



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, ágúst 2009

Birt: 27. ágúst 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. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir meðlimir peningastefnunefndar greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð funda peningastefnunefndarinnar 11. og 12. ágúst 2009, en á þeim ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, stýrivaxtaákvörðunina 13. ágúst og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um stýrivaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu. Áhersla var lögð á nýjar upplýsingar sem fram hafa komið frá síðustu stýrivaxtaákvörðun hinn 2. júlí og liggja til grundvallar uppfærðri spá í *Peningamálum* 2009/3 13. ágúst.

Fjármálamarkaðir

Gengi krónu hefur verið tiltölulega stöðugt frá síðustu vaxtaákvörðun, lækkaði um 0,8% í júlí, á móti 3,1% í júní. Gengið á aflandsmarkaðnum hefur einnig haldist nokkuð stöðugt. Viðskipti með krónuna voru á genginu nálægt 220 gagnvart evru á aflandsmarkaðnum í byrjun ágúst og á bilinu 200–230 gagnvart evru undanfarna þrjá mánuði. Viðskipti á innlendum gjaldeyrismarkaði hafa verið lítil að umfangi yfir sumarmánuðina.

Inngrip Seðlabanka Íslands á gjaldeyrismarkaðnum voru takmörkuð í júlí, námu 7,5 m. evra, í samanburði við 14,3 m. evra í júní. Þótt inngrip bankans hafi verið töluverð á undanförunum mánuðum hafa þau þó aðeins verið lítil hluti af heildarveltunni á markaðnum og eru vel innan þeirra marka sem sett voru fram í viljayfirlýsingu stjórnvalda í tengslum við fjárhagslega fyrirgreiðslu hjá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum.

Stöður erlendra aðila í íslenskum krónum hafa lækkað nokkuð frá upphafi ársins en hafa verið stöðugar undanfarna tvo mánuði. Einhver hreyfing hafði verið úr skammtímastöðum til skuldabréfa til lengri tíma. Nokkurt umframlausafé losnaði úr kerfinu þegar innstæðubréf

sem féllu í gjalddaga voru endurfjárfest í ríkisvixlum. Þótt Seðlabankinn hafi dregið úr útgáfu innstæðubréfa og samþykktum bundnum innstæðum jukust innstæður innlánsstofnana í Seðlabankanum ekki, því að innstæður færðust á mill bundinna og óbundinna innlánsforma.

Innstæður innlendra aðila á gjaldeyrisreikningum hafa breyst lítið að undanfögnu og hefur það dregið úr þrýstingi á krónuna.

Viðskipti á millibankamarkaðnum hafa áfram verið takmörkuð. Svo virðist sem dregið hafi úr skilvirkni verðmyndunar á markaðnum, þar sem vextir eru nú lægri en innlásvextir Seðlabankans, 8,7%. Skuldabréfamarkaðurinn hefur þó dýpkað á undanfögnu mánuðum, eins og aukin viðskipti bera vitni um.

Áhættuálag á íslenskar fjáreignir, eins og það er mælt með skuldatryggingarálaginu, hefur haldið áfram að lækka. Þetta gæti stafað af jákvæðri þróun á Íslandi að undanfögnu, svo sem endurskipulagningu bankanna, umsókn um aðild að Evrópusambandinu og auknu aðhaldi í ríkisfjármálum. Þó gæti þessi þróun einnig skýrst af því að áhættufælni fer almennt minnkandi á erlendum mörkuðum.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Þótt hagvöxtur á öðrum ársfjórðungi 2009 hafi í mörgum löndum valdið vonbrigðum, benda helstu hagvísar og, að nokkru leyti, mælingar til þess að efnahagslægdin í heiminum sé senn á enda og að batinn hefjist fyrr en áður hafði verið spáð. Horfur um alþjóðaviðskipti hafa verið endurskoðaðar í takt við breytingar á alþjóðlegum hagvaxtarhorfum.

