



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, nóvember 2010

Birt: 17. nóvember 2010

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 lögin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir meðlimir peningastefnunefndar greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð funda peningastefnunefndarinnar 1. og 2. nóvember 2010, en á þeim ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 3. nóvember og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Próun 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 vaxtaákvörðuninni 22. september, eins og þær birtast í grunnsþánni og áhættugreiningunni í *Peningamálum* 2010/4 frá 3. nóvember.

Fjármálamarkaðir

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 0,4% hærra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í nóvember en á septemberfundinum. Milli funda hafði gengi krónunnar styrkst um 1,5% gagnvart sterlingspundi og 5,1% gagnvart Bandaríkjadal en veikst um 1,1% gagnvart evru.

Viðskipti á gjaldeyrismarkaðnum hafa áfram verið lítil. Seðlabankinn hefur keypt 21,5 milljónir evra af viðskiptavökum frá því að hann hóf regluleg kaup erlends gjaldeyris í lok ágúst.

Viðskipti með krónuna á aflandsmarkaðnum hafa verið lítil frá síðasta fundi peningastefnunefndar og hafa viðskipti farið fram á gengi 225-245 gagnvart evru.

Áhættuálag fyrir Ríkissjóð Íslands, eins og það er mælt með skuldatryggingarálaginu, hefur verið nokkurn veginn stöðugt frá því á septemberfundinum. Skuldatryggingarálagið fyrir

Ísland var 2,8 prósentur þegar nóvemberfundurinn var haldinn, en var 3 prósentur á septemberfundinum. Álagið fyrir Ísland hefur ekki fylgt þeirri þróun sem orðið hefur í öðrum Evrópulöndum með hátt skuldatryggingarálag, þar sem álagið þar hefur hækkað undanfarnar vikur.

Um 64 ma.kr. voru útistandandi í innstæðubréfum þegar nóvemberfundurinn var haldinn, um það bil 8 ma.kr. meira en á septemberfundinum.

Daglánavextir á millibankamarkaði höfðu hækkað tímabundið úr 5,0% í 6,25% í vikunni áður en fundurinn var haldinn, en það endurspeglar ófyrirséðar sveiflur í lausafjárstöðu fjármálastofnana skömmu fyrir mánaðamótin. Viðskipti á millibankamarkaði námu 41,5 ma.kr. frá síðasta fundi peningastefnunefndar og voru fyrst og fremst daglánaviðskipti.

Frá septemberfundinum hafði ávöxtunarkrafa í útboði ríkisvixla hækkað um 0,55-1,18 prósentur og ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúðabréfa hafði hækkað um 0,51-0,77 prósentur.

Bráðabirgðatölur um bankakerfið í september sýndu að staða útlána til innlendra aðila hafði dregist saman um 2,8% frá fyrri mánuði og höfðu gengistryggð lán lækkað um 4,2%. Útlán til fyrirtækja drógust saman um 2,5%, en heildarútlán til heimila drógust saman um 0,3%. Peningamagn hélt einnig áfram að dragast saman.

Frá tilkynningu um vaxtaákvörðun peningastefnunefndar 22. september höfðu virkir raunstyrivextir (sem samsvara um það bil einföldu meðaltali innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa) hækkað um 1,2 prósentur miðað við núverandi ársverðbólgu. Miðað við flesta mælikvarða á verðbólguvæntingar (verðbólguþá Seðlabankans og verðbólguvæntingar fyrirtækja og heimila) hækkuðu raunvextir eftir septemberfundinn en lækkuðu miðað við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði. Áhættuleiðréttur skammtíamavaxtamunur við helstu viðskiptalönd hafði hækkað um 0,3 prósentur.

