



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, júní 2010

Birt: 7. júlí 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 22. júní 2010, en á þeim ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 23. júní 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. maí.

Fjármálamarkaðir

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 5% hærra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í júní en á maífundinum. Milli funda hafði gengi krónunnar styrkst um því sem næst 6% gagnvart evru, 4,1% gagnvart sterlingspundi og 1,4% gagnvart Bandaríkjadal.

Seðlabankinn hefur ekki beitt inngrípum á gjaldeyrismarkaðinn frá því snemma í nóvember. Viðskipti á gjaldeyrismarkaðinum hafa heldur aukist að undanfögnu og námu 19,5 m. evra frá því að maífundurinn var haldinn.

Innstæður innlendra aðila á gjaldeyrisreikningum í innlendum bönkum hafa minnkað óverulega frá síðasta fundi peningastefnunefndar, sem trúlega stafar af því að gengi krónunnar hefur styrkst gagnvart evru.

Viðskipti með krónuna á aflandsmarkaðinum hafa verið lítil frá síðasta fundi peningastefnunefndar og hafa áfram farið fram á gengi 270–290 gagnvart evru, þótt gengi krónunnar hafi styrkst á aflandsmarkaðinum í 235–255 í kjölfar þeirrar yfirlýsingar 31. maí að

lífeyrissjóðir mundu kaupa skuldabréf Íbúðalánasjóðs af stjórnvöldum og tilkynningar um tvíhliða gjaldeyrisskiptasamning milli Alþýðubanka Kína og Seðlabanka Íslands 9. júní.

Áhættuálag fyrir Ríkissjóð Íslands, eins og það er mælt með skuldatryggingarálaginu, hafði lækkað frá því á maifundinum. Áhættuálag fyrir Ríkissjóð Íslands var 327 punktar á júnifundinum, sem er lækkun úr 376 punktum þegar maifundurinn var haldinn. Þetta hefur gerst þrátt fyrir að samtímis hafi áhættuálag fyrir mörg Evrópuríki hækkað, en það endurspeglar skuldakreppuna í Evrópu.

Seðlabankinn tilkynnti hinn 16. júní um tilboð til að kaupa aftur skuldabréf í erlendum gjaldmiðli með gjalddaga 2011 og 2012. Á fundi peningastefnunefndar var tilkynnt að endurkaupin myndu nema alls 160 m. og 32 m. evra að nafnvirði fyrir hvorn flokk um sig. Undanfarna sex mánuði hafði Seðlabankinn þegar eignast skuldabréf úr þessum sömu flokkum á eftirmarkaðinum. Heildaruppin, að meðtöldum endurkaupunum í júní, nema 362 m. og 42 m. evra að nafnvirði í hvorum flokki fyrir sig og við það minnkar útistandandi stofn skuldabréfa í erlendum gjaldmiðlum með gjalddaga 2011 og 2012 um 404 m. evra.

Sjö útboð innstæðubréfa höfðu verið haldin frá maifundinum og um 101,2 ma.kr. voru útistandandi í innstæðubréfum þegar júnifundurinn var haldinn.

Daglánavextir á millibankamarkaði höfðu haldist innan vaxtagangs Seðlabankans og voru 0,5 prósentum hærrí en vextir á viðskiptareikningum þegar júnifundurinn var haldinn. Viðskipti á millibankamarkaði höfðu áfram verið fremur lítil, 52 ma.kr., frá síðasta fundi peningastefnunefndar og eingöngu bundin við stystu tímalengd, yfir nótt.

Ávöxtunarkrafa í útboði ríkisvixla um miðjan júní var 5,95% í samanburði við 6,74% í útboðinu um miðjan apríl. Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa hafði einnig lækkað um 0,39–0,52 prósentur frá maifundinum. Á sama tíma hafði ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúðabréfa lækkað um 0,37–0,41 prósentu.

Endurskoðuð gögn um peningaeign í mars 2010 sýna að peningaframboð hefur dregist saman frá byrjun ársins og hefur peningamagn (M1) dregist saman um 5% og peningamagn og sparifé (M3) um 2% í samræmi við takmarkaða lánastarfsemi bankans. Aukningin milli ára er 3% í báðum tilfellum.

