónustu og áhrifa breytinga á raunvöxtum húsnæðislána), var 13,1% undanfarna tólf mánuði.

Árstíðarleiðréttur árshraði þriggja mánaða hækkunar vísitölunnar nam 1,8% í maí, en hafði verið 1,2% í apríl.

Hækkun neysliverðsvísitölunnar stafar fyrst og fremst af áhrifum gengislækkunar krónunnar að undanfögnu og eftirköstum lækkunar gengisins á síðasta ári. Verðhækkun innfluttrar vöru skýrir 0,8% af heildarhækkuninni. Verðhækkun almennrar þjónustu um 1,3%, aðallega vegna hækkunar flugfargjalda milli landa, skýrir tæplega 0,3% af hækkun neysliverðsvísitölunnar.

Gengislækkun krónunnar frá 12. mars hafði áhrif á afurðaverð sem bregðast hratt við gengisbreytingum, t.d. verð bensíns og díselolíu, og nýrra bifreiða, en hvort tveggja hækkaði um 5% í maí. Verðlag annarra afurða sem bregst hægar við gengisbreytingum hækkaði einnig umtalsvert.

Enda þótt breytingar á húsnæðisverði milli mánaða geti verið mjög óstöðugar kom 1,3% hækkunin í maí á óvart í kjölfarið á hraðri lækkun undanfarna mánuði. Þessi þróun stafar einkum af 4,2% hækkun húsnæðisverðs á landsbyggðinni og u.þ.b. 2% hækkun á verðlagi einbýlishúsa í Reykjavík. Á landsbyggðinni hefur húsnæðisverð lækkað um 10,3% milli ára.

Verg landsframleiðsla dróst saman um 3,9% milli ára á fyrsta ársfjórðungi 2009 samkvæmt bráðabirgðatölum þjóðhagsreikninga sem birtar voru 8. júní. Þetta er heldur minni samdráttur en grunnspáin sem birtist í maíhefti *Peningamála* gerði ráð fyrir. Samdráttur innflutnings um 34% og 11% aukning útflutnings vó nánast upp 22% samdrátt einkaneyslu.

## II Stýrivaxtaákvörðunin

Peningastefnunefndin ræddi endurskipulagningu bankakerfisins og þau úrræði sem nú er unnið að til að takast á við gjaldeyrisvanda bankanna. Þá var einnig fjallað um stöðu innlendra fjármálastofnana.

Seðlabankastjóri greindi peningastefnunefndinni frá fundum sem höfðu verið haldnir með starfslíði fjármálaráðuneytisins, aðilum vinnumarkaðarins og fulltrúa Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Starfsfólk fjármálaráðuneytisins kynnti drög að ráðstöfunum í ríkisfjármálum sem eru fyrirhugaðar á árunum 2009–2013 og þá kosti sem nú væru til skoðunar til að ná aftur jöfnuði á þessu tímabili. Aðilar vinnumarkaðarins kynntu stöðu yfirstandandi viðræðna, þar á meðal úrræði til að hraða efnahagsbatanum. Fulltrúi Alþjóðagjaldeyrissjóðsins kynnti það viðhorf sjóðsins að tryggja bæri stöðugleika gjaldmiðilsins til að koma á stöðugleika í þjóðarbúskapnum og endurreisa efnahagsreikninga, að áfram skyldi farið með gát við ráðstöfun gjaldeyrisforðans og að dregið yrði úr gjaldeyrishöftum á þann hátt að það samræmdist því að styðja við krónuna.

Nefndarmenn sáu að frá því snemma í maí hefðu nafn- og raunvextir lækkað umtalsvert. Fyrir vikið hefði ávöxtunarferillinn orðið flatari en áður og væri jafnvel upphallandi. Enn fremur höfðu innlánsvextir lækkað verulega. Nafnvaxtaferillinn gæfi einnig til kynna að markaðurinn hefði þegar gert ráð fyrir u.þ.b. 1% lækkun stýrivaxta. Það var einnig í samræmi við væntingar flestra greiningaraðila fjármálamarkaðarins.

Nefndarmenn lögðu höfuðáherslu á nauðsyn þess að styðja við gengi krónunnar, bæði til að stofna ekki viðkvæmum efnahagsreikningum einkaaðila í hættu, minnka þrýsting á gjaldeyrishöftin og til að stuðla að hjöðnun verðbólgu. Nefndarmenn töldu að enn gætti töluverðra gengisáhrifa á vísitölu neysliverðs og að þau skýrðu hluta hækkunar hennar í maí.

Peningastefnunefndin taldi að hækkun húsnæðisliðar vísitölunnar sem átti nokkurn þátt í hækkun hennar í maí virtist vera tímabundin þar sem hana mætti trúlega rekja til úrtaksins og aukins hlutar íbúðaskipta. Tólf mánaða verðbólga hafði minnkað úr 11,9% í apríl í 11,6% í maí. Haldist gengi krónunnar og nafnlaun stöðug, voru nefndarmenn sammála um að verðbólgan mundi hjaðna svipað og spáð var í maí. Spár benda áfram til þess að verðbólga verði nálægt 2,5%-markmiðinu í byrjun árs 2010.

