



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2009

Birt: 23. desember 2009

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 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 9. desember 2009, en á þeim ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 10. 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, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá síðustu vaxtaákvörðun 5. nóvember.

### **Fjármálamarkaðir**

Gengi krónunnar lækkaði um 0,6% miðað við víða vöruviðskiptavog milli meðaltala mánaðanna október og nóvember. Inngrip Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði höfðu áfram verið takmörkuð og nánast engin frá byrjun nóvembermánaðar. Innstæður innlendra aðila á gjaldeyrisreikningum í innlendum bönkum höfðu ennfremur haldist nokkurn veginn óbreyttar frá síðasta fundi peningastefnunefndar.

Virkari framfylgd gjaldeyrishafta frá byrjun nóvembermánaðar hefur líklega stuðlað að veikingu á gengi krónunnar á aflandsmarkaðnum og fóru viðskipti með krónuna fram á gengi rúmlega 260 gagnvart evru. Í umræðunni á fundinum kom fram sú skoðun að þessi gengislækkun endurspeglaði áhrif traustari gjaldeyrishafta fremur en aukið áhættuálag og því ekki ástæða til að túlka hana sem neikvæða þróun gjaldmiðilsins.

Fimm útboð innstæðubréfa höfðu verið haldin frá því á nóvemberfundinum og um 48,6 ma.kr. voru útistandandi í innstæðubréfum þegar desemberfundurinn var haldinn.

Vextir á millibankamarkaði höfðu haldið áfram að lagast að innlánsvöxtum Seðlabankans og voru 0,25 prósentum hærrí en vextir á viðskiptareikningum þegar desemberfundurinn var haldinn. Viðskipti á millibankamarkaði voru þó ennþá lítil samanborið við árið 2008.

Ávöxtunarkrafa í útboði ríkisvixla um miðjan nóvember lækkaði í 8.0%, miðað við 8.5% í útboðinu um miðjan október. Aðeins þriðjungi tilboða var tekið. Eftir að lagafrumvarp um Tryggingarsjóð innlánseigenda og fjárfesta var kynnt hliðraðist ávöxtunarferill verðtryggðra skuldabréfa niður á við og hallaði mun meira í skemmri endann en áður. Nafnávöxtunarferillinn hafði einnig hliðrast niður á við og flast út.

Áhættuálag á íslenskar fjáreignir, eins og það er mælt með skuldatryggingarálaginu, hafði hækkað nokkuð frá nóvemberfundinum og tekið breytingum þegar neikvæð tíðindi bárust frá Grikklandi og Dubai. Þróun skuldatryggingarálagsins ber þó að túlka af varfærni, þar sem það kann að byggjast á takmörkuðum viðskiptum.

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

Samkvæmt síðustu spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) hafa viðskiptahorfur batnað frá því að Seðlabankinn birti síðustu spá sína í *Peningamálum* í nóvember. Í spá OECD er gert ráð fyrir að alþjóðaviðskipti séu þegar farin að glæðast, með Asíuríkin utan OECD í fararbroddi, en í spá Seðlabankans hafði aftur á móti ekki verið gert ráð fyrir að þau færu að aukast fyrr en árið 2010.

Afgangur af vöruviðskiptum nam 16,4 ma.kr. í október og var hinn mesti í einum mánuði það sem af var árinu. Samkvæmt bráðabirgðatölum var afgangur af vöruskiptum minni í nóvember, eða 6 ma.kr., einkum vegna aukins innflutnings.

Verðmæti útflutnings í innlendum gjaldmiðli var tæplega 7% meira í október en í september, en verðmæti innflutnings dróst saman um 25% milli mánaða, einkum vegna minnkandi innflutnings eldsneytis og rekstrarvara.

Verðmæti innflutnings í innlendum gjaldmiðli hafði dregist saman um 28% milli ára í október. Þetta er veruleg lækkun, þar sem hún kemur í kjölfarið á 50% samdrætti milli ára í október 2008, sama mánuði og fjármálakreppan skall á. Verðmæti útflutnings í innlendum gjaldmiðli minnkaði um 16% milli ára, þar sem verðmæti útfluttrar iðnaðarvöru minnkaði um 23% og verðmæti útfluttra sjávarafurða um 4%.

Álverð hafði haldið áfram að hækka frá síðasta fundi peningastefnunarinnar og var 4% hærra að meðaltali í nóvember en í október. Hækkandi álverð leiddi til þess að verðmæti útflutts áls jókst um 12% milli mánaða í október. Verðmæti útfluttra sjávarafurða jókst um 3% milli október og september, þar sem meðalverð allra sjávarafurða hækkaði um 3,4% milli mánaða.

## Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Bráðabirgðatölur ársfjórðungslegs þjóðhagsreiknings frá Hagstofu Íslands sýna að heldur meiri efnahagssumsvif voru á Íslandi á þriðja ársfjórðungi 2009 en gert hafði verið ráð fyrir í nóvemberspá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 2009/4.

Eftir litla breytingu á öðrum ársfjórðungi minnkaði árstíðarleiðrétt landsframleiðsla um 5,7% á þriðja ársfjórðungi 2009 á milli ársfjórðunga. Á fyrsta ársfjórðungi minnkaði verg landsframleiðsla um 5,1%. Samdráttur vergrar landsframleiðslu jókst einnig milli ára, úr 6,2% á öðrum ársfjórðungi í 7,2% á þriðja ársfjórðungi. Verg landsframleiðsla hafði dregist saman um 6% að raunvirði á fyrstu þremur ársfjórðungum 2009 og nam 1.111 ma.kr. að nafnvirði.

Áhrif allra undirflokka annarra en einkaneyslu á ársfjórðungslegan hagvöxt voru neikvæð á þriðja ársfjórðungi 2009. Neikvæð áhrif utanríkisviðskipta voru þó mest og stöfuðu af því að innflutningur jókst töluvert meira (12,9%) en útflutningur (1,3%). Áhrif einkaneyslu á ársfjórðungslegan hagvöxt námu 2,8%, eftir að hafa dregist saman á milli ársfjórðunga frá fyrsta ársfjórðungi 2008. Einkaneysla hefur dregist minna saman á milli ára eftir því sem liðið hefur á árið 2009 og nam samdrátturinn 13% á þriðja ársfjórðungi. Samneysla minnkaði um 1,4% milli ára á þriðja ársfjórðungi 2009. Ársfjórðungslegur samdráttur samneyslu nam 4,5% eftir að hafa verið nálægt núlli á fyrsta og öðrum ársfjórðungi. Á þriðja ársfjórðungi hafði fjárfesting minnkað álíka mikið á milli ára og á ársfjórðungnum á undan (48%). Mest áberandi breytingin frá öðrum ársfjórðungi 2009 var í íbúðafjárfestingu sem dróst saman um 57% á þriðja ársfjórðungi 2009 og um 45% á öðrum ársfjórðungi 2009. Fjárfesting í atvinnulífinu er ennþá mun minni en fyrir ári (56%), en vöxtur á milli ársfjórðunga jókst lítillega á öðrum (1%) og þriðja ársfjórðungi 2009 (0,5%). Fjárfesting hins opinbera jókst um 2,8% milli ársfjórðunga á þriðja ársfjórðungi 2009 eftir að hafa dregist saman frá því á fjórða ársfjórðungi 2008.

Viðskiptahallinn var neikvæður sem nam 36 ma.kr., eða 9,3% af vergri landsframleiðslu, á þriðja ársfjórðungi 2009. Þetta er talsvert minni halli en á öðrum ársfjórðungi, en þá mældist hallinn 17,5%. Viðskiptahallinn stafar af 72 ma.kr. halla þáttatekna, en vöruviðskipti og þjónustuviðskipti voru jákvæð sem nam 16,3 ma.kr. og 20,8 ma.kr. hvor um sig. Hinn mikli halli á jöfnuði þáttatekna stafar einkum af vaxtagreiðslum í tengslum við „gömlu bankana“. Þessir vextir eru að miklu leyti uppsafnaðir en hafa ekki verið greiddir. Því hafa þeir ekki haft í för með sér raunverulegt fjárútsreymi. Að frádregnum þessum þætti nam hallinn á jöfnuði þáttatekna 46 ma.kr. og viðskiptahallinn 9,5 ma.kr., eða 2% af vergri landsframleiðslu.

Tölur í endurskoðuðum þjóðhagsreikningum fyrstu tvo ársfjórðunga 2009 sýna heldur meiri efnahagssumsvif en bráðabirgðatölur frá september höfðu gefið til kynna. Aðalástæðan fyrir leiðréttingunni er meiri aukning samneyslu og einkaneyslu og meiri afgangur af þjónustuviðskiptum en í september.

