



Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, maí 2009

Birt: 21. maí 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.

Hér birtist fundargerð funda peningastefnunefndarinnar 5. og 6. maí 2009, en á þeim ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, stýrivaxtaákvörðunina 7. maí 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 8. apríl:

Fjármálamarkaðir

Gengi íslensku krónunnar hefur verið tiltölulega stöðugt frá fundi peningastefnunefndarinnar í apríl. Gengisvísitala miðað við víða vöruviðskiptavog var 0,6% hærrí 5. maí en hún var þegar tilkynnt var um síðustu stýrivaxtaákvörðun 8. apríl.

Munurinn á gengi íslensku krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði og aflandsmarkaði hafði minnkað aftur eftir að hafa aukist fyrstu mánuði ársins og voru viðskipti með krónuna á genginu 200-210 gagnvart evru á aflandsmarkaðinum, eða á u.þ.b. 23% lægra gengi en á innlendum gjaldeyrismarkaði.

Skammtíavextir í helstu viðskiptalöndum Íslands höfðu lækkað um 1,0 prósentu frá stýrivaxtaákvörðuninni í apríl. Munurinn á innlendum stýrivöxtum og stýrivöxtum Evrópska seðlabankans hafði minnkað um 2,50 prósentur í 11,7 prósentur. Fyrstu vikuna í maí var munur þriggja mánaða millibankavaxta gagnvart evru að meðaltali um það bil 2 prósentum minni en fyrstu vikuna í apríl en var þó enn 11,5 prósentur.

Skuldatryggingarálag á ríkissjóð Íslands hafði lækkað nokkuð. Það var áfram hátt, tæplega 8%. Hinsvegar lágu lítil viðskipti þar að baki og líklegast er að ekki einungis landaáhætta heldur einnig einkenni skuldatryggingarmarkaðarins hafi áhrif á álagið.

Viðskipti á gjaldeyrismarkaðinum námu alls 1,2 ma.kr. fyrstu vikuna í maí, samanborið við 1 ma.kr. fyrstu vikuna í apríl; þessar tölur sýna þó aðeins að þorri gjaldeyrisviðskipta viðskiptabankanna síðan millibankamarkaðurinn með gjaldeyri tók aftur til starfa í desember hefur farið fram innan hvers banka.

Framvirkir vextir af óverðtryggðum ríkisskuldabréfum bentu til þess að síðasta stýrivaxtalækkun hefði verið nokkurn veginn í samræmi við markaðsvæntingar þar sem ferillinn hliðraðist niður á við en lögun hans breyttist óverulega. Lækkun vaxtaferilsins endurspeglar markaðsvæntingar um frekari lækkun stýrivaxta. Birting neysluverðsvisítölunnar í lok apríl hafði ekki nein merkjanleg áhrif á ávöxtun verðtryggðra íbúðabréfa.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Alþjóðlega efnahagskreppan og lægra útflutningsverð hafa haft neikvæð áhrif á útflutningstekjur Íslands sem lækkuðu um 25% á fyrsta ársfjórðungi 2009 frá ársfjórðungnum á undan. Vöruskiptajöfnuðurinn á fyrsta ársfjórðungi 2009 var jákvæður sem nam 14,6 ma.kr., í samanburði við 35 ma.kr. afgang á síðasta fjórðungi ársins 2008. Vöruskiptajöfnuðurinn á fyrsta ársfjórðungi 2009, sem felur í sér óreglulega liði eins og skip og flugvélar, nam 13 ma.kr. Viðskiptaafgangur nam alls 8,4 ma.kr. í mars en minnkaði aftur niður í 2,3 ma.kr. samkvæmt bráðabirgðatölum fyrir apríl.

Á fyrsta ársfjórðungi 2009 minnkaði verðmæti innfluttra vara um 13% frá ársfjórðunginum á undan og innflutningsverðmæti bæði eldsneytis og aðfanga til iðnaðarframleiðslu minnkaði um u.þ.b. 20% milli ársfjórðunga. Einnig minnkaði verðmæti fjárfestingarvöru lítilsháttar, eða um 4%. Innflutningur varanlegrar neysluvöru, sem hefur reynst gefa tiltölulega góða vísbendingu um breytingar einkaneyslu, dróst saman um 32% milli ársfjórðunga, annan ársfjórðunginn í röð.

Verð á áli náði hámarki í júlí 2008 en lækkaði snarlega eftir það. Það hélt áfram að lækka fyrstu tvo mánuði ársins 2009, en þó hægar. Í mars og apríl hækkaði verðið að nýju og í byrjun maí var það svipað og í árslok 2008.

