



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, september 2010

Birt: 6. október 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 löggin 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 fundar peningastefnunefndarinnar 21. september 2010, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 22. 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, innlendan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá síðustu vaxtaákvörðun 18. ágúst.

#### Fjármálamarkaðir

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 0,4% hærra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í september en á ágústfundinum. Milli funda hafði gengi krónunnar styrkst óverulega gagnvart evru, um 2,9% gagnvart sterlingspundi og 2,1% gagnvart Bandaríkjadal.

Viðskipti á gjaldeyrismarkaðnum hafa áfram verið lítil. Seðlabankinn hóf hófleg kaup á erlendum gjaldeyri í lok ágúst sem nema 1,5 milljónum evra einu sinni í viku. Ennfremur hefur Seðlabankinn keypt 8 milljónir evra af viðskiptavökum á gjaldeyrismarkaði, að þeirra frumkvæði, í tveimur aðgreindum viðskiptum.

Viðskipti með krónuna á aflandsmarkaðnum hafa verið lítil frá síðasta fundi peningastefnunefndar og hafa viðskipti farið fram á gengi 215–240 gagnvart evru.

Áhættuálag fyrir Ríkissjóð Íslands, eins og það er mælt með skuldatryggingarálaginu, hefur verið nokkurn veginn stöðugt frá því á ágústfundinum. Skuldatryggingarálagið fyrir Ísland var 3 prósentur þegar septemberfundurinn var haldinn, en var 3,2 prósentur á ágústfundinum.

Skuldatryggingarálagið fyrir Ísland hefur ekki fylgt þeirri þróun sem orðið hefur í öðrum Evrópulöndum með hátt skuldatryggingarálag, þar sem það hefur farið hækkandi frá því í ágúst.

Um 66 ma.kr. voru útistandandi í innstæðubréfum þegar septemberfundurinn var haldinn, í samanburði við 73 ma.kr. á ágústfundinum.

Daglánavextir á millibankamarkaði voru 0,5 prósentum hærrí en vextir á viðskiptareikningum þegar septemberfundurinn var haldinn. Viðskipti á millibankamarkaði námu 24 ma.kr. frá síðasta fundi peningastefnufndar og voru fyrst og fremst daglánaviðskipti.

Ávöxtunarkrafa í útboði ríkisvísla um miðjan ágúst var 4,58% í samanburði við 4,68% í útboðinu um miðjan ágúst og 5,49% í útboðinu í júlí. Ávöxtunarkrafa langtíma ríkisbréfa hafði lækkað um 0,31–0,60 prósentur frá ágústfundinum. Á sama tíma hafði ávöxtunarkrafa verðtrygðra íbúðabréfa lækkað um 0,81–1,07 prósentur.

Bráðabirgðatölur um bankakerfið í júlí sýndu að útlán höfðu haldið áfram að dragast saman frá því í maí. Staða útlána til innlendra aðila hafði dregist saman um 1,3% frá því í maí, einkum vegna 0,4% samdráttar útlána til fyrirtækja. Staða útlána til fyrirtækja í þjónustugeiranum hafði þó aukist um 1,3%. Gengistryggð lán höfðu lækkað um 2,3%, einkum vegna gengisstyrkingar krónunnar.

Frá því að tilkynnt var um vaxtaákvörðun peningastefnufndar 18. ágúst hefur aðhaldsstig peningastefnunnar (metið út frá meðaltali innlánsvaxta Seðlabankans og vaxta á innstæðubréfum) aukist um 0,3 prósentur miðað við núverandi verðbólgu milli ára en hefur verið nokkurn veginn stöðugt miðað við flesta mælikvarða sem byggja á verðbólguvæntingum (verðbólguþá Seðlabankans, verðbólguvæntingar fyrirtækja og verðbólguálag á skuldabréfamarkaði). Áhættuleiðréttur skammtíma vaxtamunur við helstu viðskiptalönd hafði minnkað um 0,2 prósentur.

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

Afgangur af vöruviðskiptum á Íslandi var 4,6 ma.kr. í júlí. Samkvæmt bráðabirgðatölum var afgangurinn lægri í ágúst eða 2,4 ma.kr. Heildarverðmæti útfluttrar vöru náði 42 ma.kr. í ágúst, en heildarverðmæti innfluttrar vöru nam 39 ma.kr.

