



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, mars 2010

Birt: 31. mars 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 nefndarmenn peningastefnunefndar greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð funda peningastefnunefndarinnar 16. mars 2010, en á þeim ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 17. mars 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 27. janúar.

### **Fjármálamarkaðir**

Viðskiptavegið meðalgengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði var 3,2% hærra þegar fundur peningastefnunefndar var haldinn í mars en á janúarfundinum. Gengi krónunnar hefur hækkað um það bil 4,2% gagnvart evru og 8% gagnvart sterlingspundi á innlendum gjaldeyrismarkaði frá síðasta fundi peningastefnunefndar en hefur haldist nokkurn veginn óbreytt gagnvart Bandaríkjadal. Seðlabankinn hefur ekki beitt inngrípum á gjaldeyrismarkaðinn frá því snemma í nóvember. Viðskipti á gjaldeyrismarkaðinum hafa verið lítil, 4 m. evra í febrúar og 4 m. evra fyrstu tvær vikurnar í mars. Innstæður innlendra aðila á gjaldeyrisreikningum í innlendum bönkum hafa haldist nokkurn veginn óbreyttar frá síðasta fundi peningastefnunefndar.

Gengi krónunnar á aflandsmarkaðinum veiktist frá síðasta fundi peningastefnunefndarinnar og fóru viðskipti með krónuna fram á genginu 270–290 gagnvart evru. Viðskipti eru ennþá lítil.

Áhættuálag fyrir Ríkissjóð Íslands, eins og það er mælt með skuldatryggingarálaginu, hafði lækkað frá því á janúarfundinum og var svipað og það var þegar Fitch-matsfyrirtækið lækkaði

lánshæfismat sitt í kjölfar þeirrar ákvörðunar forseta Íslands að synja Icesave-lögunum staðfestingar. Þessi þróun gæti endurspeglad alþjóðlega þróun þar sem skuldatryggingarálag á ríkissjóðum Portúgals, Írlands, Ítalíu, Grikklands og Spánar hafði einnig lækkað eftir að það hafði náð hámarki í byrjun febrúar.

Sjö útboð innstæðubréfa höfðu verið haldin frá því á janúarfundinum og um 37,1 ma.kr. var útistandandi í innstæðubréfum þegar marsfundurinn var haldinn.

Daglánavextir á millibankamarkaði höfðu haldist innan vaxtagangs Seðlabankans og voru 0,6 prósentum hærrí en vextir á viðskiptareikningum þegar marsfundurinn var haldinn. Viðskipti á millibankamarkaði höfðu verið 86 ma.kr. frá síðasta fundi peningastefnufndarinnar, sem er rétt tæplega þriðjungur af viðskiptum síðasta árs. Viðskipti takmarkast fyrst og fremst við daglán.

Ávöxtunarkrafa í útboði ríkisvixla um miðjan mars var 7,75% en var 8,0% í útboðinu um miðjan janúar. Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa hafði einnig lækkað um 0,4 til 1,45 prósentur frá janúarfundinum. Á sama tíma hafði ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúðabréfa haldist nokkurn veginn óbreytt.

Magn seðla og myntar í umferð jókst undir lok árs 2009, einkum í desember, en nokkuð dró úr því fyrstu tvo mánuði ársins 2010. Undir lok ársins dróst peningamagn saman miðað við sama tíma árið á undan og varð mælanlegur samdráttur bæði í nóvember og desember eftir verulegan vöxt á undanförunum árum. Hluta af þessu má rekja til samdráttar í minnst bundnu innlánunum.

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

Samkvæmt síðustu spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá janúar 2010 er þess vænst að hagvöxtur í heiminum verði 4% árið 2010, 0,75 prósentum meiri en gert var ráð fyrir í spánni í október 2009. Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands hefur því verið endurskoðaður upp á við, úr 0,7% í 1,3%. Ennfremur hefur umfang alþjóðaviðskipta verið endurskoðað upp á við um 3,3 prósentur, í 5,8% árið 2010.

