

Á fundi sínum í september ákvað peningastefnunefndin að bjóða vikulega út innstæðubréf til 28 daga til þess að draga lausafé úr umferð. Sex útboð höfðu verið haldin frá því að fundurinn í september var haldinn og innstæðubréf að verðmæti um 45,4 ma.kr. voru útistandandi þegar nóvemberfundurinn var haldinn.

Eftir að gripið var til þessara aðgerða hækkuðu millibankavextir og aðlöguðust innlánsvöxtum Seðlabankans, en innlánsvextir viðskiptabankanna hækkuðu ekki með samsvarandi hætti. Daglánaviðskipti á millibankamarkaði hófust aftur, en þó í takmörkuðum mæli.

Ríkisvixlavextir hækkuðu einnig í átt að innlánsvöxtum Seðlabankans á ríkisvixlauppboði um miðjan október. Ávöxtunarkrafa skammtímaskuldabréfa hefur einnig hækkað um u.þ.b. 0,6 prósentur. Ávöxtunarkrafa skuldabréfa til lengri tíma hefur hins vegar lækkað frá septemberfundinum um allt að 0,2 prósentur. Vaxtaferillinn hefur því flast út. Langtímaraunvextir hafa einnig lækkað um nálægt 0,1–0,2 prósentur frá septemberfundinum, eftir líftíma bréfanna.

Áhættuálag á íslenskar fjáreignir, eins og það er mælt með skuldatryggingarálaginu, hefur haldist nokkurn veginn óbreytt frá septemberfundinum og endaði í u.þ.b. 3,5 prósentum, sem er minnsta álag síðan um miðjan september 2008. Þróun skuldatryggingarálagsins ber þó að túlka af varfærni, þar sem það kann að byggjast á takmörkuðum viðskiptum.

Horfur í alþjóðlegum efnahagsmálum og utanríkisviðskiptum

Alþjóðaviðskipti hafa haldið áfram að dragast saman í samræmi við minnkandi neyslu, fjárfestingu og birgðastöðu víða um heim. Þrátt fyrir ákveðin batamerki gera alþjóðlegar spár ráð fyrir 9% samdrætti í alþjóðaviðskiptum á þessu ári (í samanburði við 13% samdrátt í síðustu spá) og að samdrátturinn muni vara fram á næsta ár. Engu að síður var vöruskiptajöfnuður Íslendinga jákvæður um 3,1 ma.kr. í september, eftir 12,5 ma.kr. jákvæðan vöruskiptajöfnuð í ágúst. Samkvæmt bráðabirgðatölum var vöruskiptajöfnuðurinn í október jákvæður um 16,4 ma.kr. og hefur afgangur ekki verið meiri það sem af er árinu. Vöruskiptajöfnuðurinn á þriðja ársfjórðungi 2009 var jákvæður um 15,9 ma.kr. og samanlagður jákvæður vöruskiptajöfnuður fyrstu níu mánuði ársins nam 46,4 ma.kr., sem eru veruleg umskipti frá 79,1 ma.kr. halla á sama tímabili í fyrra.

Verðmæti útfluttrar vöru í innlendum gjaldmiðli hélst tiltölulega stöðugt á milli ágúst og september, minnkaði um 0,3%, en verðmæti innfluttrar vöru hækkaði verulega í september, einkum vegna þess að innflutningur eldsneytis og hrá- og rekstrarvöru jókst umtalsvert.

Verðmæti útfluttra sjávarafurða í innlendum gjaldmiðli jókst í ágúst og september. Engu að síður hefur útflutningsverðmæti sjávarafurða dregist saman um 9% milli ára á fyrstu níu mánuðum ársins.

Álverð, sem hafði farið hækkandi frá því í febrúar, náði um miðjan ágústmánuð hæsta gildi sínu frá því í nóvember 2008. Verðið lækkaði aftur í september og var u.þ.b. 5% lægra en í ágúst. Áhrif af þessu komu greinilega fram í verðmæti álútflutnings sem jókst um 26% milli mánaða í ágúst en dróst saman um 12% í september. Álverð hefur aftur þokast upp á við í október og er að meðaltali heldur hærra en í september.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands fækkaði heildarvinnustundum um 14% á þriðja ársfjórðungi 2009 miðað við sama tíma árið áður. Fækkun vinnustunda stafaði bæði af fækkun vikulegra vinnustunda um þrjár stundir að meðaltali og fækkun fólks við vinnu í viðmiðunarvikunni um tæplega 9%. Atvinnuþátttaka á þriðja ársfjórðungi 2009 var um 2 prósentum minni en hún hefur verið á sama ársfjórðungi síðastliðin þrjú ár.

Skráð atvinnuleysi hefur farið minnkandi frá því í apríl, líklega vegna þess að Vinnumálastofnun hefur aukið eftirlit með atvinnuleysisráningu. Skráð atvinnuleysi mældist 7,2% í september, sem er 0,5 prósentum minna en í ágúst. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi hefur hins vegar verið að aukast jafnt og þétt síðan síðasta haust og var 9,4% í september, sem er 0,4 prósentna aukning milli mánaða. Skráð atvinnuleysi var 7,6% á þriðja ársfjórðungi 2009 eða 9,1% árstíðarleiðrétt.

Niðurstöður viðhorfskönnunar, sem Capacent Gallup gerði á þriggja vikna tímabili frá 8. til 29. september 2009 meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins, benda til þess að vinnumarkaðurinn eigi enn eftir að veikjast, þótt forsvarsmenn fyrirtækja, einkum þeirra sem selja vörur og þjónustu til útlanda, séu bjartsýnni en í sambærilegri könnun í maí. Fleiri fyrirtæki vilja þó fækka starfsfólki næstu sex mánuði en fjölga þeim. Tæpur fjórðungur fyrirtækjanna hyggst fækka starfsfólki á næstu sex mánuðum en um fimmtungur vill fjölga þeim.

Niðurstöður könnunar Samtaka atvinnulífsins (SA), sem gerð var í fyrri hluta október, sýnir svipaða niðurstöðu og könnun Capacent Gallup. Könnun SA sýnir að fjórðungur fyrirtækja á almennum vinnumarkaði hyggst fækka starfsmönnum á næstu sex mánuðum, en 14% hyggjast fjölga þeim. SA áætla að þessar niðurstöður svari til þess að starfsmenn á almennum vinnumarkaði sem missi vinnuna á næstu sex mánuðum verði 2 þúsundum fleiri en nýráðnir á sama tímabili. Það myndi leiða til þess að atvinnuleysi ykist um rúmlega eina prósentu.

Í september hækkaði launavísitalan um 0,25% frá fyrri mánuði og hafði hækkað um 1,9% milli ára. Hafði hún hækkað um 0,7% á þriðja ársfjórðungi 2009 frá fjórðungnum á undan og um 2,3% frá sama tíma árið áður. Kaupmáttur launa hafði lækkað um 0,5% milli mánaða í september og um 8% miðað við sama mánuð árið 2008. Kaupmáttur launa hefur minnkað um 12% frá því að hann hóf að dvína í mars 2008.

Samkvæmt viðhorfskönnun Capacent Gallup um væntingar forsvarsmanna fyrirtækja telja forsvarsmenn tæplega 95% fyrirtækja núverandi efnahagsástand slæmt, en forsvarsmenn fyrirtækja eru bjartsýnni á efnahagsástandið að sex mánuðum liðnum heldur en þeir voru í maí. U.þ.b. fjórðungur fyrirtækja býst nú við að efnahagsástandið batni, í samanburði við 12% í maí, en þriðjungur spáir því að það muni versna, í samanburði við um 55% í maí. Ríflega 60% fyrirtækja spá þó bata að tólf mánuðum liðnum.

Um 30% fyrirtækja vænta þess að innlend eftirspurn muni dragast saman næstu sex mánuði, sem er fækkun úr 40% í maí, og 24% fyrirtækja vænta þess að eftirspurn muni aukast, andstætt 19% í maí. Niðurstöður viðhorfskönnunarinnar benda til þess að

útflutningsfyrirtæki séu bjartsýnni um erlenda eftirspurn heldur en þau voru í marskönnuninni.

Viðhorfskönnunin bendir til þess að aukning framleiðslulaka kunni að vera að stöðvast. Fleiri fyrirtæki fundu fyrir skorti á starfsfólki (14% í samanburði við 10% í fyrri könnun) og töldu sig hugsanlega eiga í erfiðleikum með að bregðast við óvæntri aukningu í eftirspurn (29%, en 24% áður). Þetta eru lágar tölur, en þær hafa farið hækkandi frá upphafi ársins og gætu bent til þess að nýting afkastagetu hafi aukist.

Niðurstöður viðhorfskönnunarinnar benda til þess að fjárfesting fyrirtækja gæti dregist saman um ríflega 44% að nafnvirði árið 2009 og um fimmtung árið 2010, sem er töluverð breyting frá marskönnuninni, þegar þess var vænst að fjárfestingarútgjöld ykjast um 62% árið 2010.

Mat Seðlabankans á stöðu fyrirtækja, sem byggist á upplýsingum frá lánastofnunum um stöðu lána og innstæðna innlendra fyrirtækja í lok júní 2009, sýnir að 70% af heildarskuldum íslenskra fyrirtækja eru í erlendum gjaldmiðli. Engu að síður hefur rúmlega helmingur fyrirtækja engin erlend lán. Það á einkum við um smærri fyrirtækin.

Stór hluti lána fyrirtækja er á gjalddaga á næstu fjórum árum. Ríflega fjórðungur þeirra fellur í gjalddaga innan eins árs og ef þau verða framlengd er líklegt að hluta þeirra verði breytt í krónur, enda er aðgangur að erlendu lánsfé afar takmarkaður um þessar mundir og gjaldeyrisreglur Seðlabankans leyfa aðeins framlengingu lána í erlendri mynt ef önnur ákvæði og skilyrði haldast óbreytt.