Minnkandi eftirspurn í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur valdið því að verð á flestum dýrum afurðum hefur lækkað verulega undanfarna mánuði. Ódýrari afurðir hafa einnig lækkað í verði, en ekki jafn hratt. Þannig var verðlag sjávarafurða 9,1% lægra á fyrsta fjórðungi ársins 2009 en á síðasta ársfjórðungi 2008.

Sjávarafurðir og ál nema samtals 77% af heildarútflutningi Íslands. Vegna verðlækkunar á áli að undanfögnu eru sjávarafurðir aftur orðnar stærsti einstaki útflutningsflokkurinn og nam hlutur þeirra 43% af vöruútflutningi á fyrsta ársfjórðungi 2009, en hlutur áls 34%. Verðmæti útflutts áls minnkaði um 38% frá síðasta ársfjórðungi 2008 og um 17% frá fyrsta ársfjórðungi 2008, en verðmæti útfluttra sjávarafurða minnkaði um 18% og 12% á sömu tímabilum.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Væntingavísitalan og undirvísitölur hennar hækkuðu aðeins óverulega í apríl. Væntingar til vinnumarkaðarins bötnuðu lítilsháttar. Væntingar til núverandi efnahagsástands einkennast áfram af svartsýni, en væntingar um heildarefnahagsástandið að sex mánuðum liðnum eru þó jákvæðari og svipaðar og þær voru í júlí 2008.

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands fækkaði heildarvinnustundum um rúmlega 9% milli ára á fyrsta fjórðungi ársins 2009, bæði vegna þess að unnum vinnustundum fækkaði að meðaltali (-1,9 klukkustundir) og vinnandi fólki fækkaði (-5%) í viðmiðunarvikunni. Viðbrögðin við minnkandi eftirspurn eftir vinnuafli eru nokkuð ólík hjá kjarnastarfsfólki (á aldrinum 25–54 ára) og þess hluta starfsfólksins sem er sveigjanlegastur (á aldrinum 16–24 ára).

Samkvæmt vinnumarkaðskönnuninni voru 12.700 manns atvinnulausir og virkir í atvinnuleit á fyrsta ársfjórðungi 2009. Þetta samsvarar 7,1% af vinnuaflinu. Atvinnuleysi, eins og það er mælt hjá Vinnumálastofnun, nam 7,5% á fyrsta fjórðungi ársins 2009.

Skráð atvinnuleysi nam alls 8,9% í mars. Árstíðabundið, skráð atvinnuleysi var 7,6% og hafði aukist úr 6,7% í febrúar.

Í mars hækkaði launavísitalan um 0,1% frá fyrra mánuði en hafði hækkað um 5,5% milli ára. Raunlaun höfðu lækkað um 0,7% milli mánaða í mars og um 8,4% miðað við sama mánuð árið 2008.

Áfram dró úr verðbólgu í apríl. Þrátt fyrir 0,45% hækkun neysluverðsvísitölu milli mánaða minnkaði ársverðbólga í 11,9%, úr 15,2% í mars. Hjöðnun verðbólgunnar stafaði aðallega af grunnáhrifum, þar sem 3,4% hækkun neysluverðsvísitölunnar í apríl 2008 hvarf úr tólf mánaða samanburðinum.

Árstíðarleiðréttur árshraði þriggja mánaða verðbólgu nam 0,8% í apríl, andstætt 4,6% í mars.

Lækkun á gengi krónunnar frá 12. mars hafði fyrst og fremst áhrif á verð á bensíni og nýjum ökutækjum í apríl. Verð á mat og drykkjarvörum lækkaði í apríl þrátt fyrir veikara gengi.

Lægra húsnæðisverð er farið að hafa aukin áhrif á neysluverðsvísitöluna. Neysluverðsvísitalan að frátöldum húsnæðisliðnum hækkaði um 0,8% milli mánaða og hefur hækkað um 15,6% milli ára í apríl. Reiknuð húsaleiga lækkaði um 1,6%, í kjölfar u.þ.b. 5% lækkunar í mars. Reiknuð húsaleiga hefur lækkað um u.þ.b. 11% milli ára. Greidd húsaleiga fer enn hækkandi milli mánaða, sem skýrist að nokkru leyti af því að leigusamningar eru að stórum hluta um félagslegt húsnæði og verðtrygðir.

