



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, júlí 2009

Birt: 16. júlí 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 lögina hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af fundum sínum um stýrivexti tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Atkvæði einstakra nefndarmanna verða gerð opinber í ársskýrslu Seðlabankans.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 1. júlí 2009, en á þeim ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, stýrivaxtaákvörðunina 2. júlí og kynningu þeirrar ákvörðunar.

### **I Þróun í efnahags- og peningamálum**

Áður en nefndarmenn sneru sér að umræðu um vaxtaákvörðunina ræddi nefndin innlenda fjármálamarkaði, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskipti Íslands, innlenda raunhagkerfið og verðbólgu, með áherslu á nýjar upplýsingar sem fram hafa komið frá síðustu stýrivaxtaákvörðun hinn 4. júní.

### **Fjármálamarkaðir**

Endurskipulagning bankakerfisins er komin áleiðis og þess er vænst að endurfjármögnun nýju bankanna verði lokið um miðjan júlí. Ný löggjöf um stofnun eignaumsýslufélags og lög um Bankasýslu ríkisins munu einnig auðvelda enduruppbyggingu fjármálakerfisins og atvinnulífsins. Fjöldi vandamála í fjármálakerfinu er þó enn óleystur.

Íslensku bankarnir virðast enn vera að safna lausafé í krónum og hafa lítil viðskipti átt sér stað á millibankamarkaði frá fundi nefndarinnar í júní. Þetta takmarkar getu peningastefnunnar til að hafa áhrif á skammtímamarkaðsveiti. Seðlabanki Íslands innleiddi nýtt fyrirkomulag lausafjárstýringar 1. júlí. Á sama tíma voru reglur um veðhæf bréf í viðskiptum við Seðlabankann þrengdar.

Gengi krónunnar gagnvart evru á innlendum gjaldeyrismarkaði var nálægt 179 í júnílok. Það hafði því lækkað um 3% miðað við evru frá byrjun júní og er töluvert lægra en peningastefnunefndin hafði áður talið ásættanlegt. Seðlabankinn beitti inngrípum á gjaldeyrismarkaðnum í júní, en hreinn gjaldeyrisforði bankans jókst samt sem áður á öðrum ársfjórðungi 2009.

Munurinn á gengi íslensku krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði og aflandsmarkaði jókst á ný eftir að hafa minnkað á undanförunum mánuðum. Í lok júní voru viðskipti með krónuna á genginu nálægt 215 gagnvart evru á aflandsmarkaði, en voru á bilinu 190–210 í maí. Þessar tölur ber þó að túlka af varúð þar sem lítil viðskipti fóru fram á aflandsmarkaði. Umfang viðskipta á innlendum gjaldeyrismarkaði var einnig takmarkað í júní, eða um 6,1 ma.kr.

Stjórnvöld höfðu stigið nokkur mikilvæg skref í þá átt að auka tiltrú á krónuna frá því á síðasta fundi peningastefnunefndarinnar. Þau samþykktu langtímaáætlun í ríkisfjármálum, gengið var frá tvíhliða lánasamningum við hin Norðurlöndin og áætlun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins miðar áfram.

Áhættuálag á íslenskar fjáreignir hafði lækkað lítillega frá byrjun júní en var áfram hátt, nálægt 6,5–7,0 prósentum. Viðskipti voru hins vegar enn óveruleg og gæti verð hafa mótast af öðrum þáttum en mati á greiðsluáhættu ríkisins. Rætt var um aðferðafræðina við útreikning á áhættuálagi á íslenskar fjáreignir.

Frá fundi peningastefnunefndar 3. júní hafði ávöxtun óverðtryggðra ríkisskuldabréfa til langs tíma hækkað um u.þ.b. 1 prósentu. Ávöxtunarkrafa lengri verðtryggðra skuldabréfa Íbúðalánasjóðs með ríkisábyrgð hækkaði á sama tíma um 0,25–0,4 prósentur. Mikil hækkun langtímanafnvaxta ásamt lítilvægri hækkun langtímaraunvaxta gæti gefið til kynna að langtímaverðbólguvæntingar hafi aukist. Einnig gæti þessi þróun stafað af auknu áhættuálagi vegna verðbólgu eða breytingu lausafjárstöðu á markaðnum.

