



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

September 2009

Birt: 8. október 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 tveimur vikum eftir hverja vaxtaákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir meðlimir peningastefnunefndar greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð funda peningastefnunefndarinnar 22. og 23. september 2009, en á þeim ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 24. september 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. Áhersla var lögð á nýjar upplýsingar sem fram hafa komið frá síðustu vaxtaákvörðun hinn 13. ágúst.

### **Fjármálamarkaðir**

Gengi krónu hefur verið tiltölulega stöðugt frá síðasta fundi peningastefnunefndar, lækkaði um 0,6% í samanburði við 1,8% lækkun í júlímánuði. Á sama tímabili voru inn grip Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði mun minni heldur en þau höfðu verið í mánuðunum á undan, einkum í september. Viðskipti á gjaldeyrismarkaði jukust í ágúst eftir að hafa verið lítil í júlí. Innstæður innlendra aðila á gjaldeyrisreikningum í innlendum bönkum hafa haldist óbreyttar frá síðasta fundi peningastefnunefndar og hefur það dregið úr þrýstingi á krónuna.

Gengi krónu á aflandsmarkaðnum hefur verið allstöðugt. Viðskipti með krónuna fóru fram á gengi nálægt 215 gagnvart evru þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn og hafði gengið haldist á bilinu 210–220 frá síðasta fundi. Velta á aflandsmarkaði hafði verið heldur minni í september og ágúst en sumarmánuðina á undan.

Lausafjárstaða bankakerfisins hefur verið rúm frá því í sumar. Eftirspurn fjármálastofnana eftir veðlánnum hjá Seðlabankanum er næstum engin og viðskipti á millibankamarkaði hafa stöðvast. Vextir Seðlabanka Íslands á viðskiptareikningum ættu að mynda gólf fyrir daglánavexti á lánnum á millibankamarkaði. Daglánavextir á millibankamarkaði eru nú undir þessu gólfi, en engin viðskipti hafa átt sér stað á þeim vöxtum.

Vextir á ríkisskuldabréfum hafa verið nokkuð stöðugir frá síðasta fundi peningastefnufndar. Uppboð ríkisbréfa hafa verið líflæg og var árstakmarkinu, 145 ma.kr., náð í ágúst.

Áhættuálag á íslenskar fjáreignir, eins og það er mælt með skuldatryggingarálaginu, hefur haldið áfram að lækka í samræmi við minnkandi áhættufælni á erlendum mörkuðum. Lækkunin hefur verið meiri gagnvart íslenskum fjáreignum en almennt hefur gerst. Þó ber að taka þessar tölur með ákveðnum fyrirvara þar sem lítil viðskipti geta verið að baki.

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

Vöruskiptajöfnuðurinn var jákvæður sem nam 6,8 ma.kr. í júlí. Þetta er heldur minni afgangur en undanfarna tvo mánuði, þegar afgangurinn nam 7,4 ma.kr. og 8,7 ma.kr. fyrir hvorn mánuð. Samkvæmt bráðabirgðatölum nam vöruskiptaafgangurinn 12,5 ma.kr. í ágúst.

Verðmæti álútflutnings jókst um 5% milli mánaða í júlí vegna 6% hækkunar álverðs. Álverð hélt áfram að hækka fyrri hluta ágústmánaðar og hafði þá ekki verið jafn hátt frá því í nóvember 2008, en hefur lækkað lítillega síðan.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Bráðabirgðatölur ársfjórðungslegra þjóðhagsreikninga Hagstofunnar fyrir íslenska þjóðarþíuð sýna að staða þess var heldur sterkari á öðrum ársfjórðungi en gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 2009/3 í ágúst.

Samdráttur vergrar landsframleiðslu var meiri á milli ára að raunvirði á öðrum ársfjórðungi en á fjórðungnum á undan, eða 6,5%. Það skýrist einkum af því að útflutningur dróst saman um 8,6% milli ára á öðrum ársfjórðungi, en hafði aukist um 9% á fyrsta ársfjórðungi.

Samdráttur einkaneyslu mældist 17% á öðrum ársfjórðungi 2009 miðað við sama tíma árið á undan, sem er minni samdráttur en á fyrsta ársfjórðungi 2009. Samneysla var ögn neikvæð, en hafði aukist lítillega á fyrsta ársfjórðungi. Samdráttur fjármunamyndunar nam 47% milli ára á öðrum ársfjórðungi 2009, samdráttur atvinnuvegafjárfestingar nam 53% og fjárfesting í íbúðarhúsnæði dróst saman um 45%. Var samdrátturinn minni en á fyrsta ársfjórðungi. Samdráttur fjárfestingar hins opinbera mældist 30% á milli ára. Samdráttur innflutnings var svipaður og á fyrsta ársfjórðungi, eða 35% milli ára.