Afgangur af vöruviðskiptum var 7 ma.kr. í janúar, sem er lítil breyting frá 6,5 ma.kr. afgangi í desember. Samkvæmt bráðabirgðatölum jókst viðskiptaafgangurinn í 13 ma.kr. í febrúar, einkum vegna þess að útflutningur hafði aukist um 16% frá því í janúar. Afgangur af vöruviðskiptum árið 2009 nam 93,4 ma.kr. sem eru umtalsverð umskipti frá 38 ma.kr. halla á árinu 2008.

Verðmæti útflutningsvara í innlendum gjaldmiðli minnkaði um 7% milli mánaða í janúar sökum minna magns útflutnings, væntanlega vegna færri skipaferða í janúar en í venjulegum mánuði. Verðmæti innflutningsvara í innlendum gjaldmiðli minnkaði um rétt rúmlega 7% milli mánaða, einkum vegna þess að innflutningur neysluvara og samgöngutækja dróst verulega saman.

Sú 15% lækkun álverðs sem varð seinni hluta janúar hafði snúist við og var verðið aftur orðið svipað og það var um miðjan janúar þegar fundur peningastefnufndar var haldinn. Verðmæti útfluttra sjávarafurða minnkaði um 20% milli mánaða í janúar.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Bráðabirgðatölur ársfjórðungslegra þjóðhagsreikninga sýna að þjóðarbúskapurinn var heldur þróttmeiri á fjórða ársfjórðungi 2009 en gert var ráð fyrir í janúarspá Seðlabankans sem birtist í Peningamálum 2010/1.

Allir helstu undirflokkar nema samneysla höfðu jákvæð áhrif á ársfjórðungslegan hagvöxt á fjórða ársfjórðungi (árstíðarleiddréttan). Einkaneysla jókst milli ársfjórðunga á fjórða ársfjórðungi, annan ársfjórðunginn í röð, um 1,4%. Útflutningur jókst um 3% og innflutningur um 1,5%, eftir að hafa aukist um 10,3% á þriðja ársfjórðungi. Samneysla dróst saman milli ársfjórðunga allt árið 2009. Tölur Hagstofu Íslands benda til þess að verg landsframleiðsla hafi aukist um 3,3% milli ársfjórðunga á fjórða ársfjórðungi. Þessi niðurstaða er hins vegar háð aðferðinni sem notuð er við árstíðarleiddréttingu og leiðir til umframhagvaxtar milli þriðja og fjórða ársfjórðungs 2009 og þar af leiðandi til minni hagvaxtar milli annarra fjórðunga sama árs. Aðrar aðferðir við árstíðarleiddréttingu benda til að verg landsframleiðsla hafi ennþá dregist saman milli ársfjórðunga á fjórða ársfjórðungi, sem er í meira samræmi við janúarspána.

Verg landsframleiðsla dróst saman um 6,5% á árinu 2009. Eins og á árunum 2007 og 2008 var samdrátturinn í vergri landsframleiðslu mun minni en í þjóðarútgjöldum, sem var 21% árið 2009. Ástæðan var verulega jákvætt framlag utanríkisviðskipta. Útflutningur vöru og þjónustu jókst um 6,2% árið 2009 en innflutningur dróst saman um 24%.

Viðskiptahallinn nam 13 ma.kr., eða 3,4% af vergri landsframleiðslu, á fjórða ársfjórðungi 2009. Þetta er viðsnúningur frá ársfjórðungnum á undan þegar afgangur varð af viðskiptajöfnuði sem nam 1,6% af vergri landsframleiðslu, en hallinn er ekki jafn mikill og á fyrstu tveimur ársfjórðungum 2009. Viðskiptahallinn stafar eingöngu af 41 ma.kr. halla þáttatekna, en afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum nam 8 ma.kr. og 21 ma.kr. hvor um sig.