Áætlað er að fjórðungur fyrirtækja sé í vanskilum. Það er þó sennilega vanmat, því að þriðjungur lána fyrirtækja eru kúlulán og vanskil kúlulána koma sjaldan í ljós fyrr en þau falla í gjalddaga vegna þess að venjulega þarf ekki að greiða vexti af þeim fyrr en þá.

Ný gögn frá Hagstofu Íslands um ráðstöfunartekjur benda til þess að heimili hafi verið betur í stakk búin til þess að takast á við áfallið en áður var talið. Nú er talið að kaupmáttur ráðstöfunartekna hafi vaxið lítillega árið 2008, en fyrra mat hafði bent til rúmlega 7% samdráttar. Aðalástæða þessarar endurskoðunar er endurmat fjármagnstekna.

Greiðslukortavelta dróst saman um 13% á milli ára á þriðja ársfjórðungi 2009, sem er töluvert minni samdráttur en á ársfjórðungnum á undan. Árstíðarleiddrétt greiðslukortavelta dróst saman um 1% milli ársfjórðunga á þriðja ársfjórðungi 2009, sem er svipaður samdráttur og á öðrum fjórðungi. Velta kreditkorta dróst saman um 2% á þriðja ársfjórðungi, en hafði minnkað um rúmlega 4% á öðrum ársfjórðungi. Á hinn bóginn jókst velta debetkorta um 2% bæði á öðrum og þriðja fjórðungi, eftir að hafa minnkað um 2% á fyrsta ársfjórðungi.

Tæplega 40 þúsund manns höfðu óskað eftir heimild til útgreiðslu séreignarlífeyrissparnaðar um miðjan október 2009. Heildarupphæð samþykktra útgreiðslna nam um 24 ma. kr. fyrir skatt, eða liðlega 1½% af landsframleiðslu.

Vísitala húsnæðisverðs hækkaði örlítið milli mánaða bæði í september og október, eftir að hafa lækkað mánuðina á undan. Verð fjölbýlishúsa í Reykjavík, þar sem veltan er mest, lækkaði í október, en verðlag einbýlishúsa og íbúðarhúsnæðis á landsbyggðinni hækkaði. Verðlagshækkunin í september og október endurspeglar líklega fremur mælivandamál, sem stafa af lítilli veltu á markaðnum, en undirliggjandi breytingar á húsnæðismarkaði.

Væntingavísitalan hækkaði í september og október, sem og allar undirvísitölur hennar nema væntingar til núverandi efnahagsástands. Vísitala sem mælir væntingar um stór útgjöld (fasteignir, ökutæki og ferðalög til útlanda) hækkaði lítillega, en hefur haldist lág og nokkuð stöðug það sem af er árinu.

Ársverðbólga hélt áfram að hjaðna í október. Neysluverðsvísitalan hækkaði um 1,14% í október og tólf mánaða verðbólga lækkaði í 9,7% úr 10,8% í september. Leiðrétt fyrir áhrifum nýlegra hækkana óbeinna skatta var verðbólgan 8,8%. Árs hraði árstíðarleiðréttrar þriggja mánaða verðbólgu var 9,3% og hafði aukist úr 7,9% í september.

Verðbólga á þriðja ársfjórðungi 2009 var 11,0%, eða 10,1% ef leiðrétt er fyrir áhrifum hækkunar óbeinna skatta. Þetta er nokkru meiri verðbólga en spáð var í *Peningamálum* í ágúst og skýrist einkum af lægra gengi krónunnar. Af 1,14% hækkun neysluverðsvísitölunnar í október stöfuðu 0,4% af verðhækkun innfluttrar vöru. Skammvinn hækkun í húsnæðislið neysluverðsvísitölunnar í október, eins og áður var getið, skýrir 0,26% af hækkun hennar. Afgangurinn, tæplega helmingur af hækkun mældu vísitölunnar, stafar af verðlagshækkun almennrar þjónustu og innlendarar vöru að frátöldum landbúnaðarafurðum.

Samkvæmt könnun á verðbólguvæntingum einstaklinga sem Capacent Gallup gerði á tímabilinu 25. ágúst til 10. september var bæði mat þeirra á núverandi verðbólgu og væntingar til næstu tólf mánaða óbreytt frá könnun sem gerð var í júní. Miðað við miðgildi svara töldu svarendur núverandi verðbólgu vera 12% og væntu þess að hún yrði 10% næstu tólf mánuði. Væntingar heimila um verðbólgu að tveimur árum liðnum höfðu hins vegar lækkað frá síðustu könnun. Svarendur bjuggust við því að verðbólga yrði 6% að tveimur árum liðnum, en í júní væntu þeir rúmlega 7% verðbólgu.

Samkvæmt viðhorfskönnun Capacent Gallup hafa verðbólguvæntingar fyrirtækja aukist frá því í júní. Bjóst meðalfyrirtækið (miðað við miðgildi) við 4% verðbólgu næstu tólf mánuði og 4% verðbólgu eftir tvö ár. Til samanburðar vænti meðalfyrirtækið í maikönnuninni engrar verðbólgu næstu tólf mánuðina og engrar verðbólgu eftir tvö ár.

Endurskoðuð grunnsþá, sem var birt í *Peningamálum* 5. nóvember, bendir til þess að efnahagssumsvif verði heldur meiri árið 2009 en áður var spáð og efnahagsbatinn nokkru hraðari. Því er spáð að árstíðarleiðréttur ársfjórðungslegur hagvöxtur verði jákvæður þegar á fyrsta ársfjórðungi 2010. Spáð er hóflegum hagvexti árin 2011 og 2012. Samkvæmt spánni verður samdráttur innlendarar eftirspurnar rétt tæplega 20% árið 2009, en jákvætt framlag utanríkisviðskipta, aðallega vegna samdráttar innflutnings, leiðir til þess að samdráttur vergrar landsframléiðslu verður miklu minni eða um 8½%.

Vinumarkaðurinn verður lengur að taka við sér en framleiðslan. Því er spáð að atvinnuleysi verði minna en spáð var í ágúst en haldi áfram að aukast langt fram á árið 2010, þegar það nær hámarki í u.þ.b. 10%, samanborið við 11% í ágústspánni.

Þrátt fyrir að tekjuskattar séu hærri í nýju spánni en í ágústspánni hafa horfur um einkaneyslu batnað nokkuð frá því í ágúst og er vænst 16% samdráttar á þessu ári (20% í ágúst) og hraðari bata á spátímabilinu. Fyrir utan heldur bjartari efnahagshorfur í heild og minna atvinnuleysi eru aðalástæður minni samdráttar ofangreind endurskoðun kaupmáttar ráðstöfunartekna árið 2008 og áhrif útgreiðslu séreignarlífeyrissparnaðar á neyslu.

Bati fjárfestingar mun koma hægar fram en gert var ráð fyrir í ágúst, einkum vegna þess að fjárfestingu í áliðnaði og virkjunarframkvæmdum seinkar. Önnur fjárfesting fyrirtækja verður takmörkuð um skeið.

Efnahagshorfur hafa batnað í helstu viðskiptalöndum Íslands. Því eru horfur fyrir vöruútflutning betri en þær voru í ágúst. Þess er vænst að útflutningur vöru og þjónustu aukist um 1½% á ári á árunum 2009 og 2010. Lágt raungengi og efnahagsbatinn í heiminum munu styðja við þróttmikinn vöxt útflutnings árin 2011-12. Á móti því kemur minni samdráttur innflutnings. Í samanburði við ágústspána verður samdráttur innflutnings minni á árunum 2009 og 2010, í samræmi við meiri vöxt innlendrar eftirspurnar. Afgangur af viðskiptum með vöru og þjónustu hefur verið endurskoðaður niður á við fyrir þetta ár og árið 2010. Hann er nú áætlaður tæplega 7% af vergri landsframleiðslu fyrir árið 2009, rúmlega 10% fyrir 2010 og um 12–13% fyrir árin 2011–12.

Samdráttur ráðstöfunartekna á næsta ári verður meiri en áður var ætlað, einkum vegna viðbótarhækkunar beinna skatta. Áðurnefnd endurskoðun gagna um tekjur á árinu 2008 hefur í för með sér að ráðstöfunartekjur munu lækka frá hærra stigi en áður var talið og munu því lækka niður á nokkurn veginn sama stig og í ágústspánni.

Í fjárlagafrumvarpi fyrir árið 2010 er lögð áhersla á tekjuöflun með beinum fremur en óbeinum sköttum, sem er breyting frá þeirri áætlun sem lá til grundvallar ágústspánni. Áhrif hærri óbeinna skatta á verðbólgu, mælda með vísitölu neysliverðs, verða því minni árin 2009 og 2010, en meiri árið 2011.

Gert er ráð fyrir að framleiðslulakinn verði minni út spátímann en spáð var í ágúst. Hann nær hámarki á öðrum ársfjórðungi 2010 og þess er vænst að hann hverfi snemma árs 2012.

Launakostnaður á framleidda einingu mun aukast nokkuð á þessu ári þótt hækkun nafnlauna verði minni en undanfarin ár vegna þess að framleiðni hefur minnkað og launatengd gjöld verið hækkuð. Launakostnaður á framleidda einingu mun hækka minna á árunum 2010–2012 vegna þess að aukin framleiðni mun vega upp á móti hækkun nafnlauna í kjölfar nýrra kjarasamninga.