Viðskiptahallinn nam 46 ma.kr. á öðrum ársfjórðungi 2009. Hann var einni prósentu minni sem hlutfall af landsframleiðslu en á fyrsta ársfjórðungi, eða 12,4%. Hallinn stafar af 69,4 ma.kr. þáttatekjuhalla, sem einkum stafar af vaxtagreiðslum í tengslum við „gömlu bankana“. Um er að ræða reiknaða áfallna vexti sem eru ekki greiddir og endurspegla því ekki greiðslufæði frá landinu. Að frádregnum þessum greiðslum nam þáttatekjuhallinn 36 ma.kr. og viðskiptahallinn 10 ma.kr., eða 2,8% af vergri landsframleiðslu. Hins vegar var 7

ma.kr. afgangur af þjónustuviðskiptum vegna aukinna hreinna tekna af samgöngum og verulega aukinna tekna af ferðamennsku. Þetta er í fyrsta sinn á 18 ársfjórðungum sem afgangur er af þjónustuviðskiptum. Afgangur á vöruviðskiptum við útlönd í fjórðungnum nam 18,4 ma.kr.

Endurskoðaðir þjóðhagsreikningar fyrir fyrsta ársfjórðung 2009 benda til þess að samdráttur hafi verið meiri milli ára í öllum undirflokkum en tölurnar í júní sýndu, að undanskilinni samneyslu og fjárfestingu hins opinbera. Útflutningur milli ára jókst tæpum 2 prósentum minna á fyrsta ársfjórðungi 2009 en fyrri tölur gáfu til kynna, eða um 9%. Þetta veldur 4,5% samdrætti vergrar landsframleiðslu milli ára á fyrsta ársfjórðungi 2009, í stað 3,9% samkvæmt tölunum í júní.

Samkvæmt endurskoðuðum þjóðhagsreikningum var töluvert meiri kraftur í þjóðarþúskapnum árið 2008 en bráðabirgðatölurnar frá mars höfðu gefið til kynna. Hagvöxtur var 1,3%, sem er einni prósentu meiri hækkun en tölurnar í mars sýndu. Nýjustu tölurnar eru nær spá Seðlabankans sem birt var áður en Hagstofan birti upphaflegar tölur sínar en fyrstu áætlunum. Aðalástæðan fyrir meiri hagvexti í fyrra en fyrri áætlanir sýndu er minni samdráttur fjármunamyndunar og meiri vöxtur samneyslu.

Atvinnuleysi hefur þróast með svipuðum hætti og það hefur gert frá því í apríl. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi hefur haldið áfram að aukast, úr 8,3% í apríl í 9,1% í ágúst. Skráð atvinnuleysi hefur aftur á móti haldið áfram að minnka á sama tímabili, um 1,4 prósentur í 7,7%.

Áhrifin af umsömdum launahækkunum gera meira en að vega upp á móti launalækkunum í sumum atvinnugreinum. Áherslan á hækkun lægri launa í kjarasamningum skýrir að miklu leyti launahækkarir í framleiðsluiðnaði og verslun frá þriðja ársfjórðungi 2008 til annars ársfjórðungs 2009, en laun í byggingariðnaði og fjármálaþjónustu hafa aftur á móti lækkað. Áhrifin af endurskoðun kjarasamninga í júní leiddu til launahækkana í júlí og ágúst og hækkaði launavísitalan þá um 0,4% og 0,02% milli mánaða. Hækkun launavísitölnunnar milli ára var 2,2% í ágúst, en raunlaun lækkuðu á hinn bóginn um 7,8%.

Frá því í febrúar hefur hægt á samdrætti greiðslukortaveltu. Greiðslukortavelta einstaklinga innanlands dróst saman um 13% að raunvirði milli ára í júlí og ágúst, eftir að hafa dregist saman frá sama tíma árið áður um 15% á öðrum ársfjórðungi og um tæplega fjórðung á fyrsta fjórðungi ársins. Minni samdráttur í júlí og ágúst skýrist fyrst og fremst af minni samdrætti debetkortaveltu, en samdráttur kreditkortaveltu hefur aukist lítillega.