Á öðrum fjórðungi ársins 2009 nam afgangur af vöruviðskiptum 18,7 ma.kr., eftir 17,3 ma.kr. afgang á fyrsta ársfjórðungi 2009. Verulegur bati varð frá fyrra ári, þegar hallinn nam 1,3 ma.kr.. Bættan vöruskiptajöfnuð má fyrst og fremst rekja til minnkandi innflutnings sem dróst saman um 50% milli ára og 4% milli ársfjórðunga. Lægra álverð hafði veruleg áhrif á heildarútlutningsverðmæti sem dróst saman um 40% milli ára og 2% milli ársfjórðunga. Álverð hefur hækkað á ný að undanfögnu. Á öðrum ársfjórðungi 2009 var það tæplega 9% hærra en á fjórðungnum á undan. Horfur um álverð á spátímabilinu hafa einnig batnað. Útlutningsverðmæti sjávarafurða dróst saman um 20% milli ára á öðrum fjórðungi ársins en jókst um 9% frá fjórðungnum á undan. Þetta mun hafa veruleg jákvæð áhrif fyrir vöruskiptajöfnuðinn í nánustu framtíð. Samkvæmt bráðabirgðatölum nam afgangur af utanríkisviðskiptum í júlí 6,4 ma.kr.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Væntingavísitalan og allar undirvísitölur hennar lækkuðu í júlí. Vísitala væntinga til efnahagsástandsins að sex mánuðum liðnum lækkaði mest og hefur ekki áður mælst jafn lág.

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands fækkaði heildarvinnustundum á öðrum ársfjórðungi 2009 um 14% frá fyrra ári, bæði vegna fækkunar vinnustunda að meðaltali (2,8 stundir) og fólks við vinnu (8%) í viðmiðunarvikunni. Þáttur karla á höfuðborgarsvæðinu var

mun meiri en nemur hlut þeirra í heildarvinnustundum, eða 66%, samanborið við 35% hlutdeild í heildarvinnustundum. Könnunin sýnir að samdrætti eftirspurnar hefur að nokkru leyti verið mætt með fjölgun hlutastarfa.

Samkvæmt vinnumarkaðskönnuninni voru 16.600 manns atvinnulausir og virkir í atvinnuleit á öðrum ársfjórðungi 2009. Þetta samsvarar 9,1% vinnuaflsins. Atvinnuleysi eins og það er mælt hjá Vinnumálastofnun nam 8,6% á öðrum fjórðungi ársins 2009.

Skráð atvinnuleysi hefur farið minnkandi frá því í apríl, en líklegt er að það skýrist að mestu af auknu eftirliti Vinnumálastofnunar með atvinnuleysiskráningum. Skráð atvinnuleysi mældist 8,1% í júní, 0,6 prósentum minna en í maí. Engu að síður hefur atvinnuleysi að teknu tilliti til árstíðar aukist lítillega frá því í apríl og mældist 8,6% í júní.

Launavísitalan hækkaði um 0,2 prósentur í júní miðað við mánuðinn á undan en hafði hækkað um 3,0% milli ára. Raunlaun lækkuðu um 1,2% milli mánaða í júní og um 8,2% miðað við sama mánuð árið 2008.

Áfram dró úr ársverðbólgu í júlí eftir að hún hafði aukist í júní. Neysluverðsvísitalan hækkaði um 0,17% í júlí. Ef frá er talin 0,6% lækkun í mars 2009 er þetta minnsta hækkun á einum mánuði frá því í ágúst 2007, sem færir tólf mánaða verðbólgu niður í 11,3% úr 12,2% í júní. Árstíðarleiðrétt þriggja mánaða verðbólga var heldur minni eða 10,6%.

Sú ákvörðun stjórnvalda í júní að hækka skatta á bensín og díselolíu hafði 0,23% áhrif á neysluverðsvísitöluna í júlí, þar sem áhrifin komu ekki að fullu fram í júní. Að frátöldum áhrifunum af skattahækkuninni mældist tólf mánaða verðbólga 10,4% í júlí.

Stærstu áhrifavaldar til lækkunar tólf mánaða verðbólgu í júlí eru húsnæðisþátturinn og sumarútsölur. Reiknuð húsaleiga lækkaði um 2,6% frá júnímánuði vegna lægra markaðsverðs, en verð á fatnaði og skóm lækkaði um 7,3%. Tólf mánaða verðbólga að frádregnum húsnæðisþættinum mældist 16,4% í júlí.