Lægra gengi krónunnar og styrkara efnahagslíf benda til þess að verðbólguhorfur hafi versnað nokkuð frá spánni í ágúst. Undirliggjandi verðbólga, þ.e. verðbólga að frádregnum áhrifum óbeinna skatta, mun eigi að síður nálgast verðbólguþröskulðið á síðari helmingi ársins 2010 og því er spáð að mæld verðbólga verði við markmiðið innan árs þaðan í frá. Því er spáð að undirliggjandi verðbólga verði undir markmiðinu um langt skeið, en nálægt því í lok spátímabilsins.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri ræddi um þróunina frá því að septemberfundurinn var haldinn. Hann gerði grein fyrir fundum íslensku sendinefndarinnar með fulltrúum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og fundum sínum með fulltrúum stjórnvalda og fjármálastofnana á ársfundi Alþjóðagjaldeyrissjóðsins í Ístanbúl. Einnig var rætt um fyrstu endurskoðun efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem var nýlokið; fyrsta áfanga afnáms gjaldeyrishafta sem kom til framkvæmda 31. október;

stöðuna í áframhaldandi Icesave-viðræðum; nýlega lagasetningu um tímabundnar aðgerðir til að aðstoða skuldsett heimili og fyrirtæki; stöðu fjárlagafrumvarpsins fyrir árið 2010; og nýlega framlengingu kjarasamninga frá 2008 til ársloka 2010.

Peningastefnunefndin var sammála um mikilvægi þessara skrefa fyrir peningastefnuna í framtíðinni. Nefndarmenn voru þeirrar skoðunar að fyrsta endurskoðun efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins væri mikilvægur þáttur í því að endurheimta traust og styðja við krónuna. Hún hefði einnig verið forsenda þess að ráðist var í fyrsta áfanga afnáms gjaldeyrishafta. Bent var á að þegar stofn nýrrar fjárfestingar hefði myndast gæti gengi krónunnar orðið næmara fyrir ákvörðunum í peningamálum og væntingum um þær.

Að mati flestra nefndarmanna ætti núverandi áhættuleiðrétt ávöxtun innlendra fjáreigna að veita fjárfestum nægilegan hvata til að eiga eða kaupa krónueignir við núverandi alþjóðlegaraðstæður. Miðað við bætтар horfur um efnahagslega grunnþætti og í ljósi lækkandi áhættuálags á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum geta því horfur um gengi krónunnar farið að batna.

Nefndarmenn voru þeirrar skoðunar að afgreiðsla fjárlaga fyrir árið 2010 ætti einnig að stuðla að því að auka traust á krónunni og þjóðarbúskapnum þar sem þau mundu tryggja sjálfbæra áætlun í ríkisfjármálum.

Nefndarmenn ræddu nýleg skref í endurskipulagningu fjármálakerfisins og nýbirta skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika*. Sérstaklega var athyglinni beint að niðurstöðum í mati bankans á stöðu lána og innstæðna innlendra fyrirtækja sem bendir til þess að efnahagsreikningar atvinnulífsins séu e.t.v. ekki jafn berskjaldaðir fyrir gjaldmiðlaáhættu og áður var talið.

Nefndarmenn bentu á að gengi krónunnar hefði verið nokkurn veginn stöðugt frá því síðla sumars, en eigi að síður lægra en nefndarmenn teldu æskilegt. Inngrip Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði hafa verið hófleg og mun minni en sl. sumar. Gengi krónunnar hefur engu að síður verið veikara en áður hafði verið spáð. Verðbólga hafi því hjaðnað heldur hægar en áður var vænst, þrátt fyrir að áfram hefði dregið úr verðbólgu. Spáin sem birt var í *Peningamálum* 5. nóvember sýndi að vegna þess að gengi krónu hefur verið lægra og samdráttur innlendar eftirspurnar heldur minni, væru horfur á því að verðbólga hjaðnaði hægar en spáð var í ágúst. Enn er þó gert ráð fyrir að verðbólga minnki hratt árið 2010 og að undirliggjandi verðbólga verði við verðból gumarkmiðið á seinni hluta þess árs.

Nefndarmenn töldu að litlar líkur væru á annarrar umferðar verðbólguáhrifum lægra gengis, hvort sem er vegna áhrifa launakostnaðar eða áhrifa af verðlagningu innlendar framleiðslu. Þar sem verðbólgan stafar nú að mestu leyti af veikara gengi, með lítillægum áhrifum frá launakostnaði og neikvæðu framlagi húsnæðisverðs, gæti hraðari styrking krónunnar en gert er ráð fyrir í spánni einnig leitt til þess að verðbólga hjaðnaði hraðar en spáð hefði verið.

Sumir nefndarmenn lýstu þó yfir áhyggjum af umtalsverðri hlutdeild hækkandi verðlags innlendar vöru og annarrar þjónustu í verðbólgunni, sem benti til þess að eftirspurn hafi ekki dregist nægilega mikið saman til þess að koma í veg fyrir að gengislækkunin hefði áhrif á verðlag innlendar vöru. Einn nefndarmaður benti á að reynslan af fyrri fjármálakreppum sýndi að takmörkuð hætta var á langvarandi verðbólgu vegna þess

mikla slaka sem myndast hafi á vinnumarkaði. Hann benti á að núverandi verðbólga endurspeglaði einkum aðlögun hlutfallslegs verðs, sem kallaði ekki á viðbrögð peningastefnunnar til að ná tökum á verðbólgu.

Sumir nefndarmenn bentu á að lágt raungengi styddi við útflutnings- og samkeppnisgreinar með því að hækka hlutfallslegt verð framleiðslu þeirra. Það hefði dregið úr samdrætti eftirspurnar eftir innlendri vöru og þjónustu og bætti rekstrarskilyrði útflutnings- og samkeppnisgreina. Aðrir nefndarmenn bentu hins vegar á óhagkvæmni til lengri tíma af því að raungengið héldist of lágt, því framleiðsluþættir kynnu að færast yfir í útflutningsgreinar í meira mæli en sjálfbært væri þegar raungengið hefði aftur náð langtímajafnvægi sínu.

Nefndarmenn ræddu þróun á fjármálamörkuðum að undanförunu. Nefndin var þeirrar skoðunar að ráðstafanir til þess að draga lausafé úr umferð með því að bjóða út innstæðubrэф til 28 daga hefðu borið árangur og benti á að viðskipti á millibankamarkaði hefðu tekið við sér að nýju þótt þau væru enn lítil. Ávöxtun ríkisbréfa hefði einnig færst í áttina að innlánsvöxtum Seðlabankans. Sumir nefndarmenn lýstu þó yfir áhyggjum af því að innlánsvextir bankanna hefðu ekki hækkað á samsvarandi hátt.

Nefndarmenn töldu að í útboði innstæðubrэфanna fælist heldur aukið aðhald peningastefnunnar eftir að slaknað hafði meira á henni en stefnt hafði verið að vikurnar fyrir síðasta fund. Hinir virku vextir voru á bilinu 9,0–9,5% þegar nóvemberfundurinn var haldinn.

Nefndarmenn voru sammála um að þær framfarir sem hefðu orðið í mikilvægum málum frá síðasta fundi gæfu færi á annaðhvort óbreyttu aðhaldi peningastefnunnar eða lítils háttar slökun. Rætt var um útboðsvexti innstæðubréfa að lágmarki 9,5% og að hámarki 10,0% til 10,25%, sem og þann möguleika að auka fjárhæð innstæðubréfa sem boðin yrðu. Ræddir voru innlánsvextir á bilinu 9,0% til 9,5%. Nefndin ræddi einnig hvort halda bæri veðlánsvöxtum óbreyttum eða lækka þá í 11,0% og hvort lækka bæri daglánavexti úr 14,0% í 13,5%. Lýst var nokkrum áhyggjum af því að með því að lækka veðlánsvexti mætti líta á vaxtalækkunina sem minnkandi aðhald peningastefnunnar til viðbótar þeirri lítils háttar slökun sem fælist í ákvörðununum um innlánsvextina og innstæðubrэфin. Einnig komu fram áhyggjur af því að ákvörðunin væri ekki nægilega gegnsæ. Þörfin á að lagfæra vaxtaganginn var þó viðurkennd.

Því var haldið fram að peningastefnunefndin þyrfti við ákvarðanir sínar að vega og meta þrjá þætti: verðbólguhorfurnar, framleiðsluspennuna og það bráðabirgðamarkmið að stuðla að gengisstöðugleika. Um þessar mundir væri vægi gengisstöðugleikans mest en vægi þáttanna þróaðist með tímanum eftir því sem aðstæður breyttust eða nýjar upplýsingar hefðu áhrif á mat á fyrra og núverandi ástandi. Sumir nefndarmannanna bentu á að nýjar upplýsingar um efnahagsreikninga fyrirtækja og ný lög um skuldbreytingu bentu til þess að efnahag einkageirans stafaði minni hættu af veiku gengi krónunnar en áður var haldið og áframhaldandi skuldbreyting ætti að draga enn frekar úr þeirri hættu. Þetta gæti gefið peningastefnunefndinni aukið svigrúm til aðgerða til hagsbóta fyrir innlendan þjóðarbúskap.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) yrðu lækkaðir um 0,5 prósentur í 9,0% og að hámarksfjárhæð í vikulegum útboðum innstæðubréfa til 28 daga yrði aukin úr 25 ma.kr. í 30 ma.kr. með

9,5% lágmarksvöxtum og 10,25% hámarksvöxtum, sem felur í sér 0,25 prósentna hækkun hámarksvaxta.

Seðlabankastjóri bauð öðrum nefndarmönnum að greiða atkvæði um tillöguna. Fjórir nefndarmenn greiddu tillögu seðlabankastjóra atkvæði, en einn nefndarmaður greiddi atkvæði gegn henni og lagði til að vextir yrðu hafðir óbreyttir.

Allir nefndarmenn voru sammála um að lækka veðlánavexti úr 12% í 11% og daglánsvexti úr 14,5% í 13%, þar sem það mundi ekki breyta raunverulegu aðhaldsstigi peningastefnunnar.