Viðskiptahallinn fyrir árið í heild nam samtals 3,3% af vergri landsframleiðslu, í samanburði við 18,5% árið 2008. Viðskiptajöfnuðurinn að frádregnum uppsöfnuðum vöxtum sem tengjast yfirstandandi uppgjöri innlánsstofnana í slitameðferð var á hinn bóginn jákvæður sem nam 3% af vergri landsframleiðslu fyrir árið 2009.

Skráð atvinnuleysi jókst úr 8,2% í desember í 9,3% í febrúar. Launavísitalan hækkaði um 0,1% milli mánaða í janúar og um 3,1% milli ára. Kaupmáttur launa lækkaði jafn mikið.

Fjölmargir hagvísar, svo sem velta hjá greiðslukortafyrirtækjum og velta á matvælamarkaði, smásöluverslun og atvinnuleysi, benda til þess að einkaneysla hafi haldist tiltölulega stöðug, aðeins dregist óverulega saman í janúar og febrúar frá fjórða ársfjórðungi 2009.

Væntingavísitalan og allar undirvístölur hennar, fyrir utan vísitöluna sem mælir viðhorf til núverandi efnahagsástands, hækkuðu lítils háttar í febrúar.

Eftir að verðbólga hafði minnkað stöðugt frá því í júní 2009 jókst hún úr 6,6% í 7,3% í febrúar vegna þess að vetrarútsölum lauk, en vísitalan hækkaði um 1,15 prósentur á milli mánaða í febrúar. Ársverðbólga í febrúar var þó minni en í desember þegar hún mældist 7,5%. Árstíðarleiddrétt þriggja mánaða verðbólga mældist 7,1%, í samanburði við 6,1% í janúar. Í febrúar komu ekki fram nein áhrif vegna breytinga á óbeinum sköttum.

0,6 prósentur af hækkun vísitölu neysliverðs má rekja til þess að vetrarútsölum lauk, 0,2 prósentur til hækkunar verðlags almennrar þjónustu og 0,17 prósentur til samgöngupáttarins. 0,07 prósentur af hækkun neysliverðsvísitölnnar má rekja til

húsnæðisliðarins vegna hækkunar greiddrar húsaleigu og verulegrar hækkunar viðhaldskostnaðar, en reiknuð húsaleiga var óbreytt frá því í janúar.

Vísitala húsnæðisverðs fyrir allt landið, sem Hagstofa Íslands birti í febrúar, hækkaði um 0,4% frá mánuðinum á undan. Vísitala húsnæðisverðs fyrir höfuðborgarsvæðið, sem Fasteignaskrá Íslands reiknar út, hækkaði jafn mikið, en lækkaði um 0,1% þegar hún var árstíðarleiðrétt. Viðskipti á húsnæðismarkaði eru áfram takmörkuð.

## II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri skýrði nefndarmönnum frá stöðu annarrar endurskoðunar efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og stöðu deilunnar vegna bóta til innstæðueigenda í erlendum útibúum Landsbankans. Nefndarmönnum var einnig greint frá nýlegum skrefum við endurskipulagningu fjármálageirans.

Í umræðunum kom fram að viðskiptavegið meðalgengi krónunnar hefði styrkst á innlendum gjaldeyrismarkaði frá síðasta fundi peningastefnunnar, án nokkurra inngripa Seðlabankans. Enn fremur hefði þetta gerst á sama tíma og áframhaldandi óvissa var um aðgengi Íslands að erlendum fjármálamörkuðum næstu misserin og horfur um áhættuálag á ríkissjóð voru neikvæðar. Að mati nefndarmanna bar þessi gengisþróun vitni um virkni gjaldeyrishaftanna og hagstæða þróun viðskiptajafnaðar.