Vísitala húsnæðisverðs á höfuðborgarsvæðinu hækkaði lítillega milli mánaða í júlí og ágúst. Ekki ber að túlka það sem sérstök umskipti á húsnæðismarkaðnum, því að lítil viðskipti eiga sér stað og á bilinu 30–50% viðskiptasamninga eru skiptasamningar.

Væntingavísitalan og undirvísitölur hennar hækkuðu óverulega í ágúst. Vísitölurnar hafa verið tiltölulega stöðugar, en með því lægsta sem mælst hefur, frá því að væntingar lækkuðu í kjölfar fjármálakreppunnar, ef undan eru skildir nokkrir mánuðir fyrir á þessu ári, þegar allar vísitölur nema væntingar til núverandi ástands hækkuðu nokkuð.

Ársverðbólga hjaðnaði enn í ágúst. Neysluverðsvísitalan hækkaði um 0,52% í ágúst og því lækkaði tólf mánaða verðbólga niður í 10,9%, úr 11,3% í júlí. Árstíðarleiðréttur árshraði þriggja mánaða verðbólgu var heldur minni, eða 10,1%.

Helstu orsakabættir hjöðnunar tólf mánaða verðbólgu í ágúst eru húsnæðisliðurinn, verð á nýjum ökutækjum, húsgögnum og innréttingum, en 5,9% verðhækkun varð á fatnaði og

skóm vegna útsöluloka. Áhrif af sumarútsölum voru 0,1 prósentu minni en á síðasta ári, eða 0,43%.

Verð nýrra ökutækja lækkaði um 4,4% frá því í júlí þar sem seljendur reyndu að losa sig við eldri tegundir. Verð húsgagna og innréttinga lækkaði um 3,8% og reiknuð húsaleiga um 0,8%. Tólf mánaða verðbólga að frádregnum húsnæðisliðnum mældist 16,1% í ágúst.

Neysluverðsvísitalan að frádregnum skattaáhrifum mældist 10% í ágúst, sem er minnsta tólf mánaða hækkun frá því í apríl 2008, þegar árshækkun neysluverðsvístölu nam 8,7%. Undirliggjandi verðbólga samkvæmt kjarnavísitölu 3 að frádregnum skattaáhrifum nam 12% í ágúst.

Enn verður vart nokkurra gengisáhrifa á neysluverðsvísitöluna. Þau voru meginástæða þess að matvörur hækkuðu um 1,1% í ágúst. Verð innfluttrar vöru hækkaði um 0,6% milli mánaða í ágúst. Verð innfluttrar vöru hefur hækkað um tæplega 25% á undanförunum tólf mánuðum.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá stöðu fyrstu endurskoðunar efnahagsáætlunar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og tvíhliða samningaviðræðum við bresk og hollensk stjórnvöld. Nefndarmenn lögðu áherslu á að fyrsta endurskoðun framkvæmdastjórnar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins á efnahagsáætlun stjórnvalda væri mikilvægt skref í þá átt að auka tiltrú á íslenskt efnahagslíf og forsenda þess að afnám fjármagnshafta takist vel. Nefndin ræddi einnig önnur skilyrði sem uppfylla þarf áður en gjaldeyrishöftunum verður aflétt í áföngum, þar á meðal að stjórnvöld haldi áfram að fylgja eftir langtímaáætlun í ríkisfjármálum, eins og þau hafa skuldbundið sig til, og að endurskipulagning fjármálakerfisins sé langt komin. Nefndarmenn töldu að nokkur árangur hefði náðst þar.

Nefndarmenn fjölluðu um markmið aðila vinnumarkaðarins, ríkisstjórnarinnar og Sambands íslenskra sveitarfélaga, eins og það birtist í stöðugleikasáttmálanum, um að skapa forsendur fyrir lækun stýrivaxta Seðlabanka Íslands niður í eins stafs tölu fyrir 1. nóvember 2009. Eins og rakið er hér að neðan eru innlánsvextir bankans um þessar mundir hinn rétti mælikvarði á aðhaldsstig peningastefnunnar. Þar sem þessir vextir eru nú 9,5% voru nefndarmenn sammála um að aðhaldsstigið væri þegar í samræmi við markmið sáttmálan.