Nefndarmenn töldu að þessar vaxtabreytingar myndu færa vaxtaganginn nær vöxtum sem hafa ráðið aðhaldi peningastefnunnar, sem fyrir vaxtaákvörðun voru á bilinu 9,5% til 10%. Vaxtaákvörðunin fæli í sér nær óbreytt aðhald peningastefnunnar eða lítils háttar slökun, eftir fjárhæð og vöxtum innstæðubréfa sem boðin yrðu út á næstu vikum.

Nefndarmenn voru sammála um að héldist gengi krónunnar stöðugt eða styrktist, og verðbólga hjaðnaði eins og spáð væri, ætti frekari slökun peningalegs aðhalds að verða möguleg. Peningastefnunefndin var hins vegar sammála um að gæta þyrfti varúðar og áréttaði að hún væri tilbúin að aðlaga aðhald peningastefnunnar eins og nauðsynlegt væri með hliðsjón af því tímabundna markmiði hennar að stuðla að gengisstöðugleika, og á sama tíma 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 fimmtudaginn 10. desember 2009.



Ræða Más Guðmundssonar seðlabankastjóra á morgunverðarfundi Viðskiptaráðs 6. nóvember 2009

Framkvæmd peningastefnu fer alla jafna fram við skilyrði óvissu. Framtíðin er auðvitað alltaf óviss en það er einnig nútíðin og nýliðin þátíð þegar kemur að því að meta stöðu efnahagsmála. Þetta þekkja þeir sem hafa þurft að bíða eftir þjóðhagstölum til að meta hagvöxt á líðandi stund og hafa síðan horft á það að tölurnar eru endurmetnar svo árum skiptir. Til viðbótar kemur óvissa um það hvernig stjórnþæki peningamála muni virka á aðra vexti, gengi, eignaverð, eftirspurn og verðbólgu. Við vitum auðvitað margt um samböndin í hagkerfinu en við vitum ekki hvað er rétta líkanið af því og munum líklega aldrei gera þar sem hagkerfið breytist í tímans rás. Væntingar spila líka stórt hlutverk í öllu ferlinu, og þó að þær geti verið sæmilega stöðugar um hríð, þá koma önnur tímabil þar sem þær fara á flug. Samband vaxta og gengis er annað við skilyrði óheftra fjármagnshreyfinga milli landa en við skilyrði fjármagnshafta. Almennt ræðst miðlunarferli peningastefnunnar af þróunarstigi og virkni fjármálamarkaða. Þessar flækjur og þessir óvissuþættir eru auðvitað ástæðurnar fyrir því að við þurfum peningastefnunefndir og allt þetta starfslið í seðlabönkum.

En sé peningastefna af þessum sökum flókin í framkvæmd við venjulegar aðstæður þá margfaldast vandinn í fjármálakreppu, sérstaklega í eins djúpri kreppu og þeirri sem við höfum verið að glíma við á Íslandi á undanförunum misserum. Sumir markaðir sem áður voru mikilvægur hluti af miðlunarferli peningastefnunnar hætta að verulegu leyti að virka. Fjármálastofnanir eru laskaðar og bregðast með öðrum hætti við stjórnþækjum seðlabanka en áður. Tengslin við útlönd breytast. Samband gengis og vaxta riðlast. Og væntingarnar fara á fleygiferð. Málið flækist síðan enn frekar ef við þurfum að breyta leikreglunum til að bregðast við ástandinu, svo sem að setja á gjaldeyrishöft.

Þetta þarf að hafa í huga þegar lagt er mat á framkvæmd peningastefnunnar hér á landi um þessar mundir. Nú er ramminn um peningastefnuna markaður af efnahagsáætlun íslenskra stjórnvalda með Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, en hinir þættirnir eru eins og kunnugt er nokkurra ára áætlun um sjálfbær ríkisfjármál og áform um endurreisn fjármálakerfisins. Samkvæmt áætluninni er það brýnasta verkefni peningastefnunnar að stuðla að stöðugleika í gengi íslensku

krónunnar. Ástæðan er annars vegar sú gjaldeyriskreppa sem var hluti af fjármálakreppunni og hefur sent gengið langt niður fyrir það sem áður var talið mögulegt, hvað þá æskilegt. Þetta gengisfall kynti auðvitað undir verðbólgunni. En það magnaði líka skuldakreppu heimila og fyrirtækja. Þar kom tvennt til. Það fyrra er tiltölulega há hlutdeild lána í erlendri mynt, að meðaltali 20% hjá heimilum og 70% hjá fyrirtækjum. Það seinna eru óvenju sterk áhrif gengis á verðlag sem stafaði að því að gengisfallið var svo mikið og ekki var trú á að það myndi snúast við í bráð. Þess vegna skrifaðist upp höfuðstóll verðtryggðra lána, en þau lán voru um 70% af heildarlánnum heimilanna og 10% hjá fyrirtækjunum. Eins og gjarnan er í alvarlegum fjármálakreppum sem eru um leið landakreppur var raunveruleg hætta á spirál gengisfalls, verðbólgu, skuldakreppu og samdráttar efnahagslífsins. Þeirri hættu varð að bægja frá og í því sambandi var lyklatríði að ná stöðugleika í genginu.

En þar var við vanda að stríða sakir þess mikla fjármagns sem hafði hlaðist upp í landinu í gegnum vaxtamunaviðskipti á offpensluskeiðinu, en nú er talið að um 500 ma.kr. af því sé enn inni í kerfinu. Hætt var við að það fjármagn myndi reyna að ryðjast í gegnum hruninn gjaldeyrismarkað og þá væri ekki að sökum að spyrja varðandi gengið. Það var því hætt við að gengisstöðugleiki myndi krefjast himinhárra vaxta ef ná átti honum í gegnum aðhaldsstig peningastefnunnar. Af þessum sökum var ákveðið að setja á víðtæk gjaldeyrishöft og skapa þannig svigrúm fyrir minna aðhaldssama peningastefnu heldur en ella.

Eins og oftast þá voru líklega aðrir valkostir á þeim tíma. En þar sem mig langar til að beina sjónum að stöðunni nú og horfunum framundan tel ég rétt að eyða ekki tíma í umræðu um hugsanlega valkosti hér, enda verður sögunni ekki breytt. Almennt sýnist mér þó að aðrir kostir hefðu falið í sér mun hærri vexti, a.m.k. til að byrja með, og meiri áhættu varðandi gengið. Það breytir því ekki að þó svo að gjaldeyrishöftin veiti þannig nokkuð skjól um hríð þá hafa þau ýmsan kostnað og óhagræði í för með sér og líklega því meiri því lengur sem þau vara. Þessi kostnaður mun að lokum skila sér í lægri hagvexti um hríð og lægri þjóðartekjum til lengdar. Það er því auðvitað okkar vilji að halda ekki í höftin mínútu lengur en þarf.

Peningastefnan er því strangt til tekið ekki á verðbólgu markmiði um þessar mundir, a.m.k. ekki ef litið er til skemmri tíma, þar sem það verkefni að stöðva gengisfallið og ná síðan stöðugleika í genginu hefur haft forgang. Þessi stefna samrýmist auðvitað því verkefni að ná verðbólgu markmiðinu þegar horft er lengra fram. Hins vegar hefði verið auðveldara að taka eitthvað meiri áhættu með gengið til skamms tíma og miða peningastefnuna meira við innlendar efnahagsaðstæður og verðbólguhorfur, ef ekki hefðu verið þau gífurlega neikvæðu áhrif

sem jafnvel tímabundin viðbótargengisdýfa hefði haft á efnahagsreikninga heimila og fyrirtækja af áður greindum ástæðum.

Við venjubundnar aðstæður má með miklum einföldunum lýsa peningastefnu sem miðar að verðbólguþæringu þannig að stýrivextir seðlabanka skuli taka mið af þremur þáttum:

1) hverjir stýrivextirnir ættu að vera ef verðbólga er á markmiði og landsframleiðsla er í samræmi við framleiðslugetu; 2) framleiðslulaka eða spennu í hagkerfinu; og 3) fráviki verðbólgu frá markmiði. Við okkar aðstæður bætist gengið við þennan lista og það með mjög háu vægi. En hinir liðirnir hafa ekki vægið núll og vægið á genginu ætti að minnka eftir því sem fjármálakreppan linar tókin og okkur tekst að draga úr vægi erlendra skulda í skuldum heimila og fyrirtækja og úr áhrifum gengisins á innlendar skuldir. Það er eitt af mörgum verkefnum peningastefnunefndar að leggja mat á hvernig þessar vogir eigi að þróast eftir því sem aðstæðurnar breytast.

Á nýliðnum fundi peningastefnunefndar voru kynntar vísbendingar um að mikilvægi skulda í erlendri mynt hjá fyrirtækjum gæti verið minna en áður var talið og að vægi þeirra væri að lækka um þessar mundir, bæði hjá fyrirtækjum og heimilum. Fyrir bankahrunið voru að meðaltali 70% skulda fyrirtækja í erlendri mynt. En dreifingin er ansi skökk. Eignarhaldsfélög vega þannig töluvert í erlendu skuldunum og stór og meðalstór fyrirtæki voru frekar með erlendar skuldir en smærri fyrirtæki. Rúmlega helmingur fyrirtækja eru eingöngu með krónuskuldir. Þessu til viðbótar kemur að vægi skulda bæði fyrirtækja og heimila í erlendri mynt fer að líkindum lækkandi um þessar mundir, bæði vegna skuldbreytinga og vegna þess að ný bankalán eru mest í innlendra mynt þar sem bankarnir geta vart veitt lán í erlendri mynt vegna skorts á gjaldeyri og vegna gjaldeyrisójafnvægis sem er langt umfram reglur Seðlabankans. Þetta eru auðvitað að hluta til góðar fréttir því eftir því sem vægi erlendra skulda minnkar því fyrr losnar peningastefnan út úr þeirri klemmu sem hún er í nú sem felst í því að aðhaldstigið er mun meira en æskilegt er í ljósi innlendra efnahagsaðstæðna. Önnur atriði sem gætu hjálpað í því sambandi eru auðvitað nýtt gjaldeyrisinnstreymi og lægra áhættuálag á innlendar krónueignir þannig að ekki þurfi eins háa vexti til að halda krónueignum í landinu eða laða að nýtt fjármagn.