Væntingar markaðsaðila um næstu vaxtaákvörðun gáfu til kynna að greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu þess að peningastefnunefnd myndi lækka vexti um 0,5-0,75 prósentur á grundvelli verðbólguhorfa og innlends efnahagsástands. Þær héldu því fram að óvissa í tengslum við afnám gjaldeyrishaftanna kæmi í veg fyrir að peningastefnunefndin tæki stærri skref í þá átt að minnka aðhald peningastefnunnar. Viðskiptavakar og verðbréfamiðlarar væntu þess að vextir yrðu lækkaðir um 0,5-1,0 prósentu (flestir bjuggust við 0,75 prósentna lækkun) og álitu að áhersla peningastefnunefndarinnar á gjaldeyrishöftin myndi vega þyngra en áherslan á þjóðarbúskapinn og verðbólguhorfur.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt síðustu spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, sem birt var í október, er þess vænst að hagvöxtur í heiminum nái 4,8% árið 2010 og 4,2% árið 2011, sem er nokkurn veginn í takt við spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í júlí 2010. Spáin fyrir alþjóðaviðskipti er áfram endurskoðuð upp á við og væntir Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn þess nú að viðskipti aukist um 11,4% á þessu ári, u.þ.b. 2 prósentum meira en í júlispá hans. Í nýjustu spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD), sem birt var í maí 2010, er spáð 10,6% vexti alþjóðaviðskipta á þessu ári. Spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um alþjóðaviðskipti árið 2011 hefur einnig verið endurskoðuð upp á við, um 1 prósentu, í 7%.

Afgangur af vöruviðskiptum var 10,6 ma.kr. í september. Verðmæti útflutningsvara var tæplega 50 ma. kr., en verðmæti innflutningsvara var 39 ma.kr. Útflutningur jókst um u.þ.b.

20% milli mánaða í september og var veruleg aukning í öllum helstu útflutningsgreinum. Innflutningur jókst um tæplega 14% og mældist aukning á bilinu 6-19% milli mánaða í flestum helstu undirliðum innflutnings nema eldsneyti sem dróst saman um 10% frá fyrri mánuði.

Útflutningsverðmæti áls jókst um 21% milli mánaða í september, í kjölfar samdráttar þrjá undanfarna mánuði. Nokkur hækkun varð á álverði í september, en aukning útflutnings stafaði fyrst og fremst af óvenju litlum útflutningi mánuðina á undan. Álverð hélt áfram að hækka fyrri hluta október og ætti að auka verðmæti álútflutnings í október, þar sem framleiðslustig hefur verið stöðugt.

Verð sjávarafurða hefur farið hækkandi frá því síðla árs 2009, að vísu með hléi í júlí og ágúst, og hækkaði um 5% milli mánaða í september.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Allar vísbendingar um vinnuafslnotkun sýna samdrátt milli ára á þriðja ársfjórðungi 2010. Starfandi fólki sem hlutfall af mannfjölda á aldrinum 16-74 ára fækkaði um 1 prósentu milli ára á þriðja ársfjórðungi. Heildarvinnustundum fækkaði um 2,1% vegna hálfri klukkustund styttri vinnuviku og 0,9% fækkunar fólks við störf. Fækkun heildarvinnustunda var mest áberandi í kjarnaaldurshópnum (25-54 ára), en á hinn bóginn fjölgaði í elsta aldurshópnum.

Launavísitalan hækkaði um 0,3% milli mánaða í september eftir að hafa verið óbreytt í ágúst. Laun hækkuðu um 1,9% milli ársfjórðunga á þriðja ársfjórðungi 2010, en verðbólga hjaðnaði um 0,6%; raunlaun hækkuðu því um 2,5%.

Skráð atvinnuleysi minnkaði úr 7,7% á öðrum ársfjórðungi í 7,1% á þriðja ársfjórðungi. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi jókst um 0,6 prósentur á þriðja ársfjórðungi, í 8,7%. Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands var atvinnuleysi 6,4% á þriðja ársfjórðungi, sem er lækking úr 8,7% á öðrum ársfjórðungi.

Vísbendingar gefa til kynna að vinnumarkaðurinn eigi enn eftir að veikjast eitthvað. Fyrirtæki sem hugðust fækka fólki á næstu sex mánuðum voru 10 prósentum fleiri en þau sem hugðust ráða starfsfólk, samkvæmt viðhorfaskönnun Capacent Gallup sem var gerð á meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins í september. Færri fyrirtæki vildu þó fækka starfsfólki í september en í sambærilegri könnun í júní eða um fjórðungur, og fleiri hugðust fjölga starfsmönnum. Vilji fyrirtækja til að fjölga og fækka starfsfólki er hins vegar svipaður og á sama tíma í fyrra.