Nýjar bráðabirgðatölur um bankakerfið hafa nú verið gefnar út. Heildareignir innlánsstofnana námu 2.956 ma.kr. í árslok 2009, andstætt 14.895 ma.kr. í lok september 2008. Lán voru u.þ.b. 70% af heildareignum í árslok 2009. Í árslok 2009 námu heildarlán innlánsstofnana til innlendra aðila rétt tæplega 1.769 ma.kr., sem er minnkun úr 4.786 ma.kr. í lok september 2008. Innlán innlendra aðila hafa breyst miklu minna. Frá því í september 2008 hafa innlán innlendra aðila hækkað um 167 ma.kr. í alls 1.580 ma.kr. í árslok 2009.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Samkvæmt síðustu spá OECD, sem var birt í maí 2010, er þess vænst að hagvöxtur í löndum OECD nái 2,7% árið 2010, sem er meiri hagvöxtur en í spá OECD sem birt var í nóvember 2009. Spáin fyrir meðalhagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands er einnig nokkru hærra, eða 1,5% árið 2010. Ennfremur hefur spáin um alþjóðaviðskipti enn á ný verið endurskoðuð upp á við og er þess nú vænst að viðskipti aukist um 10,6% á þessu ári, 4,6 prósentum meira en í

fyrri spánni, og 3,6 prósentum meira en Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gerði ráð fyrir í síðustu spá sinni í apríl 2010. Þessi endurskoðun stafar aðallega af því hve árið fór vel af stað.

Afgangur af vöruviðskiptum á Íslandi var um það bil 6 ma.kr. í apríl en jókst í 16,8 ma.kr. í maí samkvæmt bráðabirgðatölum, en það stafar fyrst og fremst af verulegri aukningu útflutnings. Viðskiptaafgangur á fyrstu fimm mánuðum ársins 2010 nam 52 ma.kr., sem er 51% meira en á sama tímabili árið 2009.

Verðmæti útfluttrar vöru í innlendum gjaldmiðli jókst um 25% milli ára í apríl og hefur verðmæti allra helstu útflutningsafurða aukist verulega. Samkvæmt bráðabirgðatölum jókst útflutningur enn frekar í maí og var 39% meiri en fyrir ári. Verðmæti innfluttrar vöru í innlendum gjaldmiðli jókst um 6% milli ára í apríl vegna aukins innflutnings fjárfestingarvöru og aðfanga til iðnaðar. Samkvæmt bráðabirgðatölum jókst innflutningur um 16% milli ára í maí og náði vöxturinn til flestra þátta.

Álverð náði hámarki um miðjan apríl og hefur síðan lækkað nokkuð; í byrjun júní var álverð 10% lægra en í apríl og 5% lægra en í maí. Álútflytningur minnkaði að nafnvirði um 39% í apríl vegna færri sendinga í þeim mánuði en í venjulegum mánuði.

Innlendur þjórðarbúskapur og verðbólga

Bráðabirgðatölur ársfjórðungslegra þjórðhagsreikninga fyrir fyrsta ársfjórðung 2010 voru nokkurn veginn í samræmi við spá Seðlabankans í *Peningamálum 2010/2*, þótt tölurnar bendi til þess að efnahagssumsvif hafi verið heldur minni en áætlað var. Algengt er þó að tölur fyrir fyrsta ársfjórðung breytist verulega við endurskoðun eftir fyrstu bráðabirgðabirtingu.

Framlag einka- og samneyslu til ársfjórðungslegs hagvaxtar var jákvætt á fyrsta fjórðungi 2010 (árstíðarleiðrétt), en áhrif fjárfestingar og utanríkisviðskipta voru neikvæð. Einkaneysla jókst þriðja ársfjórðunginn í röð, um 2,7% milli ársfjórðunga. Samneysla jókst um 0,2% milli ársfjórðunga eftir að hafa dregist saman allt árið 2009. Útflutningur dróst aftur á móti saman um 9,4%. Áhrif utanríkisviðskipta í heild voru neikvæð um 4,9%.

Tölur frá Hagstofu Íslands benda til þess að árstíðarleiðrétt verg landsframleiðsla hafi aukist um 0,6% milli ársfjórðunga á fyrsta ársfjórðungi, á meðan árstíðarleiðréttar tölur Seðlabankans benda til áframhaldandi samdráttar í samræmi við máispá bankans. Túlkun á hagvaxtartölum fyrir fyrsta ársfjórðung og mat á tímasetningu upphafs efnahagsbatans er því háð þeirri aðferð sem er notuð við árstíðarleiðréttingu.