Ég hef nú gerst nokkuð langorður um markmið peningastefnunnar um þessar mundir, en ég tel mikilvægt að það sé skilningur á því hver þau eru. En hver eru tækin? Að slepptri bindiskyldu og slíkum tækjum sem er breytt sjaldan má segja að helstu tækin séu vaxtaákvörðanir bankans, inngríp á gjaldeyrismarkaði og gjaldeyrishöftin. Það þarf að stilla þessi tæki rétt saman. Þannig taka vextir mið að gjaldeyrishöftunum. Þau veittu vaxtaákvörðuninni skjól um hríð. Hins vegar, um leið og farið er

að léttu af hömlunum þurfa vextirnir að vera nægilega háir til að hvati sé að halda í krónueignir, en hversu háir ræðst meðal annars af áhættuálagi Íslands, en sem betur fer hefur það lækkað töluvert að undanfögnu. Til marks um það má nefna að skuldatryggingarálag ríkissjóðs hefur lækkað frá um 1000 í upphafi ársins í um 350 um þessar mundir.

En hvað með inngríp á gjaldeyrismarkaði? Það er vandmeðfarið tæki og röng beiting þess skilar í besta falli engu en í versta falli getur falið í sér gífurlegt tap á fjármagni. Það er hins vegar allt of langt gengið að hafna notkun þess alfarið. Það er einn af lærdómum fjármálakreppunnar að rétt beiting gjaldeyrisforða getur skipt sköpum varðandi það að varðveita peningalegan og fjármálalegan stöðugleika við erfiðar aðstæður. Þar er hægt að nefna ótal dæmi, allt frá Brasilíu til Kóreu. Það hefur ekkert upp á sig að hlaða upp gjaldeyrisforða þegar vel árar ef fólk heykist á að nota hann á úrslitastundu. Hið opinbera getur haft lengri sjóndeildarhring en einkageirinn og því getur hann tekið lengritíma stöðu með eða á móti eigin gjaldmiðli, jafnað sveiflur og grætt á öllu saman. Ástralir og fleiri hafa leikið þennan leik með miklum árangri, þrátt fyrir verðbólguþryggingarmarkmið. En það má ekki reyna að verja gengi í gegnum þykkt og þunnt sem ekki fær staðist og það borgar sig ekki að grafa línu í sandinn gagnvart markaðnum. Þá er betra að beita herkænsku Genghis Khan sem tók sinn tíma, byrjaði t.d. oft á því að hörfa og lokkaði þannig andstæðingana úr vígjum sínum og gjöreyddi þeim síðan á sléttunum.

Gjaldeyrisinngríp hér á landi um þessar mundir miða að því að draga úr gengisóstöðugleika og koma í veg fyrir að það myndist spiralar gengislækkunar og væntinga um frekari gengislækkun. Frá hrúni hafa gjaldeyrisinngrípin öll verið á eina hlið, þ.e. Seðlabankinn hefur selt erlendan gjaldeyri. Á síðustu mánuðum hefur hins vegar dregið mjög úr gjaldeyrisinngrípum miðað við það sem var t.d. mánuðina janúar og febrúar og svo aftur í maí og júní. En þetta eru samt umtalsverðar upphæðir það sem af er árinu, eða rúmlega 80 m. evra.

Er hér verið að taka of mikla áhættu? Svo lengi sem ekki er gefið myndarlega í inngrípin þá tel ég að svarið sé nei. Það er engin vafi á því að jafnvægisgengi krónunnar hefur lækkað umtalsvert í framhaldi af skuldsetningu undanfarinna ára og síðan vegna bankahrunsins. Það er held ég líka lítill vafi á því að núverandi gengi er fyrir neðan þetta nýja og lægra jafnvægisgengi, eins og jafnan vill verða í fjármálakreppum. Það er hins vegar mikil óvissa um það hversu miklu neðar það er. Það er einnig mikil óvissa um hversu hratt jafnvægisgengið kemur til með að hækka á næstu árum og þar með hversu mikið gengið réttir úr kútnum. Í nýbirttri spá Seðlabankans er gert ráð fyrir að gengi krónunnar gagnvart evru muni haldast nálægt

núverandi stigi fram á næsta ár og síðan muni það hækka í smáum skrefum þannig að evran verði á um 170 kr. á árunum 2011 og 2012. Auðvitað vonum við að þetta séu svartsýnar forsendur og sagan kennir okkur að gengið getur hækkað hratt þegar það tekur við sér. En það væri óvarlegt að miða okkar áætlanir og aðgerðir við slíkt. Þvert á móti held ég að við verðum að búa okkur undir að gengið geti verið veikt um þó nokkurn tíma. Eins og svo mörgu öðru fylgja því bæði kostir og ókostir.

Þetta breytir því ekki að við þurfum öll að leggjast á eitt til að klúðra málum ef gengið á ekki að verða eftir nokkur ár orðið þó nokkru herra en það er nú. Þá þurfum við að muna að kaupa til baka þann gjaldeyri sem við höfum notað á síðasta ári og þessu til að styðja við krónuna. Ef við gerum það, þá munum við hagnast á öllu saman.

Ég býst við að þetta vekji upp þá spurningu hvað við höfum að gera við öll þessi lán sem við höfum samið um sem hluta af efnahagsáætluninni með AGS? Það er að mínu viti fullkomlega réttmæt spurning. Í fyrsta lagi þurfum við lánin til að tryggja að við höfum á hverjum tíma nægan gjaldeyri til geta staðið við afborganir erlendra lána ríkissjóðs og aðila með ríkisábyrgð. Hvað ríkissjóð varðar verður fremur lítið um að vera á þeim vettvangi fyrr en síðla árs 2011, en þá kemur á gjalddaga stórt lán sem ríkissjóður tók á árinu 2006 til að styrkja gjaldeyrisforðann og nam einum milljarði evra. En við getum líka notað lánin til að kaupa þau skuldabréf úr þessum flokki og öðrum sem bjóðast á eftirmarkaði á undirverði, og þar með léttu á afborguninni og græða á öllu saman. Síðan þurfum við, eins og áður sagði, forða til að geta stundað hófleg inngríp til að styðja gengið og draga óstöðugleika. Síðast en ekki síst þurfum við forðann til að skapa traust á gjaldmiðillinn og fæla frá þá sem vildu gera á hann árás. En slíkt vopnabúr sem ekki stendur til að nota nema í neyð kostar heilmikið því ekki er hægt að fjárfesta forðann á þeim vöxtum sem lánin bera nema að taka óásættanlega áhættu. Því er mikilvægt að nota ekki meira af þessum lánnum en þarf og jafnframt að komast sem fyrst út úr því ójafnvægi sem við erum í.

Áður en ég sný mér að efnahagshorfunum og síðustu vaxtaákvörðun peningastefnufndar tel ég nauðsynlegt að segja nokkur orð um eðli þeirrar aðlögunar sem íslenskur þjóðarbúskapur gengur nú í gegnum. Í fyrsta lagi þarf að hafa í huga að yfirstandandi ár hefði alltaf orðið mjög erfitt óháð því hvort bankarnir hefðu hrunið eða ekki. Það er vegna hins mikla ójafnvægis sem myndast hafði í íslenskum þjóðarbúskap á árunum 2005-2007 og varð með einhverjum hætti að hjaðna. Í öðru lagi þá kallar hrun bankakerfisins á viðbótaraðlögun í strúktúr hagkerfisins sem ekki verður umflúin. Við getum dregið þetta saman svona: hinn gífurlegi viðskiptahalli varð að hverfa, fjármálakerfið og ýmis önnur starfsemi sem tengdist bólunni var orðin

allt of umfangsmikil og það varð að ganga til baka. Þessu fylgir umtalsvert atvinnuleysi, að hluta til sakir þess að vinnuafli losnar úr þeim greinum sem hafa skroppið saman og það tekur tíma að koma nýrri starfsemi á legg. Útflutnings- og samkeppnisgreinar þurfa að eflast. Til að flýta því ferli er lykilatriði að við fáum aftur virkt fjármálakerfi. Þótt svo að gjaldmiðillinn kunni að hafa átt þátt í að búa til vandamálið þá er gengisfallið líka hluti af aðlöguninni. Því fylgir verðbólga um hríð. Þegar aðlögunin er gengin yfir ættum við hins vegar ekki að þurfa að sitja uppi með þráláta verðbólgu og það er helsta hlutverk peningastefnunnar að reyna að stuðla að því að svo verði ekki.