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

Í nýútgefinni skýrslu sinni, *Economic Outlook*, endurskoðaði Efnahags- og framfarastofnunin (OECD) hagvaxtarspá sína upp á við fyrir árin 2009-2010. Þetta var í fyrsta sinn á tveimur árum sem OECD endurskoðaði spá sína upp á við, en stofnunin lagði áherslu á að mikillar óvissu gætti enn. OECD spáir nú að samdráttur landsframleiðslu í OECD-ríkjunum gæti verið að nálgast hámark og svo virðist sem hægur bati taki við og gæti nú þegar verið hafinn í flestum stærri ríkjum utan OECD. Eftir mikinn samdrátt í heimsverslun undanfarið telur OECD möguleika á að heimsverslun taki aftur að aukast í lok árs. Þetta er mikilvægt fyrir Ísland, því að bati íslenska hagkerfisins mun verða útflutningsdrifinn.

Afgangur af utanríkisviðskiptum nam 7,4 ma.kr. í maí og hafði aðeins einu sinni mælst meiri á þessu ári. Afgangurinn jókst umtalsvert frá því í apríl þegar hann mældist 2,3 ma.kr. Aukningin stafaði eingöngu af 19% hækkun útflutningsverðmæta en innflutningur var nánast óbreyttur frá því í apríl.

Í lok júní hafði álverð hækkað um 18% frá lágmarki sínu í febrúar. Þessi verðhækkun átti sinn þátt í 11% hækkun útflutningsverðmætis áls milli mánaða, en 8% magnaukning hafði einnig sitt að segja. Útflutningsverðmæti áls hafði samt minnkað um helming milli ára. Verðmæti útfluttra sjávarafurða nam tæplega helmingi af heildarverðmæti útfluttra vara í maí og hafði verðmæti þeirra aukist um 16% milli mánaða, einkum vegna magnaukningar, þótt verð hafi hækkað lítils háttar frá því í apríl.

## **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Á fyrsta fjórðungi ársins 2009 dróst verg landsframleiðsla að raunvirði saman um tæp 4% miðað við sama tíma árið áður, sem er mesti samdráttur sem mælst hefur frá upphafi ársfjórðungslegra þjóðhagsreikninga árið 1997. Samdrátturinn var þó heldur minni en gert var ráð fyrir í spánni í maí. Minni samdráttur þjóðarútgjalda og kröftugri útflutningur skýrir minni samdrátt landsframleiðslu.

Samdráttur einkaneyslu nam 22% milli ára á fyrsta fjórðungi ársins 2009. Heildarfjárfesting dróst saman um 52% milli ára, sem er langmesti samdráttur í stuttri sögu ársfjórðungslegra þjóðhagsreikninga. Þar af dróst fjárfesting í atvinnulífinu saman um rúmlega 57% milli ára, íbúðafjárfesting um 50% og fjárfesting hins opinbera um 40%.

Viðskiptajöfnuður var neikvæður sem nam 49 ma.kr. á fyrsta ársfjórðungi 2009, eða 15% af landsframleiðslu. Þar af var afgangur af vöruskiptajöfnuði 15 ma.kr., en halli á þjónustujöfnuði nam 3 ma.kr. og þáttatekujöfnuði 59 ma.kr. Þetta er verulegur viðsnúningur frá síðasta ársfjórðungi 2008 þegar viðskiptahallinn var 311 ma.kr., eða 78% af vergri landsframleiðslu. Þennan mun má fyrst og fremst rekja til breytinga á þáttatekujöfnuði vegna viðsnúnings á arðgreiðslum og endurfjárfestum hagnaði. Stærsti undirliður þáttatekujafnaðarins var vaxtajöfnuður, sem var neikvæður um 61 ma.kr. Þessi tala endurspeglar þó ekki fjárstreymi úr landi þar sem sumar af þessum vaxtagreiðslum stafa af skuldbindingum gömlu bankanna og eru því ekki greiddar út í raun.