Samkvæmt viðhorfskönnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum, sem var gerð á tímabilinu 26. til 31. mars 2009, vænta heimilin 17% verðbólgu næstu tólf mánuði, í samanburði við 14% í sams konar könnun sem var gerð í október 2008. Verðbólguvæntingar hafa aldrei mælst jafn háar í þessari könnun. Verðbólguvæntingar forsvarsmanna fyrirtækja eru þó miklu lægri, aðeins 0% næstu tólf mánuði, samkvæmt annarri nýlegri viðhorfskönnun Capacent Gallup.

Heimili vænta þess að verðbólga verði 7% eftir tvö ár. Það eru óbreyttar væntingar frá könnuninni í október 2008. Til samanburðar búast forsvarsmenn fyrirtækja við því að verðbólga verði 4% eftir tvö ár.

Heimili telja verðbólgu nú vera 23%, sem er veruleg aukning frá viðhorfskönnuninni í mars 2009 þegar verðbólga var talin rétt rúmlega 15%. Hún er einnig mun meiri en mæld verðbólga, sem var 15,2% þegar könnunin var gerð.

Samkvæmt grunnspánni sem var birt í *Peningamálum* 7. maí verður verðbólga lægri á síðari hluta ársins 2009 og árið 2010 en gert var ráð fyrir í grunnspánni í janúarheftinu, en í stórum dráttum í samræmi við spána sem lá fyrir á fundi peningastefnufndar í mars. Því er nú spáð að verðbólga verði 5% milli ára á síðasta ársfjórðungi 2009 og þess er vænst að hún verði nálægt 2,5% - markmiðinu snemma árs 2010.

Einföld tímaraðalíkön benda til hægari verðbólguhjöðnunar en líklega vanmeta þau áhrif samdráttar eftirspurnar á verðbólgu, verðbólguvæntingar og gengisáhrif. Kostnaðarþrýstingslíkanið spáir 6% verðbólgu milli ára á síðasta fjórðungi ársins 2009, en ARIMA-líkan gefur útkomuna 8%.

Vegna minni útflutnings og fjármunamyndunar er þess vænst að samdráttur innlendrar eftirspurnar og framleiðslu verði snarpari en fyrri spár gáfu til kynna. Samkvæmt nýju

grunnspánni mun þjóðarbúskapurinn dragast heldur hraðar saman og efnahagsbatanum seinka meira en gert var ráð fyrir í endurskoðuðu spánni í mars. Þetta birtist einnig í horfum á vinnumarkaði.

Því er spáð að landsframleiðsla nái lágmarki í upphafi árs 2010 eftir að hafa minnkað um 20% frá því hún var mest á þriðja ársfjórðungi 2008. Þess er vænst að efnahagssumsvif aukist á síðari helmingi ársins 2010 og að hagvöxtur muni eflast að nýju og verða 2½% árið 2011.

Búist er við því að heildarfjárfesting dragist mun meira saman árið 2009 en gert var ráð fyrir í janúarspánni, eða um 45% andstætt tæplega 30%, fyrst og fremst vegna þess að fyrirhuguðum álversframkvæmdum í Helguvík árið 2009 var frestað til 2011.

Í ljósi versnandi efnahagshorfa er þess vænst að atvinnuleysi nái hámarki á fyrri hluta árs 2010 og verði þá í kringum 11% en síðan dragi hægar úr því en gert var ráð fyrir í janúarspánni.

Því er spáð að kaupmáttur ráðstöfunartekna dragist saman um 15½% árið 2009 og haldist nokkurn veginn óbreyttur árið 2010 en aukist síðan lítillega árið 2011. Í grunnspánni er gert ráð fyrir að aðhaldsaðgerðir í ríkisfjármálum felist jöfnum höndum í niðurskurði útgjalda og skattahækkunum. Samneysla hlýtur því að dragast saman á spátímabilinu, en hlutur hennar í vergri þjóðarframleiðslu verður engu að síður yfir langtímameðaltali mestallt tímabilið.

Þess er vænst að staða krónunnar verði heldur veikari næstu þrjú árin en spáð var í janúar. Þetta endurspeglar meðal annars versnandi horfur í heimsbúskapnum, sem hafa áhrif á horfur greiðslujafnaðar. Þar af leiðandi mun raungengið lækka heldur meira á næstu misserum en gert var ráð fyrir í janúar.

II Stýrivaxtaákvörðunin

Nefndin ítrekaði að skammtímamarkmið peningastefnunnar væri stöðugleiki í gengismálum meðan verið væri að endurreisa efnahag heimila og fyrirtækja.