Nefndarmenn ræddu batamerki sem komið hafa fram frá ágústfundinum. Minni þörf hafi verið á inngripum á gjaldeyrismarkaðinn og afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði við útlönd verið nokkru meiri en vænst var. Þá hafi uppsöfnun á gjaldeyrissinnstæðureikningum fyrirtækja í innlendum bönkum stöðvast og útflutningsverðlag hækkað. Einnig virtist áhættuálag á krónueignir, eins og m.a. birtist í lækandi skuldtryggingarálagi, hafa haldið áfram að minnka.

Nefndarmenn ræddu þróun á fjármálamarkaði að undanförunu. Meðal annars var fjallað um rúma lausafjárstöðu innlenda bankakerfisins, hversu mikil brögð væru að því að farið væri í kringum gjaldeyrishöftin, lítið umfang viðskipta á innlendum gjaldeyrismarkaði og aflandsmarkaðinum, halla ávöxtunarferilsins og gjaldþaga og útgáfur skulda ríkisins.

Nefndarmenn ræddu að gengi krónunnar hefði haldist nokkuð stöðugt frá síðustu vaxtaákvörðun 13. ágúst, þrátt fyrir að verulega hefði dregið úr inngripum Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði og að velta á gjaldeyrismarkaði hefði aukist nokkuð.

Nefndarmenn höfðu áhyggjur af því að brögð væru að því að farið væri í kringum gjaldeyrishöftin. Það hefur lengi verið áhyggjuefni og getur hafa átt þátt í lágu gengi krónunnar. Nefndarmenn fögnuðu því að Seðlabankinn hefði nýlega gert mikilvægar ráðstafanir til að styrkja eftirlit með gjaldeyrishöftunum og framfylgd þeirra. Einnig bentu nefndarmenn á að nauðsynlegt væri að tryggja næga ávöxtun krónueigna til að styrkja gjaldmiðilinn.

Nefndarmenn ræddu verðbólguhorfurnar. Þótt gengi krónunnar hefði haldist nokkuð stöðugt að undanförunni væri það áfram lágt og hægði á hjöðnun verðbólgunnar. Þótt allir nefndarmenn væntu þess að verðbólga myndi hjaðna ört á ný síðar á árinu sökum mikils slaka í efnahagslífinu, sem dregur úr hættu á verulegum annarrar umferðar áhrifum, héldu sumir nefndarmenn því fram að versnandi verðbólguhorfur skiptu máli fyrir vaxtaákvörðunina.

Nefndin ræddi aðhald peningastefnunnar frá síðustu vaxtaákvörðun. Frá aprílmánuði 2009 hafa sjö daga veðlávextir Seðlabankans, sem nú eru 12,0%, haft lítil áhrif á markaðsvexti, enda hefur lausafjárstaða bankakerfisins verið rúm og fjármálastofnanir því haft litla þörf fyrir lán hjá Seðlabankanum. Vextir á innlánsreikningum bankans hafa því verið betri mælikvarði á aðhaldsstig peningastefnunnar, en þeir eru 9,5%. En jafnvel við þessa vexti sáu nefndarmenn merki um umframlausafé í kerfinu þar sem skammtíma markaðsvextir og bankavextir voru töluvert lægri en innlánsvextir Seðlabankans. Nefndarmenn voru því sammála um að aðhald peningastefnunnar hefði verið minna en peningastefnuneftindin ætlaði með síðustu vaxtaákvörðun sinni. Til að draga þetta umframlausafé úr kerfinu ákvað nefndin því að halda uppboð á innstæðubréfum til 28 daga með ákveðnum lágmarks- og hámarksvöxtum og að tiltekin hámarksupphæð yrði í boði í hverju uppboði.

Nefndarmenn voru sammála um að aðstæður í þjóðarbúskapnum gæfu tilefni til frekari slökunar peningastefnunnar, en þar sem efnahagsreikningar heimila, fyrirtækja og banka væru áfram viðkvæmir þyrfti að standa vörð um gengisstöðugleika meðan verið er að endurskipuleggja og endurreisa þá. Þetta kallaði á aðhaldssamari peningastefnu en annars hefði verið nauðsynleg.

Nefndarmenn ræddu ýmsar leiðir til þess að ákvarða vexti innstæðubréfa sem og aðhald peningastefnunnar almennt. Rætt var um vexti innstæðubréfa á bilinu 9,5% til 10,5% og innlásvexti á bilinu 8,0% til 9,5%. Einnig var rætt um að halda veðlávöxtum óbreyttum eða að lækka þá niður í 11,0% og daglávavexti úr 16,0% í 14,0%.