Skráð atvinnuleysi mældist 8,7% í maí, 0,4 prósentum minna en í apríl. Þessi lækkun stafar af aukningu vinnuafis í maí, en fjöldi atvinnulausra hefur haldist tiltölulega stöðugur undanfarna þrjá mánuði. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi var einnig 8,7% og hafði aukist um 0,4 prósentur frá apríl.

Launavísitalan hækkaði um 0,2% milli mánaða í maí, eftir að hafa lækkað sem því nam í apríl. Árshækkunin nam 4,1% milli ára. Raunlaun lækkuðu um 1% frá fyrra mánuði í apríl og um 6,8% milli ára.

Í lok júní lauk endurskoðun kjarasamninga á vinnumarkaði með undirritun stöðugleikasáttmálans. Auk samninga um launahækkanir á vinnumarkaði, sem koma til framkvæmda 2009 og 2010, var ákveðið að hækka launatengd gjöld um 1,66 prósentur. Verður launakostnaður því meiri en gert var ráð fyrir í máispánni. Framlenging helstu launasamninga til loka ársins 2010 dregur þó líklega úr hættu á verulegu launaskriði á tímabilinu.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup á væntingum forystumanna í 400 stærstu fyrirtækjum landsins, sem fram fór á tímabilinu 19.–29. maí 2009, álitu 97% þeirra núverandi efnahagsástand slæmt. Heldur meiri bjartsýni sem fram kom í viðhorfskönnuninni í maí virðist að miklu leyti vera liðin hjá. Um 55% forsvarsmanna fyrirtækjanna voru svartsýnni á efnahagsástandið að sex mánuðum liðnum en aðeins 12% forsvarsmanna fyrirtækjanna bjartsýnni á ástandið þá. Rúmlega 40% forsvarsmanna fyrirtækjanna töldu að draga muni úr innlendri eftirspurn á næstu sex mánuðum. Væntingar um erlenda eftirspurn virðast hins vegar hafa glæðst frá síðustu könnun en 36% forsvarsmannanna bjuggust við því að erlend eftirspurn aukist næstu sex mánuði.

Niðurstöður könnunarinnar gefa til kynna að vinnumarkaðurinn muni veikjast enn frekar, því að 35% fyrirtækjanna hugðust enn fækka starfsfólki og aðeins 10% fyrirtækja

ætluðu að ráða til sín starfsfólk. Til samanburðar vildu u.þ.b. 25% fyrirtækja fækka starfsfólki í mars en 10% ráða starfsfólk.

Væntingavísitala neytenda og allar undirvísitölur hennar, að frádreginni þeirri vísitölu sem mælir núverandi efnahagsástand, lækkuðu í júní. Vísitala sem mælir fyrirhuguð stórkaup (á fasteignum, ökutækjum og utanlandsferðum) hækkaði lítils háttar.

Velta greiðslukortafyrirtækja á öðrum ársfjórðungi 2009 jókst milli fjórðunga sem gæti bent til þess að innlend eftirspurn sé að taka við sér að nýju eftir að hafa snarminnkað á síðasta fjórðungi ársins 2008. Aukningin á öðrum ársfjórðungi gæti einnig verið til marks um að greiðslukortavelta væri að komast í fyrra horf eftir truflanir sem urðu á greiðslukerfinu á fjórða ársfjórðungi 2008.

Neysluverðsvísitalan hækkaði um 1,4% milli mánaða í júní. Ársverðbólga nam 12,2%, en var 11,6% í maí. Að frátöldum áhrifum nýlegra skattahækkana var tólf mánaða verðbólga 11,5% í júní. Árstíðarleiðréttur árshraði þriggja mánaða verðbólgu hafði einnig aukist verulega og nam 9,5% en að undanfögnu hafði dregið úr honum svo að hann nálgast núll. Leiðrétt fyrir áhrifum hækkunar óbeinna skatta, var árstíðarleiðréttur árshraði þriggja mánaða verðbólgu 6,3%. Verðbólga nam 11,9% á öðrum ársfjórðungi 2009 og 11,4% að undanskildum skattaáhrifum, en það er nokkru meiri verðbólga en gert var ráð fyrir í maíspánni.