Fjölmargir hagvísar, svo sem greiðslukortavelta, velta á dagvörumarkaði og í smásölu, benda til þess að einkaneysla hafi verið meiri á þriðja ársfjórðungi en á öðrum fjórðungi.

Vísitala húsnæðisverðs á öllu landinu, sem Hagstofa Íslands birti í október, lækkaði um 1% frá mánuðinum á undan. Húsnæðisverðvísitalan á höfuðborgarsvæðinu, sem Fasteignaskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,4% í september frá fyrri mánuði og breytingin var sú sama þegar leiðrétt var vegna árstíðar. Vísitalan hafði lækkað um 3,2% milli ára að nafnvirði og um 6,7% að raunvirði.

Eftir óverulega lækkingu í september féll væntingavísitalan töluvert í október og hefur ekki verið lægri frá því í ágúst 2009. Aðeins einu sinni áður – í nóvember 2008, við upphaf fjármálakreppunnar – hefur vísitalan fallið svo skarpt milli mánaða. Allar undirvísitölur

lækkuðu verulega í október, þar af lækkaði mest undirvísitalan sem mælir væntingar til heildarástandsins í efnahagsmálum að sex mánuðum liðnum.

Samkvæmt viðhorfskönnun Capacent Gallup á meðal fyrirtækja í september eru stjórnendur þeirra enn svartsýnir á núverandi efnahagsástand. Ennfremur voru þeir svartsýnni á efnahagsástandið að sex mánuðum liðnum en í síðustu könnun í júní og vænti u.þ.b. helmingur stjórnenda þess að ástandið yrði óbreytt og 29% bjuggust við því að það myndi versna. Til samanburðar vænti 31% fyrirtækjanna þess að efnahagsástandið myndi batna á næstu sex mánuðum þegar spurt var í júní. Á hinn bóginn voru þau bjartsýnni á horfur tólf mánuði fram í tímann og væntu 45% fyrirtækja þess að aðstæður í efnahagsmálum myndu batna.

Þrátt fyrir svartsýni fyrirtækja um almennar efnahagshorfur voru þau heldur bjartsýnni að því er varðar innlenda eftirspurn og bjóst fjórðungur stjórnenda við því að innlend eftirspurn myndi aukast á næstu sex mánuðum, í samanburði við 17% í júní. Í samanburði við könnunina í júní er í öllum atvinnugreinum nema fjármálageiranum hærra hlutfall þátttakenda sem væntir þess að innlend eftirspurn aukist og er aukningin mest í byggingarstarfsemi og sérhæfðri þjónustu.

Stjórnendur fyrirtækja vænta þess að verðbólga verði 2,5% eftir eitt ár (miðað við miðgildi), sem er lækkun um 0,5 prósentur frá könnuninni í júní. Hins vegar væntu þeir að verðbólga yrði 4% að tveimur árum liðnum, 1 prósentu minna en í könnuninni frá því í mars.

Þegar stjórnendur voru spurðir um verðákvarðanir fyrirtækja væntu 58% þeirra að verð héldist óbreytt á næstu sex mánuðum og þriðjungur taldi að verð myndi hækka, sem eru svipaðar niðurstöður og í könnun sem gerð var í mars. Þriðjungur smásölu-fyrirtækja býst við að lækka verð á næstu sex mánuðum, samanborið við 6% í mars.

Í annarri könnun Capacent Gallup sem framkvæmd var í september lækkuðu einnig verðbólguvæntingar heimila eitt ár fram í tímann frá fyrri könnun (í júní), um tvær prósentur, og mældust 6% samkvæmt miðgildi. Þær eru enn háar þrátt fyrir hraða hjöðnun verðbólgu það sem af er árinu. Heimilin væntu þess að tólf mánaða verðbólga mældist 5% að tveimur árum liðnum miðað við miðgildi, sem er 2 prósentum lægra en í júní.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,74% milli mánaða í október eftir að hafa haldist óbreytt í september. Ársverðbólga mældist 3,3% í október, sem er lækkun úr 3,7% frá mánuðinum á undan. Undirliggjandi verðbólga, eins og hún er mæld með vísitölu neysluverðs að frádregnum skattaáhrifum, var nálægt verðbólgu markmiðinu, 2,6%.