Skráð atvinnuleysi, sem hafði farið minnkandi frá aprílmánuði, jókst um 0,4 prósentur milli mánaða í október, í 7,6%. Árstíðarleiddrett atvinnuleysi hafði farið vaxandi frá síðasta hausti, en minnkaði lítillega milli mánaða í október og mældist 9,2%.

Í október, líkt og í september, hækkaði launavísitalan um 0,25% frá fyrra mánuði og hafði hækkað um 1,9% milli ára. Á þriðja ársfjórðungi 2009 hækkaði vísitalan um 0,7% frá fyrra ársfjórðungi og um 2,3% milli ára. Kaupmáttur launa minnkaði um 0,8% milli mánaða í október og um 7,1% miðað við sama mánuð 2008. Kaupmáttur launa hefur dregist saman um 12½% frá því að hann byrjaði að minnka í mars 2008.

Væntingavísitalan og allar undirvísitölur hennar lækkuðu lítillega í nóvember. Mesta lækkunin var í væntingum til efnahagslífsins. Væntingar til efnahagsástandsins að sex mánuðum liðnum og til efnahagslífsins og vinnumarkaðarins lækkuðu í fyrsta sinn frá því í júlí 2009.

Ársverðbólga hélt áfram að hjaðna í nóvember. Neysluverðsvísitalan hækkaði um 0,74% í nóvember og við það lækkaði tólf mánaða verðbólga niður í 8,6%, úr 9,7% í október. Leiðrætt fyrir áhrifum nýlegra skattahækkana var verðbólga á milli ára 7,7% í nóvember. Ársraði árstíðarleiddretrar þriggja mánaða verðbólgu var 8,7%, hafði minnkað úr 8,9% í október.

Aukning verðbólgu skýrist fyrst og fremst af gengislækkun krónunnar. Verð innfluttra vara skýrir 0,84% af nóvemberhækkun neysluverðsvísitölunnar. Áhrif innlendra þátta á verðbólgu skýra 0,1% af lækkun neysluverðsvísitölunnar í nóvember.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofu Íslands fyrir allt landið, sem var birt í nóvember, var óbreytt frá fyrra mánuði. Viðskipti á markaðnum eru ennþá takmörkuð. Í október voru aðeins seld 190 hús og íbúðir á höfuðborgarsvæðinu, í samanburði við 1000 þegar viðskiptin voru mest fyrir fimm árum.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri skýrði nefndarmönnum frá framvindu endurskipulagningar fjármálakerfisins, stöðu annarrar endurskoðunar efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og reynslunni til þessa af fyrsta áfanga afnáms gjaldeyrishafta, sem kom til framkvæmda 31. október.

Nefndarmenn bentu á að skilyrði fyrir frekari slökun peningastefnunnar, sem gerð var grein fyrir í yfirlýsingu peningastefnunefndar 5. nóvember, hefðu skapast. Gengi krónunnar hefði í meginatriðum haldist stöðugt frá síðasta fundi peningastefnunefndar, með takmörkuðum inngripum Seðlabanka og engum frá byrjun nóvembermánaðar. Þótt gengi krónunnar væri áfram veikara en peningastefnunefndin taldi æskilegt litu nefndarmenn svo á að horfur fyrir gjaldmiðilinn næstu misserin hefðu batnað. Strangari reglugerð, aukið eftirlit og virkari framfylgd reglna hefðu leitt til þess að erfiðara væri að fara í kringum gjaldeyrishöftin. Þótt

veruleg óvissa væri áfram um fjármagnsstreymi til skamms tíma litið töldu ýmsir nefndarmenn að vaxandi viðskiptaafgangur á tímabilinu sem framundan er myndi styðja við gengi krónunnar.

Verðbólga hafði einnig hjaðnað áfram, nokkurn veginn í samræmi við síðustu spá, hafði fallið úr 9,7% milli ára í október í 8,6% í nóvember, eða 7,7% ef leiðrétt er fyrir áhrifum hækkunar neysluskatta. Að mati peningastefnufundarinnar var hætta á annarrar umferðar áhrifum á verðbólgu takmörkuð og verðbólgan í meginatriðum drifin áfram af gengisbreytingum; hve hratt hún hjaðnaði mundi því að mestu leyti ráðast af þróun gengis krónunnar á næstunni.

Nefndarmenn ræddu þróun á fjármálamörkuðum að undanfögnu. Nefndin var þeirrar skoðunar að ráðstafanir til þess að draga lausafé úr umferð með því að bjóða út innstæðubréf til 28 daga hefðu borið árangur og að peningastefnan væri farin að hafa aukin áhrif á markaðsvexti.