Nokkuð mikinn hluta verðbólgunnar í júní má rekja til lækkunar á gengi krónunnar, en verð innfluttra vara hækkaði um 22% milli ára. Hækkun skatta á dísilolíu, hærra olíuverð á heimsmarkaði og veikari staða krónunnar ollu því að bensín- og olíuverð hækkaði um 7,8% milli mánaða, sem leiddi til 0,36% hækkunar á neysluverðsvísitölunni.

Kostnaður vegna eigin húsnæðis lækkaði um 0,8% milli mánaða í júní. Neysluverðsvísitalan að frádregnum húsnæðisþættinum hækkaði um 1,9% milli mánaða og hafði hækkað um 16,7% undanfarna tólf mánuði.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup voru verðbólguvæntingar fyrirtækja óbreyttar frá síðustu könnun í mars og bjóst meðalfyrirtæki við því að engin verðbólga yrði næstu tólf mánuði.

## **II Stýrivaxtaákvörðunin**

Seðlabankastjóri skýrði nefndarmönnum frá fundum sem haldnir voru með aðilum vinnumarkaðarins, fulltrúa Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og nokkrum af stærstu útflutningsaðilum á Íslandi. Á fundi sínum með Seðlabankastjóra kynntu aðilar vinnumarkaðarins stöðugleikasáttmálann sem nýlega var undirritaður. Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá því að hann hefði lýst yfir almennum stuðningi sínum við það markmið sáttmálans að hraða efnahagsbatanum og lýst ánægju með þá víðtæku samstöðu sem náðst hefði á erfiðum tímum og kæmi fram í sáttmálanum. Að hans mati dregur sáttmálinn jafnframt úr hættu á verulegum launahækkunum. Seðlabankastjóri ítrekaði hins vegar á fundi sínum með aðilum vinnumarkaðarins að það væri peningastefnunefndarinnar að ákveða stýrivexti í samræmi við lög um Seðlabankann. Á fundi bankastjórans með fulltrúa Alþjóðagjaldeyrissjóðsins lýsti fulltrúinn yfir áhyggjum sjóðsins af gengislækkun krónunnar og lagði áherslu á að brýnt væri að tryggja gengisstöðugleika. Stefnumörkun og framkvæmd í tengslum við gjaldeyrishöft var

meginefnið í viðræðunum við fulltrúa helstu útflutningsfyrirtækja. Talsmenn fyrirtækjanna lýstu því yfir að þau styddu markmiðið með löggjöfinni um gjaldeyrishöft. Gögn bankans sýndu að gjaldeyrissinnstreymi hafði verið töluvert hjá flestum fyrirtækjunum. Hins vegar var ljóst að breytinga á verklagi nokkurra fyrirtækja var þörf og hafa þau þegar hrundið þeim í framkvæmd. Aukning útflutningstekna í erlendri mynt, sérstaklega hjá innlendu viðskiptabönkunum, gæti stuðlað að styrkingu krónunnar.

Seðlabankastjóri kynnti langtímaáætlun um aðgerðir í ríkisfjármálum og taldi hana líklega til að stuðla að lægra áhættuálagi á skuldir íslenska ríkisins, auka tiltrú á krónuna og þar með skapa aukið svigrúm til að draga úr peningalegu aðhaldi. Hann minntist einnig á þann árangur sem náðst hafði við endurfjármögnun viðskiptabankanna og tvíhliða lánasamninga við hinar Norðurlandþjóðirnar en lagði áherslu á að til að meta skuldastöðu ríkisins væri nauðsynlegt að leysa Icesave-deiluna.

Þótt sjálfbærni í ríkisfjármálum hafi mikla þýðingu við afnám gjaldeyrishafta var nefndin þeirrar skoðunar að enn þá hafi ekki skapast skilyrði til að draga úr þeim. Veiking á gengi krónunnar undanfarið gefur til kynna að enn þá sé töluverður þrýstingur til lækkunar. Að mati nefndarmanna er þörf á gjaldeyrishöftum til að styðja krónuna enn um hríð, en engu að síður er unnið að áætlun um að afnema þau í áföngum.

Einnig var rætt um krónueignir erlendra aðila. Samkvæmt nýju mati námu eignir þeirra 610 ma.kr. í lok júní og höfðu þá minnkað um 70 ma.kr. frá ársbyrjun. Langtímaeignir höfðu aukist lítillega en skammtímaeignir minnkað úr 330 ma.kr. í 260 ma.kr. Þó svo að mikillar óvissu gæti í þessu mati gefur það til kynna að verulega hefur dregið úr krónueignum erlendra aðila.