Enn verður vart gengisáhrifa á neysluverðsvísitöluna þar sem verð innfluttra vara hækkaði um u.þ.b. 1% milli mánaða í júlí og hafði hækkað um 22,4% á síðustu tólf mánuðum.

Samkvæmt könnun á verðbólguvæntingum sem Capacent Gallup gerði frá 28. maí til 4. júní, búast heimilin við að verðbólga mælist 10% að tólf mánuðum liðnum, samanborið við 12% í mars. Þetta er sama verðbólga og í könnuninni sem var gerð í júní 2008. Verðbólguvæntingar náðu hámarki, 14%, í október 2008.

Væntingar heimila um verðbólgu að tveimur árum liðnum hafa hækkað frá því í síðustu könnun í mars. Heimilin búast nú við að verðbólga mælist 7,2% eftir tvö ár, samanborið við 6% í mars.

Ætluð verðbólga hefur lækkað frá því í marskönnuninni. Heimilin töldu núverandi verðbólgu vera 12%, samanborið við 15,5% í mars. Báðar tölur eru í samræmi við mælda verðbólgu.

Samkvæmt uppfærðri grunnsþá sem birtist í *Peningamálum* 13. ágúst hafa efnahagshorfur árið 2009 heldur batnað. Því er spáð að samdráttur þjóðarútgjalda og útflutnings verði minni en í fyrri spám, um 9% í stað 11%, eins og spáð var í maí. Á hinn bóginn hafa horfur fyrir árið 2010 versnað, en gert er ráð fyrir 2% samdrætti í stað 1% sem áður var spáð. Horfur fyrir 2011 hafa einnig versnað, en spáð er að hagvöxtur verði um 1% í stað 2½%, eins og spáð var í maí.

Versnandi hagvaxtarhorfur á næstu tveimur árum í samanburði við maíspána eru í fyrsta lagi skýrðar með meiri samdrætti kaupmáttar ráðstöfunartekna, aðallega vegna þess að jafnvægi í ríkisfjármálum verður í mun meira mæli náð fram með skattahækkunum og niðurskurði tilfærslna en gert var ráð fyrir í maí. Samdráttur einkaneyslu verður því meiri á næstu tveimur árum. Í öðru lagi er gert ráð fyrir enn frekari seinkun áformaðrar fjárfestingar í áliðnaði vegna vandamála við fjármögnun stóriðjuframkvæmda. Bati í heildarfjárfestingu tefst því frá því sem gert var ráð fyrir í maí. Meiri vöxtur fjármunamyndunar árið 2011 mun þó vega upp á móti þessu.

Nú er því spáð að útflutningur utan stóriðju og sjávarafurða vaxi hraðar á næstu tveimur árum en í fyrri spám, í takt við kröftugri bata alþjóðlegrar eftirspurnar og lægra raungengi. Hins vegar er spáð minni útflutningi sjávarafurða á þessu og næsta ári vegna niðurskurðar aflaheimilda og minni álútflutnings árið 2011 sakir tafa í stóriðjufjárfestingu.

Samdráttur innflutnings árið 2009 verður heldur minni en áður var spáð, í samræmi við minni innlenda eftirspurn, en meiri árið 2010, sakir minni innlendrar eftirspurnar og lægra raungengis. Spáð er minni afgangi á vöru- og þjónustuviðskiptum árið 2009 en nokkru meiri árin 2010–2011.

Í samræmi við horfur í landsframleiðslu er búist við að framleiðslulakinn verði nokkru minni árið 2009 en í maíspánni, eða tæplega 7% í stað 8½%. Atvinnuleysi verður nokkurn veginn í samræmi við maíspána. Launakostnaður verður þó meiri, aðallega vegna 1,66% hækkunar launatengdra gjalda 1. júlí.