Í október hafði boðuð gjaldskrárhækkun hitaveitu sem nam 23,5% mest áhrif til hækkunar neysluverðsvísitölunnar (áhrif á vísitöluna 0,27%). Verð matvöru og óáfengra drykkja hækkaði um 0,7% (áhrif á vísitöluna 0,1%), einkum vegna herra verðlags innlendar matvöru, þar sem verðlag innfluttrar matvöru hélst óbreytt milli mánaða. Kostnaður vegna eigin húsnæðis jókst um 0,9% og er nú 4,5% minni en fyrir ári. Flugfargjöld til útlanda, sem er afar sveiflukennur undirliður, hækkuðu um 15,6% (áhrif á neysluverðsvísitölu 0,13%) eftir að hafa lækkað um u.þ.b. 11% í september. Á ársgrundvelli eru þau 3% lægri en fyrir ári.

Samkvæmt grunnspánni sem var birt í *Peningamálum* 3. nóvember mun gengi krónunnar styrkjast lítillga þegar líða tekur á spátímann. Þróun alþjóðlegra efnahagsmála hefur verið með svipuðum hætti og gert var ráð fyrir í fyrri spám bankans, en þróttur innlands efnahagslífs á fyrri hluta ársins virðist hafa verið heldur minni en spáð var. Vísbendingar eru þó um að samdrátturinn á öðrum fjórðungi ársins hafi verið minni en bráðabirgðatölur

Hagstofu Íslands gefa til kynna. Útlit er fyrir að landsframleiðslan dragist meira saman á þessu ári og vaxi minna á því næsta en spáð var í ágúst. Áfram er þó gert ráð fyrir að landsframleiðslan hafi náð botni á öðrum ársfjórðungi og að bati hafi hafist á hinum þriðja. Spáð er að hagvöxtur verði hátt í 3% á árunum 2012-2013. Þá er því spáð að atvinna taki að vaxa frá miðju ári 2011 og atvinnuleysi minnki smám saman eftir því sem líður á spátímann.

Gengi krónunnar hefur haldist tiltölulega stöðugt frá útgáfu *Peningamála* í ágúst, þrátt fyrir að Seðlabankinn hafi lækkað vexti í tvígang, um samtals 1,75 prósentur. Verðbólga hefur hjaðnað hraðar en spáð var í ágúst og nú eru horfur á að hún verði við verðbólgaumarkmið bankans í árslok, sem er nokkru fyrr en áður hafði verið spáð. Því er spáð að verðbólga aukist jafnframt minna í byrjun árs 2011 en áður var talið vegna minni hækkunar neysluskatta. Stöðugt gengi krónunnar, hóflegar launahækkningar á spátímanum, hjöðnun verðbólguvæntinga og slaki í efnahagslífinu munu leiða til þess að verðbólga hjaðnar fram á mitt ár 2011, en þá tekur hún að aukast á ný í átt að verðbólgaumarkmiðinu.

Í *Peningamálum* er einnig fjallað um helstu óvissuþætti er varða efnahagshorfurnar, sem eru frekar í átt til hins verra. Efnahagsbatinn gæti orðið veikari ef bakslag kemur í hinn alþjóðlega efnahagsbata, ef mikil skuldsetning heimila heldur meira aftur af vexti einkaneyslu en gert er ráð fyrir í spánni og ef fjárfesting í orkufrekum iðnaði tefst enn frekar. Sama er uppi á teningnum ef launahækkningar verða meiri en samræmist verðstöðugleika og ef aðhaldsaðgerðir fjárlagafrumvarpsins ganga ekki eftir þótt því gætu einnig fylgt skammvinn örvunaráhrif. Efnahagsbatinn gæti aftur á móti orðið kröftugri ef hraðari lækkun áhættuálags leiðir til þess að raungengið hækkar hraðar í átt að langtímajafnvægi eða ef meira innflæði beinnar erlendra fjárfestingar veldur því að batinn í atvinnuvegafjárfestingu reynist meiri en í grunnspánni.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá fundum íslensku sendinefndarinnar við fulltrúa Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og fundum sínum með öðrum seðlabankamönnum, matsfyrirtækjum og fjármálastofnunum á ársfundi Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í Washingtonborg. Einnig var rætt um nýlokna þriðju endurskoðun og undirbúning fjórðu endurskoðunar efnahagsáætlunar íslenskra stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum einnig frá endurskipulagningu skulda einkaaðila.