Seðlabankinn birti nýja efnahagsspá í gær og sama dag var tilkynnt um vaxtaákvörðun peningastefnunnar. Meginatriðin eru eftirfarandi:

- Landsframleiðsla mun dragast saman um 8½% á þessu ári og tæp 2½% á því næsta.
- Þetta er heldur minni samdráttur á þessu ári en áður hefur verið spáð.
- Einkaneysla hefur minnkað minna það sem af er árinu, líklega að hluta vegna þess að ráðstöfunartekjur jukust mun meira í fyrra en áður var gert ráð fyrir og vegna útgreiðslu lífeyrissparnaðar sem nemur um 1½% af landsframleiðslu á þessu ári.
- Atvinnuleysi hefur líka aukist minna en áður var reiknað með.
- Endurbatinn hefst á fyrrihluta næsta árs í þeirri merkingu að landsframleiðsla milli ársfjórðunga mun þá fara að aukast.
- Landsmönnum mun hins vegar finnast þá að ástandið sé ekki gott og að það muni versna eitthvað lengur því atvinnuleysi og framleiðslulaki heldur áfram að aukast inn á árið og sama má segja um samdrátt einkaneyslu.
- Þegar líður á seinni hluta ársins byrjar líka að rofa til í þessum efnunum.
- Eins og alltaf eru þessar horfur óvissar og efnahagsbatinn gæti orðið veikari eða sterkari. Þannig er t.d. tekið fráviksdæmi í nýbirtum Peningamálum þar sem bygging álvers í Helguvík og tengdar orkuframkvæmdir frestast töluvert þannig að meginþungi framkvæmda færist yfir á árið 2012. Þá seinkar efnahagsbatanum og samdráttur landsframleiðslu verður 4% á næsta ári í stað tæplega 2½%.
- Verðbólga hefur verið meiri að undanförunu en áður var reiknað með sakir lægra gengis og eitthvað minni framleiðslulaka en áður var talið.
- Verðbólga mun þó minnka hratt á næsta ári og undirliggjandi verðbólga verður við verðbólguþröskulinn á seinni hluta þess árs.

Með tilliti til núverandi stöðu efnahagsmála, þeirra horfa sem ég hef hér lýst, svo og upplýsinga um að efnahagsreikningar einkageirans séu að einhverju leyti minna berskjaldaðir gagnvart gjaldmiðlaáhættu ákvað peningastefnunefnd breytingar á vöxtum Seðlabankans sem á heildina litið fela í sér óbreytt eða lítilsháttar slökun á aðhaldi peningastefnunnar, en aðallega það að vaxtagangur Seðlabankans er aðlagður að virku aðhaldi peningastefnunnar sem nú markast að mestu af innlánsvöxtum hans og vöxtum innstæðubréfa. Haldist gengi krónunnar stöðugt eða styrkist, og verðbólga hjaðnar eins og spáð er, ættu forsendur fyrir frekari slökun peningalegs aðhalds fljótlega að vera til staðar.

Fyrirliggjandi spár gera ráð fyrir því að Ísland muni rétta úr kútnum á næstu árum. Vonandi losnum við líka hratt úr gjaldeyrishöftunum á næstu misserum og þeirri klemmu sem peningastefnan er í vegna skuldakreppunnar og hárrar hlutdeildar lána í erlendri mynt. Þá þarf nýjan ramma fyrir peningastefnuna. Auðvitað gæti aðild að myntbandalagi Evrópu orðið valkostur þegar fram líða stundir en það er auðvitað óvíst og mun taka þó nokkurn tíma að verða að veruleika. Þá er nærtækast einhvers konar verðból gumarkmið og flotgengi. Það er efni í aðra ræðu að fjalla um það, en í ljósi reynslu undanfarinna ára, bæði hér á landi og erlendis, yrði slíkt verðból gumarkmið að vera nokkuð öðru vísi en það sem við bjuggum við og mun betur stutt af stefnunni í ríkisfjármálum, varúðarreglum á fjármálamarkaði og öflugum fjármálaeftirliti. Það yrði að vera verðból gumarkmið „plús“ þar sem uppsöfnun gjaldeyrisforða á innstreymistímum og notkun hans þegar í harðbakkann slær yrði hluti af rammanum.

Takk fyrir.



5. ágúst 2009

Afnám gjaldeyrishafta

A. Inngangur

Enda þótt gjaldeyrishöftin hafi verið talin nauðsynleg til að koma á stöðugleika í íslenskum þjóðarbúskap í kjölfar fjármálakreppunnar í október 2008, er mikilvægt að afnema höftin í áföngum til að koma efnahagsaðstæðum í eðlilegt horf. Forsvarsmenn íslenskra fyrirtækja líta á aðgang að fjármagnsmörkuðum, alþjóðlegri fjármögnun og fjárfestingum sem eina af meginforsendum efnahagsbata.

Enda þótt afnám gjaldeyrishafta í áföngum sé forgangsverkefni þarf að ákveða áfangaskiptinguna af kostgæfni í ljósi þess ójafnvægis sem enn gætir í íslenskum þjóðarbúskap. Gera þarf fjölmargar ráðstafanir áður en hægt verður að afnema öll höft á skipulegan hátt. Áætlunina skal þess vegna framkvæma í skrefum er miða að því að draga úr hættu á að stöðugleika krónunnar verði stefnt í tvísýnu.

Við framkvæmd áætlunar um afnám gjaldeyrishafta þarf stefnumótun og efnahagsleg þróun að styðja við stöðugleika krónunnar: 1) Afnám hvers áfanga mun aðeins eiga sér stað að uppfylltum ákveðnum skilyrðum, 2) Peningastefnunni verður stýrt þannig að hún stuðli að stöðugleika í gengismálum, 3) Væntingar um framvindu endurreisnar efnahagslífsins og áætlaður afgangur af viðskiptajöfnuði munu styðja við krónuna og 4) Seðlabanki Íslands þarf að ráða yfir verulegum gjaldeyrisforða.

Skjalinu er skipt í eftirfarandi kafla:

- * Ástæður þess að gjaldeyrishöft voru innleidd
- * Núverandi fyrirkomulag gjaldeyrishafta
- * Forsendur þess að aflétta gjaldeyrishöftum
- * Áætlun um afnám gjaldeyrishafta
- * Skipulagning og framkvæmd

B. Ástæður þess að gjaldeyrishöft voru innleidd

Á tímabilinu 2005–2008 varð umtalsvert innstreymi fjármagns til Íslands. Mikill vaxtamunur við útlönd og hækkandi gengi krónunnar laðaði að alþjóðlegt fjármagn, að hluta til gegnum „venjulegar“ fjárfestingar og að hluta til með skuldaskjölum (svokölluðum jöklaþréfum) sem

voru gefin út gagnert til þess að hagnast á þessum aðstæðum. Innstreymi fjármagns tengdist einnig íslenska fjármálakerfinu og lántökum íslenskra fyrirtækja á alþjóðamörkuðum. Af þessum ástæðum áttu erlendir fjárfestar miklar fjáreignir í íslenskum krónum. Hluti þeirra voru innleysanlegar strax eða árin 2009–2010, þegar bréfin féllu á gjalddaga. Stöður erlendra aðila í íslenskum krónum námu í heild 680 ma.kr. síðla árs 2008. Skammtímastöður námu í heild u.þ.b. 330 ma.kr.

Í október 2008 varð Ísland fyrir bardinu á óvenju umfangsmikilli bankakreppu. Minnkandi tiltrú á íslenskum fjáreignum sem fylgdi í kjölfarið skapaði hættu á stórfelldu útstreymi fjármagns, með afar háskalegum afleiðingum fyrir gengi krónunnar sem þegar hafði lækkað.

Mikið útstreymi fjármagns (strax og í kjölfarið) hefði getað valdið enn stórfelldari gengislækkun krónunnar og meiri verðbólgu en raun varð á. Þar sem efnahagsreikningar heimila og fyrirtækja einkennast bæði af mikilli skuldsetningu og háu hlutfalli lána í erlendum gjaldmiðlum og verðtryggðum lánnum, hefði þetta getað hrundið af stað mikilli hrinu vanskila, með óhagstæðum afleiðingum fyrir þjóðarþúskaðinn. Vegna þessa greip Seðlabanki Íslands til aðgerða hinn 10. október 2008, sem miðuðu að því að hefta tímabundið útfærði gjaldeyris.

Í ljósi hinnar miklu áhættu fyrir þjóðarþúskaðinn var talið að gjaldeyrishöft, þrátt fyrir að vera óheppileg, væru óhjákvæmilegur þáttur aðgerða er miðuðu að því að stuðla að stöðugleika krónunnar þegar millibankamarkaður með erlendan gjaldmiðil var opnaður á ný í byrjun desember 2008.

C. Núverandi fyrirkomulag gjaldeyrishafta

Núgildandi gjaldeyrishöft voru tekin upp 28. nóvember 2008, samkvæmt reglum um gjaldeyrismál (reglum), sem voru heimilaðar samkvæmt ákvæði í lögum um gjaldeyrismál. Reglurnar voru endurútgefnar 15. desember 2008. Um miðjan mars 2009 voru gerðar breytingar á lögum um gjaldeyrismál í því skyni að herða fjármagnshöftin. Að auki hafa oft verið gefnar út skýringar á reglunum.

Greiðslur vegna vöru- og þjónustuviðskipta og beinna fjárfestinga innlands voru gefnar frjálsar eftir skamman tíma. Greiðslur sem tengjast almennum inn- og útflutningi vöru og þjónustu eru því heimilar og einnig vaxtagreiðslur ef þeim er breytt í gjaldeyri innan tiltekins tíma. Skorður hafa hins vegar verið settar við flestum fjármagnsflutningum bæði innlendra og erlendra aðila: þ.e. þeir hafa takmarkaða heimild til að skipta á milli krónu og erlendra gjaldmiðla. Ekki er hægt að breyta skuldabréfum sem hafa verið gefin út í krónum og öðrum sambærilegum skjölum í erlenda gjaldmiðla þegar þau falla á gjalddaga. Upphæðina verður að endurfjárfesta í öðrum skuldabréfum sem gefin hafa verið út í íslenskum krónum. Ennfremur skylda reglurnar innlenda aðila til að senda heim allan erlendan gjaldeyri sem þeir eignast.

Vissum félögum, þar á meðal helstu útflutningsaðilum og fyrirtækjum með mikil umsvif erlendis, var veitt, að uppfylltum ákveðnum skilyrðum, annaðhvort full eða takmörkuð undanþága frá reglunum.