Í umræðunum kom jafnframt fram að verðbólga hefði aukist aftur í febrúar eftir að hafa hjaðnað í desember og janúar. Verðbólga mældist 7,3% milli ára í febrúar, eða 5,9% ef áhrif hærri neysluskatta eru frátalin. Enda þótt gert sé ráð fyrir að verðbólga aukist einnig milli ára í mars vegna óhagstæðra grunnáhrifa, voru nefndarmenn sammála um að aukin verðbólga hefði í meginatriðum verið fyrirséð og breytti ekki í grundvallaratriðum niðurstöðum spárinnar sem birtist í Peningamáli 2010/1 í janúar. Samkvæmt þeirri spá er gert ráð fyrir að undirliggjandi verðbólga hjaðni að markmiðinu seint á árinu. Sumir nefndarmenn lýstu yfir áhyggjum af hugsanlegum annarrar umferðar áhrifum á verðbólgu af launaþrýstingi vegna aukinnar arðsemi í útflutningsgreinum, en einn nefndarmaður hélt því fram að aðeins væri óveruleg hættu á annarrar umferðar áhrifum á verðbólgu á meðan atvinnuleysi er mikið.

Nefndarmenn ræddu áhrifin af töfum á lausn deilunnar um bætur til innstæðueigenda í erlendum útibúum Landsbankans sem frestuðu enn annari endurskoðun efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og fjármögnun tengdri henni, með frekari afleiðingum fyrir fjármögnun nýrra fjárfestingarverkefna einkaaðila. Þótt nefndarmenn væntu þess ekki að töfin hefði umtalsverð skammtímaáhrif á gengi krónunnar, að því gefnu að gjaldeyrishöftin héldu, hefðu tafirnar þegar leitt til þess að eitt hinna alþjóðlegu lánshæfismatsfyrirtækja hefði lækkað lánshæfismat fyrir ríkissjóð Íslands í áhættuflokk.

Þótt samdráttur landsframleiðslu hefði orðið minni á síðasta ári en spáð var í janúar, einkum vegna tímabundinna áhrifa, hefði óvissa um efnahagshorfurnar aukist vegna meiri óvissu um framgang efnahagsáætlunar íslenskra stjórnvalda í samvinnu við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn. Í umræðunum kom fram að ef óvissunni yrði ekki eytt fljótlega gæti aðgangur að erlendum fjármagnsmörkuðum skerast og dregið gæti úr líkum á nýrri erlendri fjárfestingu næstu misserin.

Nefndarmenn ræddu áhrif af og viðbrögð við því að langvarandi töf yrði á bæði marghliða og tvíhliða fjármögnun eða fullum aðgangi að erlendum fjármagnsmörkuðum á viðunandi

kjörum. Þeir voru sammála um að þetta mundi kalla á jafnvel ennpá aðhaldssamari stefnu í ríkisfjármálum en nú er áformuð til að tryggja sjálfbærni skulda hins opinbera og auka traust á lánshæfi Íslands. Seðlabankinn mundi þá undir þessum kringumstæðum einnig þurfa á einhverjum tímapunkti að fara inn á gjaldeyrismarkaðinn og kaupa erlendan gjaldeyri í miklum mæli til að tryggja að forðinn yrði ekki hættulega lítill eftir stórar afborganir á lánum ríkisins veturinn 2011/12. Þetta myndi leiða til þess að gengi krónunnar yrði lægra, verðbólga meiri en annars hefði orðið og tefla í tvísýnu því markmiði efnahagsstefnunnar að verja kjör almennings eftir fjármálakerfið.

Töfin mundi einnig leiða til minni fjárfestingar og meira atvinnuleysis þar sem ný fjárfestingarverkefni þyrfti að fjármagna með innlendum sparnaði sem aðeins væri hægt að útvega með meiri samdrætti í einkaneyslu eða samneyslu án þess að valda þrýstingi á gengi krónunnar. Að auki yrði áhættusamt að afnema gjaldeyrishöftin við þessar aðstæður. Ef gjaldeyrishöftum yrði á hinn bóginn beitt um alllangt skeið og þau væru árangursrík voru nefndarmenn sammála um að nefndin hefði nokkurt viðbótarsvigrúm í vaxtaákvörðunum sínum til aðgerða þjóðarbúskapnum til hagsbóta. Samt sem áður er það mikilvægt að stjórnvöld annaðhvort fái í gegn aðra endurskoðun efnahagsáætlunarinnar eða ákveði að fylgja nýrri áætlun, þar sem framfylgd núverandi áætlunar án tryggingar nægjanlegrar fjármögnunar gæti leitt til greiðslujafnaðarvandráða. Einn nefndarmaður benti á að tímabært væri að móta nýja áætlun, miðað við þær forsendur að áfram yrði erfitt að fá lán á erlendum mörkuðum, hjá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og Norðurlöndunum.