Uppfærða spáin gefur til kynna að verðbólguhorfur hafi versnað nokkuð frá því í maímánuði. Í fyrsta lagi hefur gengi krónunnar verið lægra en gert var ráð fyrir í maí og horfur eru á að gengi krónunnar verði veikara allt spátímabilið. Í öðru lagi er því spáð að launakostnaður aukist hraðar en áður hafði verið talið. Í þriðja lagi verður framleiðslulakinn á þessu ári minni en áður var talið. Í fjórða lagi munu úrræði stjórnvalda til að ná jafnvægi í ríkisfjármálum hafa í för með sér miklar hækkanir óbeinna skatta á komandi árum, sem munu hafa bein áhrif á mælda verðbólgu. Vegna hækkunar óbeinna skatta mun neysliverðsvisitalan hækka um tæplega 1 prósentu meira en áður var talið árið 2009 og um 2 prósentum meira árin 2010–2011.

Þó er gert ráð fyrir að verðbólga haldi áfram að hjaðna, en að vísu hægar, og verðbólguþrýstingur verði mjög takmarkaður á næstu árum. Umtalsverður framleiðslulaki og mikið atvinnuleysi munu vega upp á móti auknum launakostnaði og veikara gengi og takmarka hvers konar hættu á því að annarrar umferðar áhrif komi fram. Þess er því vænst

að undirliggjandi verðbólga nái verðbólgu markmiðinu um mitt næsta ár. Spáð er að á tímabili fari verðbólga talsvert niður fyrir markmiðið og ekki er hægt að útiloka tímabundna verðhjöðnun á seinni hluta ársins 2010 og árið 2011. Því er þó spáð að undirliggjandi verðbólga verði farin að nálgast markmiðið í lok spátímabilsins um mitt ár 2012. Mæld verðbólga verður þó meiri eða um 4%.

II Stýrivaxtaákvörðunin

Nefndin ræddi þróun á gjaldeyrismarkaði að undanförunu og hve mikil brögð væru að því að farið væri framhjá gjaldeyrishöftunum, eins og lækkun stöðu erlendra aðila í íslenskum krónum gæfi til dæmis til kynna. Fyrirtæki virðast einnig hafa byggt upp innstæður á gjaldeyrisreikningum í innlendum bönkum. Þær hafa þó lítið breyst undanfarnar vikur. Einnig var rætt um áætlun um afnám gjaldeyrishafta í áföngum sem nýlega hafði verið kynnt.

Nefndarmenn voru sammála um að meðan beitt væri gjaldeyrishöftum ætti aukinn afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum að styðja við gjaldmiðilinn. Þótt tímabundnir þættir – t.d. rýrnun viðskiptakjara, árstíðarbundnar vaxtagreiðslur til erlendra aðila og að undanförunu árstíðarbundin aukning innflutnings – hafi á ýmsum tímum haft neikvæð áhrif á gengi krónunnar er að mati nefndarmanna áhyggjuefni að gengi krónunnar hefur ekki hækkað að þessum tímabundnu áhrifum gengnum. Nefndarmenn voru því sammála um nauðsyn þess að nægur ábati væri af krónueignum sem mundi bæði hafa áhrif á tilhneingingu til þess að fara í kringum gjaldeyrishöftin og hvata útflytjenda til að breyta tekjum sínum í erlendum gjaldmiðlum í krónueignir.

Nefndarmenn ræddu verðbólguhorfurnar. Þeir voru sammála um að áframhaldandi hjöðnun verðbólgunnar væri mikilvægur þáttur þess að endurreisa traust á efnahagslífinu og gjaldmiðlinum. Bent var á að gengi krónunnar hefði verið stöðugt frá síðustu stýrivaxtaákvörðun, en að vísu mun lægra en peningastefnunefndin hefur talið viðunandi. Eftir að verðbólga hafði minnkað hratt á tímabilinu frá janúar fram í apríl, virðist lækkun gengis krónunnar frá því í mars hafa hægt á hjöðnuninni og hún jafnvel snúist við tímabundið, ef miðað er við þriggja mánaða árstíðarleiddréttu verðbólgu á árs kvarða. Peningastefnunefndin væntir þess hins vegar að verðbólga hjaðni áfram verulega síðar á þessu ári, í samræmi við grunnsþá *Peningamála* sem áður er getið.