Nefndarmenn ræddu einnig breytingar á aðferðum við útboð innstæðubréfa með hliðsjón af reynslunni fram að þessu. Þar sem Seðlabankinn hefði nú allgóða hugmynd um umfang viðskiptanna var talið að ekki væri lengur nauðsynlegt að nefndin tilkynnti aðra vexti en hámarksvexti innstæðubréfa. Héðan í frá væri nóg að Seðlabankinn tilkynnti, á grundvelli lausafjáráætlunar bankans, fjárhæð innstæðubréfa sem boðin yrðu út, einum virkum degi fyrir hvert uppboð.

Nefndarmenn bentu þó á að ennþá væru ýmis mál óleyst sem skipta máli við að auka traust á krónuna og efnahagslífið á ný. Enn ætti Alþingi eftir að staðfesta samningana við Bretland og Holland varðandi innstæðuþryggingarnar og enn væri afgreiðslu fjárlagafrumvarps fyrir árið 2010 ólokið.

Í heild voru nefndarmenn sammála um að þróunin frá síðasta fundi gæfi svigrúm til nokkurrar slökunar peningastefnunnar. Ræddir voru hámarksvextir innstæðubréfa á bilinu 9,75% til 10,0%. Innlánsvextir á bilinu 8,5% til 9,0% voru ræddir og vextir á lánum gegn veði á bilinu 10,0% til 10,5%. Nefndarmenn ræddu um að lækka daglánavexti um 0,75 til 1,50 prósentur.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að aðhald peningastefnunnar yrði lækkað um 0,5 prósentur. Þetta fæli í sér að vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana og hámarksvextir innstæðubréfa lækkuðu um 0,5 prósentur í 8,5% og 9,75% hvorir um sig. Að auki, til að tengja vaxtagang Seðlabankans peningastefnunni enn frekar, lagði seðlabankastjóri til að vextir á lánum gegn veði yrðu lækkaðir um 1 prósentu í 10% og daglánavextir um 1,5 prósentur í 11,5%.

Seðlabankastjóri bauð öðrum nefndarmönnum að greiða atkvæði um tillöguna. Þrír nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra og benti einn nefndarmaður á að minni munur á milli vaxta innstæðubréfa og innlánsreikninga gæti haft í för með sér að slökun aðhalds

verði í raun minni en endurspeglast í 0,5 prósentna lækkun vaxta innstæðubréfa og innlánsreikninga.

Tveir nefndarmenn greiddu atkvæði gegn tillögunni og vildu taka smærri skref, lækka aðhald peningastefnunnar um 0,25 prósentur. Vildu þeir fara með meiri gát og kusu heldur að lækka innlánsvexti og hámarksvexti innstæðubréfa um 0,25 prósentur í 8,75% og 10,0% hvora fyrir sig. Þeir lögðu einnig til að vextir á lánum gegn veði yrðu aðeins lækkaðir um 0,5 prósentur í 10,5% og daglánavextir um 0,75 prósentur í 12,25%. Þessir tveir nefndarmenn héldu því fram að enn væru nokkur afar mikilvæg mál óleyst sem gæti leitt til hækkandi áhættuálags á fjárskuldbindingar í krónum. Lausn Icesave-deilunnar, sem væri forsenda þess að hægt væri að skýra skuldastöðu hins opinbera, væri enn ekki í höfn og ekki væri ennþá búið að afgreiða fjárlög fyrir árið 2010. Einn nefndarmaður var þar að auki þeirrar skoðunar að verðbólguhorfur til skemmri tíma væru enn nokkuð óvissar. Því væri ekki hægt að horfa algerlega fram hjá hættunni af annarrar umferðar áhrifum á verðbólgu.

Eins og áður voru nefndarmenn sammála um að héldist gengi krónunnar stöðugt eða styrktist og verðbólga hjaðnaði eins og spáð væri, ættu forsendur fyrir frekari slökun peningalegs aðhalds að vera áfram til staðar. Ennfremur ítrekaði peningastefnunefndin það að eins og ávalt væri hún reiðubúin til að breyta aðhaldi peningastefnunnar eins og nauðsynlegt væri með hliðsjón af því tímabundna markmiði hennar að stuðla að gengisstöðugleika og í því skyni að tryggja að verðbólga yrði nálægt markmiði til lengri tíma litið.

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 miðvikudaginn 27. janúar 2010.