Lög um gjaldeyrismál heyra undir viðskiptaráðuneytið. Lögin heimila þó Seðlabanka Íslands að gefa út reglur um gjaldeyrismál, sem eru háðar samþykki viðskiptaráðherra. Seðlabankinn ber ábyrgð á heildareftirliti með gjaldeyrishöftunum og stjórnar framkvæmd reglnanna frá degi til dags. Það eftirlit hefur smám saman verið aukið. Samkvæmt lögum um gjaldeyrismál skal Fjármálaeftirlitið rannsaka hugsanleg brot á gjaldeyrishöftunum þegar Seðlabanki Íslands tilkynnir um grunuð brot af því tagi. Til að tryggja skilvirka og árangursríka samvinnu milli Seðlabankans og Fjármálaeftirlitsins undirrituðu stofnanirnar tvær samstarfssamning sín á milli í júní 2009.

Seðlabankanum ber að kanna vísbendingar um hvort farið hafi verið í kringum gjaldeyrishöftin. Fylgst er með gögnum um viðskipti og fjármagnsstreymi og möguleg tilfelli þar sem grunur leikur á því að farið hafi verið í kringum gjaldeyrishöftin skoðuð sérstaklega. Almennt er talið að flest stærstu fyrirtækin og fjármálastofnanirnar á Íslandi starfi í samræmi við ákvæði og anda laganna. Hins vegar, safna mörg fyrirtækjanna nú eigin gjaldeyrisforða (fyrst og fremst í íslenskum bönkum) til að draga úr áföllum eða baktryggja sig. Það takmarkar hve miklum fjármunum þau breyta í krónur.

Þegar skilvirkum gjaldeyrishöftum er beitt ræðst skammtímagengisþróun að miklu leyti af viðskiptajöfnuði (þ.e. útflutningi, innflutningi, vaxtagreiðslum og afborgunum af lánnum) – en ekki fyrst og fremst af fjármagnsstreymi, eins og verið hefur undanfarin 5 til 8 ár. Markaðurinn er þó grunnur og ákaflega viðkvæmur.

Við aðstæður aukins jafnvægis í viðskiptum við útlönd hafa gjaldeyrishöftin stuðlað að stöðugra gengi en ella með því að hindra verulegt fjármagnsútstreymi og þannig var Seðlabankanum kleift að lækka stýrivexti. Gjaldyrishöftin hafa einnig skapað tiltölulega stöðugt umhverfi fyrir endurskipulagningu bankanna og komið í veg fyrir lausafjárþurrð.

Almennt virðist sem dregið hafi úr spennunni í kerfinu undanfarna mánuði og munurinn á gengi íslensku krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði og aflandsmörkuðunum hafi minnkað. Samkvæmt tölum Seðlabanka Íslands hefur verið eignarhluta erlendra aðila í íslenskum krónum lækkað úr u.þ.b. 680 ma.kr. í árslok 2008 í u.þ.b. 610 ma.kr. í lok júlí 2009. Langtímastöður hafa aukist lítilega, meðan skammtímastöður hafa farið úr u.þ.b. 330 ma.kr. í 260 ma.kr. Þrátt fyrir að einhver óvissa sé um þessar tölur benda þær líklega til þess að stöður erlendra aðila í íslenskum krónum hafi lækkað.

Erlendir aðilar virðast vera tiltölulega sáttir við að eiga um sinn eignir í íslenskum krónum í formi ríkisskuldabréfa, skuldabréfa Íbúðalánasjóðs og innlána Seðlabankans og viðskiptabanka. Takmarkaður áhugi hefur verið á því að breyta úr slíkum stöðum í íslenskum krónum yfir í langtímastöður í evrum með þeim úrræðum vegna „ópolinmóðra fjárfesta“ sem kynnt voru í maí.

Í heildina er talið að erlendir aðilar sem eiga a.m.k. helming krónustöðu erlendra aðila, t.d. langtímaskuldabréf Íbúðalánasjóðs, telji hagstætt að halda stöðum sínum til lengri tíma. Í maí 2009 mat Seðlabankinn það svo að u.þ.b. 250–300 ma. kr. væru í eigu „ópolinmóðra erlendra fjárfesta“ sem þyrfti annaðhvort að veita hvata til að halda kyrru fyrir, leysa af hólmi með því

að aðrir innlendir eða erlendir fjárfestar fjárfestu í eignum í íslenskum krónum (sem heppilegast væri) eða að beita áfram höftum á fyrstu áföngum áætlunar um afnám gjaldeyrishaftanna.

Eftir umrótið að undanfögnu má vænta þess að sumir innlendir aðilar kunni að vilja skipta íslenskum krónum fyrir erlendan gjaldeyri til að dreifa áhættu (tekju-, gjaldeyris- og greiðsluhæfisáhættu) eða til þess að fá aðgang að eignum sem ekki fást fyrir krónur (eigið fé, hlutabréf og einhverjir sjóðaflokkar). Á hinn bóginn mætti álykta að íslensk skuldabréf hafi að þjóða heppilega blöndu af beinum hagnaði eða arðsemi eignar og gengishagnaði.

D. Forsendur þess að aflétta gjaldeyrishöftum

Meginforsenda þess að hægt sé að framkvæma áætlun um afléttingu gjaldeyrishaftanna er að fjárfestar meti áhættu vegna fjárfestinga í íslenskum eignum minni en þeir hafa gert hingað til. Gengi íslensku krónunnar hefur lækkað um u.þ.b. 5% miðað við evru frá 1. janúar 2009. Líkanaspár (sjá *Peningamál 2009/2*) benda þó til þess að gengi krónunnar kunni að hækka verulega umfram 5% fram til ársins 2011, en að þrátt fyrir það gefist nauðsynlegt svigrúm til að minnka viðskiptahallann. Verði þróun efnahagsmála með þeim hætti ættu fjárfestar að hafa hvata til að halda stöðum sínum í íslenskum krónum, því vextir á innlendar krónueignir eru nú talsvert hærri en vextir á alþjóðlegum mörkuðum. Á móti kemur að þótt áhættuálag á skuldir íslenska ríkisins hafi lækkað er það enn sem komið er herra en almennt gengur og gerist hjá öðrum ríkjum.

Undanfarna mánuði hefur verið gripið til margvíslegra aðgerða til þess að ráða bót á þessu ástandi. Með langtímaáætlun í ríkisfjármálum hafa stjórnvöld stigið mikilvægt fyrsta skref í þá átt að efla aðhald í fjármálum hins opinbera. Verulega hefur miðað áleiðis við endurfjármögnun bankanna sem ný löggjöf um eignauskýslufyrirtæki og frumvarp til laga um Bankasýslu ríkisins hefur greitt fyrir. Skrifað hefur verið undir IceSave lánin og undir lánasamninga við Norðurlöndin. Lánin frá Norðurlöndunum ásamt lánafyrirgreiðslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins auka gjaldeyrisforðann og mun hann nema u.þ.b. 5 ma. Bandaríkjadala þegar þau eru í höfn. Tímabundið markmið peningastefnunnar hefur beinst að gengisstöðugleika og dregið hefur verið úr verðbólgu. Gerður hefur verið svokallaður stöðugleikasáttmáli milli stjórnvalda og aðila vinnumarkaðarins. Ennfremur hefur útflutningur reynst vera öflugur og innflutningur minni en vænst hafði verið, svo skarpur samdráttur innlendrar eftirspurnar hefur leitt til tiltölulega hóflegs samdráttar vergrar landsframleiðslu samfara jákvæðum vöruskiptajöfnuði.

Með hliðsjón af ofangreindu ætti að vera mögulegt að fullnægja eftirfarandi skilyrðum á næstu mánuðum:

- i. Aðgerðum til að koma á jafnvægi í þjóðarbúskapnum verður hrint í framkvæmd að fullu. Það felur í sér:
 - a. að efla tiltrú á sjálfbærni skulda íslenska ríkisins með samstöðu og einurð um framkvæmd langtímaáætlunar í ríkisfjármálum. Það myndi sýna fram á að þótt þörf sé á

Íþyngjandi ráðstöfunum verði íslenska ríkið fyllilega fært um að standa við skuldbindingar sínar.

b. að upplýsa um erlenda skuldastöðu þjóðarbúsins á hverjum tíma, áætlun um hvernig tryggðar verða nægjanlegar tekjur í erlendum gjaldmiðlum til að styrkja krónuna og áætlun um afnám gjaldeyrishafta með það að leiðarljósi að viðhalda stöðugleika krónunnar.

c. áframhaldandi hjöðnun verðbólgu og peningastefnu sem hefur það að leiðarljósi að tryggja gengisstöðugleika, eins og fram kemur í síðustu yfirlýsingu peningastefnufndarinnar.

d. að auka framboð fjárfestingarkosta með hagstæða eiginleika (innstæður, skuldabréf, beina erlenda fjárfestingu) til að hvetja innlenda og erlenda aðila til að taka stöður í íslenskum krónum til lengri tíma.

ii. að komið verði á fót sterku fjármálakerfi sem er vel stjórnað og er undir tilhlýðilegu eftirliti.

iii. að komið verði á skilvirku fyrirkomulagi lausafjárstýringar.

iv. að safnað verði nægum gjaldeyrisforða (til að tryggja gengisstöðugleika og lausafjárframboð í bankakerfinu, ef nauðsyn krefur)

Fyrsti áfangi áætlunar um afnám gjaldeyrishafta (afnám hafta á innstreymi fjármagns) ætti ekki að koma til framkvæmda fyrr en ofangreindum skilyrðum hefur verið fullnægt, en þess er vænst að svo verði nokkuð fyrir 1. nóvember 2009.

Að loknum fyrsta áfanga áætlunarinnar verður síðari áfanga afléttingarferlisins (afnám hafta á útstreymi fjármagns) smám saman hrint í framkvæmd í skrefum, eftir því sem Seðlabanki Íslands ákveður, með hliðsjón af því að gjaldeyrisforðinn hafi verið aukinn að því marki að hann dugi til að draga úr mögulegum gengissveiflum. Sérstaklega mikilvæg forsenda þess að hægt verði að aflétta höftum á útstreymi fjármagns er að traust á íslenska bankakerfið og hlutabréfamarkaðinn hafi verið endurheimt í nægilega ríkum mæli.