Viðskiptahallinn var 27 ma.kr. eða 7,2% af vergri landsframleiðslu á fyrsta ársfjórðungi 2010. Þetta eru umskipti frá næsta ársfjórðungi á undan þegar viðskiptajöfnuðurinn var jákvæður sem nam 6% af vergri landsframleiðslu. Á fyrsta til þriðja ársfjórðungi 2009 nam hallinn 6–8% af vergri landsframleiðslu. Þótt viðskiptahallinn stafi einkum af 54 ma.kr. þáttatekjuhalla var þjónustujöfnuðurinn einnig neikvæður um 3,6 ma.kr. Vöruviðskipti voru á hinn bóginn áfram jákvæð, eins og á undanförunum ársfjórðungum, sem numu 31 ma.kr.

Viðskiptahallinn, að undanskildum uppsöfnuðum vöxtum vegna innlánsstofnana í slitameðferð, var mun minni eða 0,7% af vergri landsframleiðslu á fyrsta ársfjórðungi 2010.

Skráð atvinnuleysi minnkaði úr 9,3% í mars í 8,3% í maí. Yfirleitt dregur úr atvinnuleysi í apríl og maí þótt hér virðist aðrir þættir einnig hafa áhrif. Minnkun atvinnuleysis kann einnig að

endurspegla breytingar á aðferðum við að reikna út atvinnuleysi og breytingar á heimildum til atvinnuleysisbóta.

Hagvísar benda til þess að vinnumarkaðurinn kunni að veikjast eitthvað enn frekar. Samkvæmt könnun Capacent Gallup á væntingum forsvarsmanna 400 stærstu fyrirtækja landsins, að undanteknum heildsölugeiranum, þjuggust fleiri fyrirtæki í öllum atvinnugreinum við að fækka starfsfólki í júní en í sambærilegri könnun sem var gerð í mars og svipað hlutfall og í marskönnuninni hyggst ráða starfsfólk. Launavísitalan hækkaði um 0,1% milli mánaða í apríl og um 0,2% í maí.

Fjölmargir hagvísar, svo sem velta greiðslukortafyrirtækja og velta á matvörumarkaði sem og smásöluverslun, benda til þess að einkaneysla innanlands hafi dregist nokkuð saman í apríl og maí frá fyrsta ársfjórðungi 2010 og árstíðarleiðrétt greiðslukortavelta innlendra aðila erlendis er farin að dragast saman milli mánaða. Engu að síður hækkaði væntingavísitalan um 2,7 stig til viðbótar í maí og hefur ekki verið hærri frá því að fjármálakreppan hófst.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup á væntingum fyrirtækja í júní voru stjórnendur áfram svartsýnir gagnvart núverandi efnahagsástandi. Þótt 87% stjórnenda fyrirtækja teldu núverandi efnahagsástand slæmt voru þeir ekki jafn svartsýnir gagnvart horfum að sex mánuðum liðnum og þeir voru í mars. Í júní töldu um það bil 30% stjórnendanna að efnahagsástandið mundi batna að sex mánuðum liðnum í samanburði við 25% í mars, en 28% stjórnendanna væntu þess að efnahagsástandið versnaði enn frekar, sem er heldur meira en í mars. Þrátt fyrir meiri bjartsýni í heild meðal atvinnurekenda voru þeir svartsýnir gagnvart innlendri eftirspurn. Um það bil 30% af stjórnendunum væntu þess að draga mundi úr innlendri eftirspurn næstu sex mánuði í samanburði við 27% í mars, og aðeins 17% svarenda gera ráð fyrir að hún muni aukast. Verðbólguvæntingar fyrirtækja hafa einnig haldið áfram að lækka og býst meðalfyrirtækið (miðað við miðgildi svara) nú við 3% verðbólgu á næstu tólf mánuðum eða 1 prósentu minni en í marskönnuninni.

Ársverðbólga hélt áfram að hjaðna í maí, mældist 7,5%, um leið og neysliverðsvísitalan hækkaði um 0,41% milli mánaða. Undirliggjandi verðbólga, sem er mæld með neysliverðsvísitölunni að frátöldum áhrifum hærri neysluskatta, var 6,1% milli ára. Árstíðarleiðrétt þriggja mánaða verðbólga á ársgrundvelli mældist 3,6% í maí í samanburði við 7,1% í apríl.