Nefndarmenn ræddu einnig mismunandi skoðanir í þjóðfélaginu á því hver væri hinn eðlilegi mælikvarði á aðhaldsstig peningastefnunnar um þessar mundir. Stjórnvöld, aðilar vinnumarkaðarins og fjölmiðlar virðast mæla aðhaldsstigið út frá veðlávöxtum bankans, á meðan flestir markaðsaðilar vita að innlásvextir bankans eru um þessar mundir eðlilegri mælikvarði á aðhaldsstigið.

Í ljósi umræðunnar lagði seðlabankastjóri til að veðlávavextir yrðu lækkaðir úr 12,0% í 11,5%, innlásvextir yrðu lækkaðir úr 9,5% í 9,25% og daglávavextir úr 16,0% í 14,5%. Jafnframt lagði hann til að efnt yrði til útboðs innstæðubréfa til 28 daga með 9,5% lágmarksvöxtum og 10,0% hámarksvöxtum. Seðlabankastjóri benti á að með þessu væri heildaraðhaldi peningastefnunnar haldið óbreyttu, þótt samsetning þess breyttist. Jafnvel þótt veðlávavextir og innlásvextir yrðu lækkaðir yrðu ráðandi vextir samt 9,5% vegna uppboðs innstæðubréfa með 9,5% lágmarksvöxtum.

Allir nefndarmenn voru hlyntir þeim tillögum seðlabankastjóra að lækka daglánavexti í 14,5% og að efna til útboðs innstæðubréfa til 28 daga, með 9,5% lágmarksvöxtum og 10,0% hámarksvöxtum. Tveir nefndarmenn lögðu til að veðlánavextir yrðu lækkaðir úr 12,0% í 11,5% og innlánsvextir úr 9,5% í 9,25%. Þrír meðlimir voru á móti þessari tillögu og kusu að veðlánavextir og innlánsvextir yrðu óbreyttir.

Þeir sem studdu tillöguna um að lækka innlánsvexti bentu á að það mundi liðka fyrir uppboðinu á innstæðubréfum og þau kynnu því að taka til sín meira lausafé af markaðnum. Bent var á að með því að lækka veðlánavextina yrðu undirstrikuð þau skilaboð að hinir virku stýrivextir væru nú talsvert undir 12,0% og að öðru óbreyttu væri ekki útlit fyrir að þörf væri á að virkir stýrivextir hækkuðu á ný á næstunni. Bent var á að jafnvel þótt taka bæri tillit til verðbólguhorfa væri hættan af annarrar umferðar áhrifum af lágu gengi krónunnar mjög takmörkuð vegna slakans í hagkerfinu og að áfram væru horfur á að verulega drægi úr verðbólgu á næstu misserum.

Meirihluti nefndarmanna vildi hins vegar halda veðlánavöxtum og innlánsvöxtum óbreyttum. Þeir vildu fara varlega og töldu nauðsynlegt að fleiri úrlausnarefni yrðu leidd til lykta áður en þessir vextir yrðu lækkaðir. Þeir bentu á að núverandi markmið peningastefnunnar væri gengisstöðugleiki og að gengisþróunin undanfarið væri ekki nægilega hagstæð til að rökstyðja vaxtalækkun. Að auki fannst þeim mikilvægt að sýna staðfestu í því að styðja við gengið.

Einn nefndarmanna lýsti einnig áhyggjum sínum af því að jafnvel þótt veðlánavextir væru í raun ekki þeir seðlabankavextir sem hefðu mest áhrif um þessar mundir, myndu þeir væntanlega, þegar framboð á lausafé í kerfinu yrði aftur komið í eðlilegt horf, gegna að nýju því hlutverki að ákvarða jaðarkostnað skammtímafjármögnunar. Með því að lækka þessa vexti nú gæti það leitt til lægri vaxta skuldabréfa til lengri tíma, með því að hafa áhrif á væntingar til skammtímaxaxta í framtíðinni og þar með endurspeglað minna aðhald peningastefnunnar.

Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands ákvað því að veðlánavextir og innlánsvextir yrðu áfram óbreyttir, 12,0% og 9,5%, en að daglánavextir yrðu lækkaðir úr 16,0% í 14,5%. Ennfremur ákvað nefndin að efna til útboðs innstæðubréfa til 28 daga með 9,5% lágmarksvöxtum og 10,0% hámarksvöxtum.

Eftirtaldir 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 fimmtudaginn 5. nóvember 2009.