Nefndin ræddi einnig nýlega þróun á innlendum fjármálamarkaði. Meðal þess sem fjallað var um var ofgnótt lausafjár á krónumarkaði, skilvirkni gjaldeyrishaftanna, viðskipti á innlendum gjaldeyrismarkaði og aflandsmarkaði, halli ávöxtunarferilsins og gjalddagar og útgáfa ríkisverðbréfa.

Sumir nefndarmenn lýstu yfir áhyggjum af of miklu lausafé á krónumarkaði og lögðu áherslu á nauðsyn þess að bæta lausafjárstýringu Seðlabankans. Of mikið lausafé gæti hafa átt þátt í veikingu krónunnar og því væri mikilvægt að draga umfram lausafé af markaðnum.

Allir nefndarmenn lýstu yfir áhyggjum af nýlegri gengislækkun krónunnar. Sumir þeirra töldu að það að farið hafi verið í kringum gjaldeyrishöftin gæti hafa vegið á móti afgangi á vöruskiptajöfnuði. Það, ásamt versnandi viðskiptakjörum og stórum vaxtagreiðslum í júní, hafi stuðlað að veikingu krónunnar.

Sumir nefndarmenn töldu að fyrri lækkanir stýrivaxta ættu óverulegan þátt í nýlegri gengislækkun krónunnar. Aðrir héldu því þó fram að ekki væri útilokað að umtalsverð lækkun stýrivaxta og sérstaklega stýrivaxtaákvörðunin í maí hefði haft einhver áhrif. Því álitu nefndarmenn að ekki væri ráðlegt að slaka frekar á aðhaldi í peningamálum að svo stöddu, eða þar til að krónan hefði styrkst verulega að nýju miðað við núverandi stöðu hennar. Jafnvel væri nauðsynlegt að hækka stýrivexti ef krónan styrktist ekki á næstunni.

Nefndarmenn ræddu aukningu verðbólgu í júní. Helstu þættirnir sem stuðluðu að þessari aukningu voru skattahækkanir sem nýlega komu til framkvæmda og gengislækkun krónunnar. Þar sem þróunin í þjóðarþúskaðum hefur í grófum dráttum verið í samræmi við væntingar voru nefndarmenn sammála um að takmarkaður

verðbólguþrýstingur væri til staðar og að verðbólgan myndi halda áfram að nálgast verðbólguþrýstinginn þegar gengi krónunnar næði jafnvægi.

Sumir nefndarmenn töldu að þörf væri á nokkru peningalegu aðhaldi til að viðhalda verðgildi krónunnar. Þeir höfðu áhyggjur af því að aukin verðbólga kynni að grafa undan tiltrú manna á peningastefnunni og krónunni. Stýrivextir mættu því ekki lækka of mikið á meðan hjöðnun verðbólgu stæði, svo að tiltrú manna á gjaldmiðlinum myndi ekki skaðast frekar. Nefndarmenn ræddu hvort halda bæri stýrivöxtum óbreyttum, sem og hvort hækka ætti þá lítils háttar. Einnig var rætt um að hækka innlánsvexti eingöngu. Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að stýrivextir og innlánsvextir yrðu óbreyttir. Sú tillaga var samþykkt samhljóða.

Þótt langtímaáætlun í ríkisfjármálum og endurskoðun kjarasamninga séu jákvæð skref er það skoðun peningastefnunarinnar að veik staða krónunnar komi í veg fyrir frekari vaxtalækkun. Fyrirnefndir þættir ættu þó að auka tiltrú á krónuna næstu misserin og þar með stuðla að gengishækkun hennar. Nefndarmenn telja jafnframt að styrkist krónan ekki, gæti reynst nauðsynlegt að hækka vexti.

Eftirtaldir nefndarmenn sátu fundina:

Svein Harald Øygaard, 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 nokkrir starfsmenn fundina.

Aðalheiður Ósk Guðlaugsdóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunarinnar verður birt fimmtudaginn 13. ágúst 2009.