Minni afgangur af vöruviðskiptum í júlí og ágúst en mánuðina á undan stafar bæði af því að verðmæti útfluttrar vöru hefur lækkað og verðmæti innfluttrar vöru hækkað. Hækkun á bilinu 2–4% milli mánaða kom fram í flestum helstu undirliðum innflutnings í ágúst. Á fyrstu átta mánuðum þessa árs hefur verðmæti innfluttrar vöru verið 10% hærra en á sama tíma árið 2009.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Bráðabirgðatölur úr ársfjórðungslegum þjóðhagsreikningum frá Hagstofu Íslands sýna að íslenskur þjóðarbúskapur var heldur þróttminni á öðrum ársfjórðungi 2010 en gert var ráð fyrir í síðustu spá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 2010/3 í ágúst.

Í samanburði við fyrsta ársfjórðung 2010 virðist hafa orðið mun meiri samdráttur milli ára á öðrum ársfjórðungi í öllum undirflokkum nema útflutningi og innflutningi. Samdráttur árstíðarleiddrar landsframleiðslu milli ársfjórðunga var 3,1% eða meiri en á næstu tveimur

ársfjórðungum á undan. Á fyrri helmingi þessa árs hefur þjóðarbúskapurinn dregist saman um 7,3% frá sama tímabili árið 2009.

Bæði einkaneysla og heildarfjármunamyndun drógust verulega saman á öðrum ársfjórðungi 2010 frá fyrri ársfjórðungi, einkaneysla um 3,2% og heildarfjármunamyndun um 4,7%. Samdráttur einkaneyslu kemur í kjölfar mun minni samdráttar á fyrsta ársfjórðungi eða 0,9% á meðan samdráttur heildarfjármunamyndunar var minnsti samdráttur milli ársfjórðunga frá því að kreppan hófst. Samneysla jókst um 1% milli ársfjórðunga eftir að hafa minnkað fimm ársfjórðunga á undan. Eftir að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar hafði verið neikvætt þrjú ársfjórðunga í röð var það jákvætt um tæpar 4 prósentur milli ársfjórðunga, þar sem útflutningur jókst um 2,8% og innflutningur dróst saman um 5,1%.

Viðskiptajöfnuðurinn var neikvæður um sem nam 2,4% af vergri landsframleiðslu, eða 9 ma.kr. á öðrum ársfjórðungi 2010, eftir að hafa verið neikvæður um 4,9% af landsframleiðslu á fyrsta ársfjórðungi. Hallinn á öðrum ársfjórðungi stafaði af neikvæðum þáttatekjujöfnuði (54 ma.kr.), en bæði þjónustujöfnuður og vöruskiptajöfnuður voru jákvæðir um 14 ma.kr. og 33 ma.kr., hvor um sig. Viðskiptajöfnuður án áfallinna vaxta vegna innlánsstofnana í slitameðferð var jákvæður á öðrum ársfjórðungi 2010, annan ársfjórðunginn í röð, sem nam 3,9% af vergri landsframleiðslu eða tæpum 15 ma.kr.

Samkvæmt endurskoðuðum þjóðhagsreikningum fyrir árið 2009 var þjóðarbúskapurinn heldur þróttminni en bráðabirgðatölurnar frá því í mars höfðu gefið til kynna og dróst landsframleiðsla saman um 6,8%. Skýringuna má rekja til meiri samdráttar einkaneyslu og heildarfjármunamyndunar en áður var birt. Samneysla er nú talin hafa verið meiri vegna þess að Ríkisútvarpið er nú flokkað sem samneysla. Framlag utanríkisviðskipta var hins vegar meira þar sem tölur um útflutning voru endurskoðaðar upp á við um 1,2 prósentur vegna meiri útflutnings þjónustu, en tölur um innflutning breyttust hins vegar ekki.

Viðskiptahalli ársins 2009 er nú talinn hafa verið 2% af landsframleiðslu, mun minni en áður var talið (3,8%). Endurskoðunin skýrist af minni halla á þáttatekjujöfnuði og meiri afgangi á vöru- og þjónustujöfnuði. Endurskoðuð gögn gefa einnig til kynna að afgangur á viðskiptajöfnuði án áfallinna vaxta vegna innlánsstofnana í slitameðferð nam 3,5% af landsframleiðslu í stað 2,1% sem áður hafði verið birt. Samkvæmt endurskoðuðum tölum fyrir fyrsta ársfjórðung 2010 var samdráttur landsframleiðslu milli ára 0,6 prósentum minni en í júnitölunum eða 6,3%. Veruleg endurskoðun á birgðabreytingum vegna minni vaxtar birgða hafði þar mikil áhrif.