Hluti nefndarinnar ræddi þann möguleika að nefndin ætti í samræmi við 24. grein laga um Seðlabanka Íslands að gefa út viðvörðun um alvarlega ógnun við fjármálakerfið. Höfðu þeir áhyggjur af vaxandi líkum á að langvarandi töf yrði á því að aðgangur fengist að erlendu fjármagni vegna frestunar á annarri endurskoðun efnahagsáætlunarinnar. Langvarandi töf af því tagi kynni að valda því að gjaldeyrisforði yrði hættulega lítill eftir stórar afborganir af skuldum ríkissjóðs árin 2011 og 2012, sem gæti þar af leiðandi grafið undan lánstrausti og gengi krónunnar. Nefndin ákvað að enn væri ótímabært að gefa út slíka viðvörðun. Hún ákvað jafnframt að kanna málið frekar og fara yfir endurskoðaðar spár um greiðslujöfnuð á næsta fundi sínum í maí.

Líkt og áður voru nefndarmenn sammála um að staðan og horfur í þjóðarbúskapnum og takmarkaður verðbólguþrýstingur kölluðu á lægri vexti, en að hækkað skuldatryggingarálag og neikvæðar horfur í sambandi við lánshæfismat sem tengdust óvissu um aðgang Íslands að erlendum fjármálamörkuðum gæfu tilefni til þess að beitt yrði tiltölulega mikilli varkárni að þessu sinni vegna mögulegs neikvæðs þrýstings á gengi krónunnar.

Nefndarmenn ræddu þann möguleika að halda vöxtum óbreyttum eða lækka vexti bankans um allt að 1,5 prósentur. Með hliðsjón af umræðunni 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 7,5% og 8,75% hvorir um sig, vextir á lánum gegn veði til sjö daga í 9,0% og daglánavextir í 10,5%. Enda þótt þrír nefndarmenn hefðu kosið að niðurstaðan yrði önnur voru þeir allir þeirrar skoðunar að munurinn væri það lítill að þeir gætu fallist á tillögu seðlabankastjóra.

Af þeim þremur nefndarmönnum sem viðruðu aðrar hugmyndir, hefði einn viljað 1 prósentu vaxtalækkun og hélt því fram að meiri lækkun mundi styðja við endurskipulagningu efnahagsreikninga heimilanna með því að færa tekjur frá lánveitendum til skuldara og myndi því hjálpa til við að vinna á móti afleiðingum af núverandi aðhaldi í ríkisfjármálum. Hinir tveir

nefndarmennirnir hefðu viljað að tekið yrði smærra skref og vildi annar hafa vexti óbreytta en hinn vildi 0,25 prósentna lækkun. Báðir lögðu til að farið yrði með gát og lýstu yfir áhyggjum af verðbólguhorfum næstu mánuði.

Líkt og áður voru nefndarmenn sammála um að héldist gengi krónunnar stöðugt eða styrktist og verðbólga hjaðnaði eins og spáð hefði verið, ættu forsendur fyrir frekari slökun peningalegs aðhalds að vera áfram til staðar. Þrátt fyrir þetta ítrekuðu nefndarmenn að svigrúm peningastefnunarinnar til vaxtalækkunar yrði takmarkað á meðan veruleg óvissa ríkti um aðgengi Íslands að alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Nefndin lýsti sig ennfremur reiðubúna til að breyta aðhaldi peningastefnunnar 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.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnunarinnar verður birt miðvikudaginn 5. maí 2010.