Grunnáhrif skiptu verulegu máli í ársmælingunni í maí þar sem 1,1% aukningin í maí 2009 hvarf úr tólf mánaða mælingum. Kostnaður vegna eigin húsnæðis hækkaði um 1,2%, sem er mesta hækkun milli mánaða frá því í október 2009, og þar með snýst við sú hneigð til lækkunar sem hefur greinst frá þeim mánuði. Verð á ýmsum öðrum þáttum hækkaði í maí, einkum vegna árstíðarbundinna áhrifa.

Gengisstyrking krónunnar frá því í janúar hefur að einhverju marki haft áhrif á verð á innfluttum vörum. Verð á matvörum lækkaði um 0,6% í maí þótt sú lækkun sé einkum talin stafa af verðlækkun innlendra matvæla.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri skýrði nefndarmönnum frá stöðu deilunnar vegna bóta til innstæðueigenda í erlendum útibúum Landsbankans. Nefndarmönnum var einnig greint frá nýlegum skrefum við endurskipulagningu fjármálageirans, dómum Hæstaréttar um lögmæti gengistryggðra

lána, samningi við Seðlabanka Lúxemborgar og skiptastjóra Landsbankans í Lúxemborg um kaup á útistandandi Avens BV-skuldabréfum, ákvörðun um endurkaup sumra þeirra útistandandi skuldabréfa í evrum sem falla í gjalddaga 2011 og 2012, beiðni um að nýta tvíhliða lánalínur sem samið var um við hin Norðurlandríkin og Pólland og undirskrift tvíhliða gjaldmiðlaskiptasamnings milli Alþýðubankans í Kína og Seðlabanka Íslands.

Nefndarmenn ræddu áætlun um að draga úr gjaldeyrishöftum og nauðsyn þess að auka eigin gjaldeyrisforða í stað forða sem aflað hefur verið með lántöku. Gengisstyrking krónu og lækkun áhættuálags á íslenskar fjárskuldbindingar gætu gefið svigrúm til hóflegra gjaldeyriskaupa. Nefndarmenn voru þeirrar skoðunar að tímasetning og magn slíkra kaupa skyldu ákveðin með tilliti til þess að áhrif á gengi krónunnar yrðu sem minnst. Ennfremur voru nefndarmenn sammála um að engar ákvarðanir um slík kaup yrðu teknar fyrir fund peningastefnunefndar í ágúst.

Í umræðunum kom fram að gengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði, bæði viðskiptavegið meðalgengi og gagnvart evru, hefði styrkst frá síðasta fundi peningastefnunefndar án nokkurra inngrípa Seðlabankans. Ennfremur hefði vaxtaálag á skuldbindingar ríkissjóðs lækkað frá síðasta fundi. Að mati nefndarmanna héldu gjaldeyrishöftin, þróun viðskiptajafnaðar og vaxtamunur við helstu viðskiptalönd Íslands áfram að styðja við gengi krónunnar.

Eins og nefndarmenn höfðu vænst dró úr verðbólgu í maí. Þetta var ennfremur nokkurn veginn í samræmi við spána sem var birt í *Peningamálum* 2010/2 5. maí. Talið er að verðbólga án áhrifa neysluskatta verði við markmið bankans snemma á næsta ári. Allir nefndarmenn voru sammála um að horfurnar í þjóðarbúskapnum væru nokkurn veginn óbreyttar frá síðasta fundi.

Nefndarmenn ræddu einnig hugsanleg þjóðhagsleg áhrif af dómum Hæstaréttar um lögmæti gengistryggðra lána. Nefndarmenn voru þeirrar skoðunar að þeir kynnu mögulega að örva einkaneyslu til skamms tíma litið, en hefðu líklega neikvæð áhrif á heildareftirspurn litið lengra fram á veginn vegna íþyngjandi afleiðinga fyrir ríkissjóð og neikvæðra áhrifa á efnahagsreikninga bankanna. Þetta mundi draga úr vilja þeirra og getu til að veita ný lán til einkageirans og getu þeirra til að halda áfram yfirstandandi skuldbreytingum. Því væri hætta á að dómurinn gæti hægt á efnahagsbatanum. Nefndarmenn voru sammála um að dómurinn gæti einnig haft áhrif á fjármálalegan stöðugleika, grafið undan trausti og takmarkað svigrúm peningastefnunnar frekar ef ekki yrði brugðist við vandanum í tíma.