Skráð atvinnuleysi var 7,3% í ágúst og hafði lækkað úr 7,5% í júlí. Árstíðarleiddrétt atvinnuleysi þokaðist á hinn bóginn upp á við, úr 8,3% í júlí í 8,5% í ágúst.

Launavísitalan hækkaði um 0,3% milli mánaða í júlí. Nafnlaun hækkuðu um 6,0% milli ára. Vegna þessara launahækkana og 0,66% lækkunar neysluverðsvísitölu í júlí hækkuðu raunlaun um 1,0% milli mánaða og 1,1% milli ára.

Vísitala húsnæðisverðs á landinu í heild, sem Hagstofa Íslands birti í ágúst, lækkaði um 0,2% frá mánuðinum á undan. Húsnæðisverðsvísitalan á höfuðborgarsvæðinu, sem Fasteignaskrá Íslands reiknar út, hélst óbreytt frá mánuðinum á undan eftir að hafa lækkað um 1,3% í júlí. Hún hækkaði hins vegar um 0,2% árstíðarleiddrétt. Í ágúst hafði vísitalan lækkað um 3,6% milli ára að nafnvirði og um 7,8% að raunvirði. Viðskipti á fasteignamarkaði hafa heldur aukist. Heildarviðskipti voru um 43% meiri á fyrri helmingi septembermánaðar en á sama tíma árið 2009, þótt viðskiptin séu áfram mjög lítil í sögulegu samhengi.

Fjölmargir hagvísar, svo sem greiðslukortavelta, velta á dagvörumarkaði og í smásölu benda til þess að einkaneysla hafi verið meiri á þriðja ársfjórðungi 2010 en á öðrum ársfjórðungi. Væntingavísitalan hefur haldið áfram að hækka og náði í ágúst hámarki eftir fjármálakreppuna. Viðhorf til núverandi ástands var ennþá mjög neikvætt, en væntingar til efnahagsástandsins að sex mánuðum liðnum fóru hins vegar upp fyrir 100 stig annan mánuðinn í röð, sem bendir til þess að fleiri svarendur hafi verið jákvæðir en neikvæðir til efnahagsástandsins í framtíðinni.

Verðbólga hélt áfram að hjaðna í ágúst eftir töluverða hjöðnun frá því í mars. Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,25% á milli mánaða og hafði hækkað um 4,5% milli ára eða 3,8% án áhrifa óbeinna skatta. Árstíðarleiddrétt vísitala neysliverðs lækkaði um 0,3% á síðustu þremur mánuðum, sem er 1,2% lækkun á ársgrunni.

Hækkun neysliverðsvísitölunnar í ágúst stafaði einkum af 4,6% verðhækkun á fatnaði og skóm, þar sem sumarútsölum var víða að ljúka. Verð matvæla og drykkjarvara hækkaði um 0,55% í ágúst, einkum vegna verðhækkunar ávaxta og grænmetis.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri skýrði nefndarmönnum frá stöðu þriðju endurskoðunar efnahagsáætlunar íslenskra stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, fjármögnun henni tengdri og horfum um gjaldeyrisforðann, stöðu deilunnar vegna bóta til innstæðueigenda í erlendum útibúum Landsbankans, nýlegum fundi með Samtökum atvinnulífsins og Alþýðusambandi Íslands, fundi með fulltrúa Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og sölunni á FIH Erhvervsbank.

Nefndarmönnum var einnig greint frá nýlegum dómi Hæstaréttar um þá viðmiðunarvexti sem nota á í lánasamningum sem innihalda óskuldbindandi gengistryggingarákvæði. Ennfremur var kynnt hálfis árs uppgjör Íslandsbanka og Arion banka.

Í umræðunum kom fram að skammtíma markaðsvextir hefðu undanfarið verið nálægt gólfi vaxtagangsins. Nefndarmenn ræddu því hvort ákjósanlegt væri að færa markaðsvexti nær miðju vaxtagangsins og möguleg úrræði til þess. Nefndarmenn sammæltust um að huga betur að þessu máli á næsta fundi peningastefnunefndar.