Fram kom í umræðunum að verðbólga hefði minnkað áfram í september og október eftir töluverða hjöðnun frá því í mars. Að mati nefndarmanna mun slaki í þjóðarbúskapnum, lækkandi verðbólguvæntingar og gengishækkun krónunnar það sem af er ári áfram styðja við lága og stöðuga verðbólgu.

Nefndarmenn töldu að samkvæmt spánni sem birt var í *Peningamálum* 3. nóvember yrði þróttur innlends efnahagslífs í ár og á næsta ári heldur minni en Seðlabankinn spáði í ágúst. Enn er þó gert ráð fyrir að efnahagsbati hefjist á seinni hluta ársins. Ennfremur hafði verðbólga hjaðnað hraðar en spáð var í ágúst.

Í umræðunum kom fram að frá fundi peningastefnufndar í september hefði viðskiptavegið meðalgengi krónu hækkað um tæplega 1%, en krónan hefði veikst lítið eitt gagnvart evru. Eins og nefndarmenn höfðu vænst virðast reglubundin kaup Seðlabankans á gjaldeyri, sem hófust 31. ágúst, ekki hafa haft nein greinileg áhrif á gengi krónunnar. Að mati nefndarmanna munu gjaldeyrishöftin, þróun viðskiptakjara og annarra þátta sem áhrif hafa á

viðskiptajöfnuð, ásamt aðhaldsstigi peningastefnunnar í samanburði við helstu viðskiptalönd halda áfram að styðja við gengi krónunnar.

Nefndarmenn ræddu horfur um afnám gjaldeyrishafta og þýðingu þess fyrir peningastefnuna. Nefndarmenn ræddu einnig um hlutverk gengisstöðugleika sem tímabundins markmiðs peningastefnunnar og nokkrir nefndarmenn voru þeirrar skoðunar að mikilvægi þess markmiðs færi smám saman þverrandi þar sem verðbólguhjöðnun héldi áfram og endurskipulagning innlendra efnahagsreikninga væri komin vel á veg en aðrir töldu að veikara gengi krónu gæti leitt til aukinna launahækkana.

Nefndarmenn ræddu þann möguleika að lækka vexti um 0,75 til 1,0 prósentu. Með hliðsjón af umræðunni og þeim mismunandi sjónarmiðum sem fram komu lagði seðlabankastjóri til vaxtalækkun um 0,75 prósentur, sem myndi lækka vexti á viðskiptareikningum innlánsstofnana og hámarksvexti innstæðubréfa í 4,0% og 5,25% hvora um sig, vexti á lánum gegn veði til sjö daga í 5,5% og daglánavexti í 7,0%.

Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra, þótt einn þeirra hefði viljað heldur meiri lækkun þar sem þjóðarbúskapurinn hefði reynt veikari en vænst hafði verið og verðbólga hjaðnaði hraðar. Nefndarmaðurinn var þó sammála um að svo lítið bæri á milli að hann samþykkti tillögu seðlabankastjóra.

Peningastefnunefndin telur að eitthvert svigrúm sé enn til staðar til áframhaldandi slökunar peningalegs aðhalds haldist gengi krónunnar stöðugt eða styrkist og hjaðni verðbólga eins og spáð er. Áætlanir um afnám haft á fjármagnshreyfingar skapa hins vegar óvissu um hversu mikið svigrúmið er til skemmri tíma. Nefndin er reiðubúin til þess að breyta aðhaldi peningastefnunnar eins og nauðsynlegt er með hliðsjón af því tímabundna markmiði hennar að stuðla að gengisstöðugleika og í því skyni að tryggja að verðbólga verði nálægt markmiði til lengri tíma lítið.

Eftirfarandi 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 8. desember 2010.