Nefndin var sammála um að framvinda efnahagsmála frá síðustu yfirlýsingu nefndarinnar 8. apríl hefði verið í samræmi við fyrra mat hennar að skilyrði fyrir áframhaldandi slökun peningalegs aðhalds væru til staðar. Verðbólguþrýstingur hélt áfram að hjaðna eins og búist var við. Tólf mánaða verðbólga minnkaði úr 18,6% í janúar í 11,9% í apríl. Enn meira dró úr árstíðarleiðréttum árshraða þriggja mánaða verðbólgu. Nefndin reiknaði ekki með að gengislækkun krónunnar í mars myndi seinka hjóðnun verðbólgunnar svo neinu næmi, þótt vísitala neysliverðs hefði hækkað heldur meira í apríl en vænst var. Nýjustu spár bentu til þess að verðbólga síðla árs 2009 og árið 2010 yrði minni en gert var ráð fyrir í grunnspánni í síðasta hefti *Peningamála* en nokkurn veginn í samræmi við það sem gert var ráð fyrir á fundi peningastefnufundar í mars. Gert var ráð fyrir að verðbólga yrði nálægt 2,5% - markmiðinu í byrjun árs 2010. Sakir minni útflutnings og fjármunamyndunar var gert ráð fyrir að samdráttur innlendrar eftirspurnar og framleiðslu yrði snarpari á þessu ári en fyrri spár gáfu til kynna. Nýja grunnspáin benti til þess að þjóðarbúskapurinn myndi dragast heldur hraðar saman og að efnahagsbatanum seinkaði miðað við endurskoðuðu spána í mars. Þetta birtist einnig í horfum á vinnumarkaði.

Nefndin ræddi ítarlega þróunina í innlenda fjármálakerfinu að undanfögnu. Rækilega var fjallað um gjaldeyrisstöðu bankanna. Meðal annars var rætt um veltu á innlendum gjaldeyrismarkaði og aflandsmarkaðinum og mikilvægi þess að gjaldeyrisviðskipti færðust í eðlilegt horf innan bankanna, ástæður þess að gengi krónunnar styrktist á

aflandsmarkaðinum og víxlverkanir stýrivaxta og gengis. Nefndin ræddi einnig markaðinn með skuldatryggingarálag; viðskiptaveltu og verðmyndun.

Gengi krónunnar hafði verið tiltölulega stöðugt á innlenda gjaldeyrismarkaðinum frá síðasta fundi nefndarinnar. Það sem helst studdi gengið var umtalsverður afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum. Nefndin var sammála um að engin merki þess að lækkun stýrivaxta í mars og apríl hefði veikt krónuna væru sýnileg. Í ljósi undirliggjandi efnahagsþróunar má ætla að gengi krónunnar muni til lengri tíma litið verða hærra en það hefur verið að undanfögnu. Við þeim vanda að farið sé í kringum gjaldeyrishöftin hafa stjórnvöld brugðist með því að loka glufum í viðkomandi löggjöf.

Seðlabankastjóri fjallaði um úrræði Seðlabankans til að auka eftirlit og herða framfylgd reglna í samvinnu við viðkomandi stjórnvöld.

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum einnig frá þeim aðgerðum sem Seðlabankinn vinnur nú að og miða að því að gera ópolinmóðum erlendum fjárfestum kleift að selja krónueignir án þess að gengið sé á gjaldeyrisforða Seðlabankans. Áætlað er að skammtímakrónueignir erlendra aðila nemi 200–300 ma.kr. Þótt gert sé ráð fyrir að gjaldeyrishöftin verði til staðar um nokkurt skeið ættu aðgerðir í því skyni að stuðla að umbreytingu hluta þessara eigna að draga verulega úr tilhneigingu til útlæðis fjármagns. Aðgerðirnar ættu að stuðla enn frekar að því að gengi krónunnar á aflandsmarkaði nálgist gengi hennar á innlendum gjaldeyrismarkaði.