Nefndarmenn ræddu hugsanlega breytingu á raunverulegu aðhaldsstigi peningastefnunnar eins og það mælist miðað við raunvexti Seðlabankans og áhættuaðlagðan vaxtamun. Í heild var talið að aðhaldið væri nokkurn veginn óbreytt eða hefði heldur aukist, eftir því hvernig peningalegt aðhald er metið.

Í ljósi umræðunnar ræddu nefndarmenn þann möguleika að hafa vexti bankans óbreytta eða að lækka þá um allt að 0,75 prósentur. Eins og áður voru nefndarmenn sammála um að spá um hjöðnun verðbólgu og slaki í þjóðarbúskapnum gæfi tilefni til vaxtalækkunar. Ennfremur ætti bættur viðskiptajöfnuður, lækking álag á skuldbindingar ríkissjóðs, hækkandi áhættuaðlagðir vextir og gengisstyrking krónunnar að veita svigrúm til að halda áfram að draga af varfærni úr peningalegu aðhaldi.

Hins vegar töldu nefndarmenn nauðsynlegt að taka tillit til áforma um að leysa gjaldeyrishöftin. Ennfremur voru nefndarmenn þeirrar skoðunar að sú óvissa sem skapaðist

vegna dóma Hæstaréttar gæti haft áhrif á tiltrú á krónuna og fjármál hins opinbera. Þetta gæfi tilefni til minni vaxtalækkunar en annars hefði verið ráðleg.

Með hliðsjón af umræðunni og þeim skoðunum sem höfðu verið látnar í ljós lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu lækkaðir um 0,5 prósentur. Þetta fæli í sér að vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnana og hámarksvextir innstæðubréfa lækkuðu í 6,5% og 7,75% hvorir um sig, vextir á lánum gegn veði til sjö daga í 8,0% og daglánavextir í 9,5%. Allir nefndarmenn samþykktu tillögu seðlabankastjóra. Þótt tveir nefndarmenn hefðu heldur kosið að ákvörðunin yrði önnur voru þeir báðir þeirrar skoðunar að munurinn væri það lítill að þeir gætu fallist á tillögu seðlabankastjóra.

Af þeim tveimur nefndarmönnum sem vildu taka aðra ákvörðun lagði annar til 0,25 prósentna vaxtalækkun og hélt því fram að í skuldatryggingarálaginu fælist vanmat á raunverulegu áhættuálagi á íslenskar fjáreignir og svigrúm til að draga úr peningalegu aðhaldi án þess að grafa undan gengi krónunnar væri því minna en skuldatryggingarálagið segði til um. Hinn nefndarmaðurinn hélt því fram að hjaðnandi verðbólga endurspegladi lokastig gengisáhrifanna eftir að gengi krónunnar veiktist á síðasta ári. Þar sem verðbólga færi hjaðnandi, verðbólguvæntingar væru stöðugar og gengi krónunnar væri að styrkjast væri tilefni til að lækka vexti um 0,75 prósentur. Þessi nefndarmaður bætti því einnig við að óvissan sem hefði skapast við nýlega dóma Hæstaréttar gæti dýpkað fjármálakreppuna með því að veikja bankakerfið, sem væri röksemd með lægri vöxtum, en gæti einnig aukið á gjaldeyriskreppuna, sem gæfi tilefni til hærri vaxta. Þessi nefndarmaður hélt því þó fram að best væri að bregðast við áhrifunum á gjaldeyriskreppuna með gjaldeyrishöftum og nota lægri vexti til að bregðast við fjármagnskreppunni.

Eins og áður voru nefndarmenn sammála um að héldist gengi krónunnar stöðugt eða styrktist og verðbólga hjaðnaði eins og spáð var, ættu forsendur fyrir því að draga smám saman úr peningalegu aðhaldi að vera áfram til staðar. Nefndarmenn bentu eigi að síður á að enn takmarkaðist svigrúm peningastefnunar af óvissu um aðgengi Íslands að alþjóðlegum fjármálamörkuðum í framtíðinni og áformum um afnám hafta á fjármagnshreyfingar. Aukin óvissa af völdum nýlegra dóma Hæstaréttar um lögmæti gengistryggðra lána gæti grafið undan trausti og takmarkað svigrúm peningastefnunar frekar, yrði ekki brugðist við vandanum í tíma. Ennfremur lýsti nefndin sig reiðubúna að breyta aðhaldi peningastefnunar eins og nauðsynlegt væri 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.

Regína Bjarnadóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 18. ágúst 2010.