Að mati nefndarmanna munu veik efnahagsumsvif og gengishækkun krónunnar á þessu ári halda áfram að styðja við hjöðnun verðbólgu. Í umræðunum kom fram að verðbólguhorfur væru að mestu leyti óbreyttar frá því í ágúst og að því gefnu að gengi krónunnar haldist nokkurn veginn stöðugt vænti peningastefnunefndin þess að verðbólga án skattaáhrifa myndi ná verðbólgu markmiði Seðlabankans fyrir árslok og fara niður fyrir markmið snemma á árinu 2011. Verðbólguvæntingar hafa einnig haldið áfram að lækka.

Í umræðunum kom fram að aðhald peningastefnunnar, mælt með raunvöxtum Seðlabankans og áhættuleiddréttum vaxtamun við viðskiptalönd, hefði verið nokkurn veginn óbreytt frá tilkynningunni um vaxtaákvörðunina 18. ágúst.

Í umræðunum var bent á að gengi krónunnar hefði styrkst um u.þ.b. hálfa prósentu á innlendum gjaldeyrismarkaði frá ágústfundi nefndarinnar, bæði viðskiptavegið meðalgengi og gagnvart evru. Eins og nefndarmenn höfðu vænst virtust reglubundin kaup Seðlabankans á gjaldeyri, sem hófust 31. ágúst, ekki hafa haft marktæk áhrif á stöðugleika krónunnar. Að mati nefndarmanna munu gjaldeyrishöftin, þróun viðskiptakjara og annarra þátta sem hafa

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

Gögn úr þjóðhagsreikningum fyrir annan ársfjórðung 2010 bentu til þess að eftirspurn og landsframleiðsla séu í meginatriðum að þróast í takt við uppfærða spá Seðlabankans frá því í ágúst, þótt minni fjárfesting en búist hafði verið við benti til þess að samdrátturinn árið 2010 verði nær því sem spáð var í maí. Enn er þó vænst að efnahagsbatinn hefjist á seinni helmingi ársins samkvæmt spá Seðlabankans.

Þar sem horfur eru á að þriðju endurskoðun efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins ljúki fyrir septemberlok voru nefndarmenn þeirrar skoðunar að að henni lokinni yrðu forsendur til staðar fyrir áframhaldandi afnámi gjaldeyrishafta hvað varðar stærð gjaldeyrisforðans og þjóðhagslegan stöðugleika. Þótt dregið hefði verulega úr óvissu um stöðugleika fjármálakerfisins í kjölfar nýlegs dóms Hæstaréttar í september mun hins vegar taka nokkra mánuði í viðbót áður en ljóst er hver eiginfjárstyrkur fjármálakerfisins er. Á heildina litið eru forsendur fyrir afnámi gjaldeyrishafta nær því að vera til staðar nú en í ágúst þótt óvissa um nákvæma tímasetningu og áhrif afnáms gjaldeyrishafta haldi áfram að flækja framkvæmd peningastefnunnar.

Nefndarmenn ræddu þann möguleika að lækka vextina um 0,5 til 1,25 prósentur. Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til vaxtalækkun um 0,75 prósentur, sem mundi lækka vexti á viðskiptareikningum innlánsstofnana og hámarksvexti innstæðubréfa í 4,75% og 6,0% hvora um sig, vexti á lánum gegn veði til sjö daga í 6,25% og daglánavexti í 7,75%.

Þótt vilji til að taka bæði stærra og minna skref hafi verið til staðar, voru allir nefndarmenn sammála um að við núverandi aðstæður bæri svo lítið á milli að þeir samþykktu tillögu seðlabankastjóra.

Rök þeirra nefndarmanna sem vildu taka minni skref voru þau að aðhald peningastefnunnar þyrfti að vera meira þar sem styttist í væntanlegt afnám gjaldeyrishaftanna. Rök þess nefndarmanns sem vildi meiri vaxtalækkun voru þau að aðhald peningastefnunnar mælt með raunvöxtum væri líklega vanmetið, þar sem mæld verðbólga endurspeglar fyrst og fremst gengisbreytingar síðastliðna tólf mánuði. Ennfremur væri aðhald peningastefnunnar of mikið í ljósi slæmrar stöðu þjóðarbúskaparins og væntanlegs aðhalds í ríkisfjármálum.

Nefndin 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 hafta 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 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 3. nóvember 2010.