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá fundum með fulltrúa Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og framgangi samstarfsáætlunar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Nefndarmenn ræddu einnig þá töf sem orðið hefur á fyrstu endurskoðun samningsins við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn. Nefndin taldi að árangur hafi náðst á fjölmörgum sviðum. Lögð hafi verið fram langtímaáætlun í ríkisfjármálum, endurskipulagning bankakerfisins væri langt komin og lánasamningar hefðu verið gerðir við önnur lönd. Ísland hefur því fullnægt nánast öllum skilyrðum efnahagsáætlunar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Frestun á afgreiðslu Alþingis á samningum við Bretland og Holland hefur þó stefnt lánasamningum við Norðurlöndin og

gjaldmiðlaskiptasamningum við norrænu seðlabankana í tvísýnu. Þetta gæti grafið undan trausti og tafið allt bataferlið, þar á meðal áætlunina um að afnema gjaldeyrishöftin.

Nefndarmenn fjölluðu einnig um ástand innlendra fjármálastofnana. Nefndin taldi að bankarnir hefðu að undanfögnu bætt lausafjárstýringu sína nokkuð, þótt nefndin álíti umframlausafé á krónumarkaðnum og gjaldeyrisójafnvægi bankanna enn vera áhyggjuefni. Bankarnir hafa lækkað innlánsvexti sína á undanfögnu mánuðum, aukið bilið milli innláns- og útlánsvaxta og bætt arðsemi sína. Þeir virðast þó enn safna að sér lausafé, en útlán eru næstum engin. Samkeppni er áfram takmörkuð.

Nefndarmenn voru sammála um að veigamikil rök hnigu gegn því að lækka stýrivexti frekar meðan gengi krónunnar væri enn jafn veikt og nú væri raunin og ræddi þann möguleika að hækka innlánsvexti um allt að 1,0 prósentu. Þótt þess sækjust engin skýr merki, að mati nefndarinnar, að fyrri lækkanir stýrivaxta hefðu haft veruleg áhrif á það að farið hefði verið í kringum gjaldeyrishöftin, fé safnaðist fyrir á gjaldeyrisreikningum eða á veikingu krónunnar almennt, væri ekki hægt að útiloka slík áhrif. Ennfremur var nefndin þeirrar skoðunar að frekari lækkun vaxta kynni að stangast á við það markmið að hefja afnám gjaldeyrishafta fyrir 1. nóvember 2009, sérstaklega í ljósi þess hve millibankavextir eru lágir.

Sumir nefndarmenn bentu á að þótt gengisstöðugleiki væri skammtímamarkmið peningastefnunnar á meðan á enduruppbyggingunni stæði, styddi lágt gengi krónunnar við enduruppbyggingu efnahagslífsins með því að færa eftirspurn frá innfluttum yfir í innlendar vörur og þjónustu, ásamt því að auka samkeppnihæfni útflutningsgeirans, eins og fram kæmi í auknum afgangi á vöruskiptum við útlönd. Því væri staða sumra geira atvinnulífsins betri vegna lægra gengis krónunnar.

Einn nefndarmaður benti á að það væru engin skýr merki um innlendan verðbólguþrýsting: hækkan vísitölu neysliverðs stafaði af hækkan hlutfallslegs verðlags innfluttra vara og hjálpaði til við enduruppbygginguna innanlands og yki vöruskiptaafgang. Hins vegar benti hann á að bregðast yrði kröftuglega við öllum vísbendingum um aukinn verðbólguþrýsting.

Nefndarmenn voru sammála um að forðast bæri að gera nokkuð sem gæti skapað efasemdir um ásetning hennar að stuðla að stöðugleika krónunnar og lítilli verðbólgu, sérstaklega í aðdraganda þess að gjaldeyrishöft verða afnumin. Því var haldið fram að þannig gæti peningastefnan best aukið tiltrú á efnahagslífið, sem er forsenda þess að gjaldeyrishöft verði afnumin. Til vaxtahækkana gæti komið af þessum sökum ef aðstæður kalla á slíkt.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að stýrivextir og innlánsvextir yrðu óbreyttir. Sú tillaga var samþykkt samhljóða.

Eftirtaldir nefndarmenn sátu fundina:

Svein Harald Øygaard, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn fundina.

Aðalheiður Ósk Guðlaugsdóttir og Rannveig Sigurðardóttir rituðu fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt fimmtudaginn 24. september 2009.