Í yfirlýsingu peningastefnunefndar frá 7. maí kom fram að nefndin vænti áframhaldandi slökunar peningalegs aðhalds að því tilskildu að gengisþróun yrði hagfelld og að áætlunum um aðhald í ríkisfjármálum miðaði áleiðis. Síðan þá hafði gengi krónunnar verið lágt á innanlandsmarkaði. Þótt umtalsverður afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd styddi við krónuna virtist afgangurinn á fyrsta fjórðungi ársins hafa verið minni en vænst hafði verið sakir halla á þjónustuviðskiptum og umtalsverðrar verðlækkunar útflutnings. Vöruskiptaafgangur í apríl hafði einnig verið fremur lítill.

Eins og í maí taldi peningastefnunefndin viðeigandi að samspil efnahagsaðgerða færðist í átt til aukins aðhalds í fjármálum hins opinbera og slökunar peningalegs aðhalds, að því marki sem það samrýmdist gengisstöðugleika. Fyrstu aðhaldsaðgerðir í fjármálum hins opinbera höfðu þegar verið samþykktar á Alþingi en sumir nefndarmenn höfðu áhyggjur af því að enn ríkti óvissa um hvort traust pólitísk samstaða hefði skapast um verulegan niðurskurð útgjalda. Peningastefnunefndin ákvað að eftir því sem fleiri aðgerðir kæmu til framkvæmda mundi hún meta áhrif þeirra og afleiðingar fyrir mótun stefnunnar í peningamálum. Nefndin taldi að ákvörðun um ráðstafanir í ríkisfjármálum sem koma til framkvæmda árið 2009 og skýr skuldbinding stjórnvalda um aðhaldsaðgerðir á árunum 2010–2012 væru grundvöllur

Þess að endurheimta traust markaðarins og skapa þannig svigrúm til áframhaldandi slökunar peningalegs aðhalds.

Meginröksemdirnar fyrir því að halda vöxtum óbreyttum eða taka minna skref að þessu sinni voru þær að mikilvægt væri að viðhalda gengisstöðugleika, bæði til skemmri og miðlungs langs tíma þegar gjaldeyrishöftin væru afnumin, og að lykilvextir á markaði hefðu lækkað umtalsvert frá því snemma í maí. Áður en hægt væri að lækka stýrivexti enn frekar þyrfti því að hafa tekist að styrkja forsendur gengisstöðugleika og betri árangur hafa náðst við að treysta undirstöður efnahagslífsins. Meðal annars þyrfti að liggja fyrir trúverðug og skuldbindandi áætlun um aðhaldsaðgerðir í opinberum fjármálum á næstu misserum og tvíhliða lánasamningum og endurskipulagningu fjármálageirans að vera lokið. Sumir nefndarmenn lögðu sérstaka áherslu á að í ljósi lágs gengis krónunnar kynni mikil lækkun stýrivaxta að gefa óviðeigandi skilaboð um það hvernig peningastefnunefndin sinni því markmiði sínu að tryggja gengisstöðugleika og því valda frekari þrýstingi á krónuna.

Nefndarmenn töldu mikilvægt að aukin áhersla yrði á að framfylgja gjaldeyrishöftunum. Einn nefndarmaður taldi að auknir möguleikar á að fara í kring um gjaldeyrishöftin væri ein helsta ástæða lækkunar gengis krónunnar í maí.

Nefndin skoðaði einnig forsendur þess að losa gjaldeyrishöftin og taldi að yrði það gert of snemma gæti það stefnt stöðugleika krónunnar í tvísýnu. Samþykkt aðhaldsaðgerða í opinberum fjármálum til langs tíma og endurskipulagning bankakerfisins myndu styðja við uppbyggingu efnahagslífsins og draga úr hættu á verulegri gengislækkun í kjölfar afnáms gjaldeyrishaftanna. Varfærin slökun peningalegs aðhalds í tengslum við aðhaldsaðgerðir í opinberum fjármálum ætti að samrýmast afnámi gjaldeyrishafta án þess að stöðugleika krónunnar væri stefnt í tvísýnu. Þegar aðhaldsaðgerðir í opinberum fjármálum til langs tíma hafa verið samþykktar, tvíhliða og marghliða lánasamningum sem styrkja gjaldeyrisforðann lokið og endurskipulagning fjármálageirans langt komin væri hægt að taka fyrstu skrefin að afnámi hafta seinna á þessu ári með því að gefa nýfjárfestingu frjálsa.

Í ljósi ofangreindrar umræðu ræddu nefndarmenn mögulega vaxtaákvörðun á bilinu frá óbreyttum stýrivöxtum til lækkunar um 2,0 prósentur og lækkunar innlánsvaxta um allt að 1,25 prósentur.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að stýrivextir yrðu lækkaðir um 1,0 prósentu í 12,0%. Seðlabankastjóri bauð öðrum meðlimum peningastefnunefndarinnar að greiða atkvæði um tillöguna. Þrír nefndarmenn greiddu atkvæði með tillögu seðlabankastjórans. Hinir tveir nefndarmennirnir greiddu atkvæði með því að halda stýrivöxtum óbreyttum. Allir nefndarmenn voru sammála um að innlánsvextir skyldu verða óbreyttir, 9,5%.

Eftirtaldir nefndarmenn sátu fundina:

Svein Harald Øygaard, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Pórarinn 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 fimmtudaginn 2. júlí 2009.