Peningastefnunefndin gerði einnig ráð fyrir að aðhald í ríkisfjármálum yrði aukið í sumar. Í því felst að útgjöld hins opinbera verða skorin verulega niður og skattar hækkaðir, auk annarra tekjuaukandi aðgerða sem kæmu til framkvæmda í áföngum fram til ársins 2011, svo jöfnuður náist í rekstri ríkisins árið 2012. Þannig ættu að skapast forsendur fyrir hægfare lækkun skulda ríkissjóðs í kjölfarið. Til viðbótar auknu aðhaldi í ríkisfjármálum, mun endurskipulagning starfsemi viðskiptabankanna, sem færir rekstur þeirra í eðlilegt horf, hafa í för með sér að lántakendur standi frammi fyrir lánskjörum sem endurspegla fjármögnunarkostnað bankanna. Það felur í sér aðhaldssamari fjármálaskilyrði. Þær aðhaldsaðgerðir í ríkisfjármálum sem búist er við bera einnig með sér að viðeigandi sé að samspil efnahagsaðgerða færist í átt að auknu aðhaldi í fjármálum hins opinbera og slökun peningalegs aðhalds.

Nefndarmenn voru sammála um að verðbólguþróun og aðstæður í þjóðarbúskapnum gæfu tilefni til að slaka enn frekar á í peningamálum. Nefndarmenn voru einnig einhuga um að meira svigrúm hefði skapast til slökunar í peningamálum í ljósi aukins stöðugleika krónunnar, hertra gjaldeyrishafta og sérsniðinna aðgerða sem gerðu ópolinmóðustu fjárfestunum kleift að selja krónueignir á skipulegan hátt.

Nefndin taldi að aukin vitneskja um horfur greiðslujafnaðar við útlönd, samþykkt aðhaldsaðgerða í ríkisfjármálum til langs tíma, tvíhliða og marghliða lánasamningar sem styrkja gjaldeyrisforðann og árangur í endurskipulagningu fjármálageirans væru forsendur fyrir víðtækara afnámi gjaldeyrishafta. Þrátt fyrir að aðstæður innanlands og utan geri enn ekki kleift að afnema gjaldeyrishöftin án þess að hætta á að alvarlegt ójafnvægi skapist, hefur náðst árangur á mörgum sviðum sem ætti að veita svigrúm til að afnema þau í áföngum.

Nefndin fjallaði um stýrivaxtalækkun á bilinu 1,5 til 3,5 prósentur. Allir nefndarmenn voru sammála um að sterk rök hnigu að því að taka bæri tiltölulega stórt skref að þessu sinni en höfðu mismunandi skoðanir á því hversu stórt það skref ætti nákvæmlega að vera. Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að stýrivextir yrðu lækkaðir um 2,5 prósentur í 13,0%.

Seðlabankastjóri bauð öðrum meðlimum peningastefnunefndarinnar að greiða atkvæði um tillöguna. Þrír nefndarmenn greiddu atkvæði með tillögu seðlabankastjórans. Hinir tveir nefndarmennirnir greiddu atkvæði með 3,0 prósentna lækkun stýrivaxta.

Nefndarmenn voru sammála um að varfærin en þó veruleg slökun peningastefnunnar myndi er fram liðu stundir stuðla að efnahagsbata. Peningastefnunefndin væntir þess að fleiri þættir í efnahagsáætluninni verði komnir til framkvæmda þegar nefndin kemur næst saman í júní. Verði gengisþróun krónunnar hagstæð og aðgerðir í fjármálum hins opinbera eins og nú er gert ráð fyrir, væntir nefndin þess að hægt verði að lækka stýrivexti umtalsvert til viðbótar eftir fund nefndarinnar í júní, en gerir ráð fyrir hægari lækkun stýrivaxta eftir það. Lækkun stýrivaxta getur þó aðeins komið til hafi trúverðug áætlun um aðgerðir stjórnvalda varðandi fjármálastefnuna litið dagsins ljós.

Nefndarmenn voru einhuga um að þótt endurskipulagningu fjármálakerfisins hefði miðað áleiðis væri nauðsynlegt að grípa til ýmissa aðgerða í því skyni að endurreisa lífvænlegt bankakerfi. Til þess þarf að lækka kostnað, minnka umfang reksturs, draga úr gjaldeyrisáhættu og sjá til þess að lánskjör endurspegli raunverulegan fjármögnunarkostnað bankanna. Almennt séð þurfa bankarnir að setja fram viðskiptaáætlun sem leiðir til hagnaðar í rekstri. Koma þarf á gagnsæju og ábyrgu fyrirkomulagi eignauskýslu. Nefndin taldi mikilvægt að lækkun stýrivaxta yrði fylgt eftir með lækkun innlánsvaxta, helst meiri en sem nemur lækkun stýrivaxta.

Eftirtaldir nefndarmenn sátu fundina:

Svein Harald Øygaard, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarbankastjóri

Pórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Anne Sibert, prófessor

Gylfi Zoega, prófessor

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn fundina.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt fimmtudaginn 4. júní 2009.