E. Áætlun um afnám gjaldeyrishafta

Afnámi gjaldeyrishaftanna verður stýrt af kostgæfni og framkvæmdinni hagað þannig að hún styðji stefnu Seðlabankans um stýringu gjaldeyrisforðans og höfuðmarkmið peningastefnunnar um stöðugleika gengis og verðlags. Höftin verða, sem fyrr segir, afnumin í skilgreindum áföngum, en þó sveigjanlegum þannig að svigrúm gefist til lagfæringa.

Í fyrsta áfanga verður höftum af öllu innstreymi erlends gjaldeyris létt á tiltölulega skömmum tíma. Í öðrum áfanga áætlunarinnar verður greint á milli reikninga, eignaflokka og viðskipta sem léttu ber höftum af snemma í ferlinu og annarra sem áfram sæta takmörkunum um lengri tíma. Þessum síðarnefnda flokki – svokölluðum „heftum reikningum“ – munu tilheyra fjáreignir sem taldar eru miklar líkur á að verði fluttar úr landi, en það gæti grafið undan skilvirkni kerfisins ef höftum á þær yrði aflétt of snemma. Annar áfangi hefst með því að höftum á útstreymi vegna tiltekinna reikninga, eignaflokka og viðskipta með sem fjarlægasta gjalddaga verður smámsaman aflétt eftir því sem gjaldeyrisforðinn styrkist, horfur um

greiðslujöfnuð batna og traust á innlenda fjármálakerfið eykst. Þegar höftum á viðskipti með þessa reikninga og eignir hefur verið aflétt og að því gefnu að nægur gjaldeyrisforði sé til staðar verður hafist handa við að létta höftum af næsta flokki reikninga og eigna. Notkun íslensku krónunnar í alþjóðaviðskiptum verður áfram háð takmörkunum þar til afnám gjaldeyrishaftanna kemst á lokastig.

Fyrsti áfangi: Höftum létt af innstreymi erlends gjaldeyris

Í upphafi fyrsta áfanga verða nýfjárfestingar sem fela í sér innstreymi erlends gjaldeyris gefnar frjálssar. Með nýju innstreymi erlends gjaldeyris eru ekki taldir gjaldeyrisreikningar í innlendum viðskiptabönkum og gjaldeyrisfærslur af viðskiptareikningum (t.d. útflutningstekjur). Gjalddeyrisinnstreyminu verður breytt í krónur hjá fjármálafyrirtæki undir eftirliti Fjármálaeftirlitsins. Þessar eignir í íslenskum krónum verða fyllilega framseljanlegar og má skipta í erlendan gjaldeyri. Til þess að heimilt sé að flytja fjármunina aftur úr landi þarf að skrá eign hjá Seðlabanka Íslands. Það mun gera Seðlabanka Íslands kleift að fylgjast með innstreyminu og efla gjaldeyrisforðann með inngrípum ef færi gefst. Fjárfestum sem breyta þannig erlendum gjaldeyri í íslenskar krónur verður ekki mismunað á nokkurn hátt. Til að draga úr hættu á að farið verði kringum gjaldeyrishöftin ná heimildir til að flytja út fjármagn að nýju hins vegar ekki til ákveðinna tegunda fjárfestinga, t.d. afleiðusamninga sem fjármagnaðir eru með lánsfé.

Þess er vænst að fyrsti áfangi áætlunarinnar hafi jákvæð eða takmörkuð áhrif á gjaldeyrisforðann. Innstreymið í byrjun ætti að styrkja krónuna og veita Seðlabankanum tækifæri til inngrípa til að draga úr gengissveiflum og byggja upp forða til að mæta hugsanlegu útstreymi af völdum nýfjárfestingarinnar.

Annar áfangi: Afnám hafta á útstreymi erlends gjaldeyris

Á öðrum áfanga áætlunarinnar eru gerð formleg skil á milli reikninga, eigna og viðskipta sem hægt er að losa um án þess að hætta skapist á að mikið fjármagn streymi úr landi, annars vegar, og heftra reikninga sem verða áfram að sæta hömlum um lengri tíma, hins vegar. Til dæmis er ekki talið líklegt að um verulegt útstreymi fjármagns verði að ræða þótt höftum verði létt af langtímaeignum. Höft á þessa eignarhluti verða því afnumin í nokkrum skrefum áður en höft á skammtímaeignum verða afnumin. Þær verða áfram bundnar höftum og Seðlabanki Íslands er tilbúinn til að auka eftirlit með þeim ef þörf krefur.

Eignasafn A:

Eignasafn A nær til eigna sem uppfylla tiltekin skilyrði um lengd gjalddaga sem Seðlabankinn ákveður. Fjárfestum verður heimilað að selja þessar eignir og skipta andvirði sölunnar úr krónum í erlendan gjaldeyri. Almennt gildir að byrjað verður á því að afnema höft á viðskipti með þær eignir sem falla á gjalddaga eftir lengstan tíma og heimila að andvirði sé skipt í erlendan gjaldeyri. Öll viðskipti af því tagi ber að gera í umsjón fjármálafyrirtækis sem er undir eftirliti Fjármálaeftirlitsins. Til að koma í veg fyrir að fjárfestar hefji óhófleg viðskipti

með stöðurnar verður fjárfestir að leggja fram skjöl sem færa sönnur á tiltekið eignartímabil fram að tiltekinni tímamótadagsetningu sem Seðlabankinn ákveður. Það mun auðvelda Seðlabanka Íslands að fylgjast með útstreyminu. Seðlabankinn mun gefa út verklagsreglur fyrir þetta ferli.

Framangreindir eignarhlutir verða smám saman gerðir skiptanlegir og framseljanlegir samkvæmt áætlun um takmörk eftir því sem stærð gjaldeyrisforða leyfir. Framseljanleiki hagnaðar innlendra aðila kann í fyrstu að verða takmörkum háður í samræmi við núgildandi reglur um skilaskyldu gjaldeyris, sem kveða á um að söluandvirði verði að leggja inn á sérstaka reikninga hjá innlendum fjármálafyrirtækjum. Í því tilfelli yrði smám saman leyft að nota þessar eignir til skilgreindra erlendra fjárfestinga samkvæmt ákveðinni forgangsröð, frá langtímaeignum til skammtímaeigna.

Öðrum áfanga verður stjórnað af kostgæfni og skipt í smærri skref í samræmi við stefnu Seðlabankans um gjaldeyrisforða og markmið um gengis- og verðlagsstöðugleika. Tímasetningar, aðstæður og þröskuldar fyrir afnám gjaldeyrishaftanna verða sett í samræmi við þessi markmið. Gjalddeyrisforði verður til reiðu til inngripa á gjaldeyrismarkaði í því skyni að draga úr óhóflegum sveiflum. Ef mikill fjöldi fjárfesta kys að selja eignir sínar mun markaðsverðmæti eignanna falla, að endingu að því marki að ekki verði lengur fýsilegt að selja þær og skipta fyrir erlendan gjaldeyri. Þetta mun sjálfkrafa hafa tilhneigingu til að takmarka hversu miklu af eignum verður breytt í erlendan gjaldeyri.

Eignasafn B:

Hægt er að halda áfram að léttu höftum af viðskiptum með eignaflokka sem falla undir eignasafn B, miðlungs- og skammtímaskuldabréf, á hliðstæðan hátt og reiknað er með að gildi um eignasafn A, þ.e.a.s. gefa þau frjáls í áföngum. Að auki munu stjórnvöld, þegar nægilegum gjaldeyrisforða hefur verið safnað, gefa út og bjóða út skammtímavíxla í evrum, samkvæmt EMTN-áætlun sinni. Í uppboðunum verður samþykktum tilboðsgjöfum boðið að breyta krónum í evrur á opinberu gengi Seðlabanka Íslands til að kaupa víxlana. Í reynd myndu fjárfestar breyta eignarhlutum sínum í íslenskum krónum í framseljanlega eign sem gefin hefur verið út í evrum.

Seðlabanki Íslands mun stjórna verðinu, upphæðinni og tímasetningu við framkvæmdina. Allir fjárfestar sem hafa hug á að flytja fjármuni úr landi munu fá sömu meðferð og fjármagnsflutningarnir munu lúta takmörkunum sem byggjast á verði. Fjárfestirinn ákveður sjálfur hvort hann tekur þátt eða ekki, en heildarupphæð erlends gjaldeyris sem nýttur verður í þessu skyni verða settar fyrirframákveðnar skorður. Þar sem útboðsfyrirkomulagið gerir þeim sem eru reiðubúnir að greiða mest kleift að flytja fé sitt úr landi, gefur það óþolinmóðustu fjárfestunum færi á að fara fyrst og dregur því úr hvata til að fara í kringum gjaldeyrishöftin. Þetta gefur svigrúm til sveigjanlegri stýringar bæði eigna í forða og fjármagnsflutninga úr landi sem eru háðir flæði greiðslujafnaðar, án þess þó að þörf sé á áreiðanlegum langtímaspám um greiðslujöfnuð.

Þar sem heildarupphæð erlends gjaldeyris til ráðstöfunar er haldið innan fyrirfram ákveðinna marka ætti það að tryggja að stærð gjaldeyrisforðans verði áfram viðunandi. Ferlið mun ekki hafa bein áhrif á millibankamarkaðinn.

Allar leiðirnar sem nefndar hafa verið að framan eru í samræmi við alþjóðlegar skyldur Íslands.

F. Skipulagning og framkvæmd

Eftirlit Seðlabanka Íslands

Áætluninni verður framfylgt með það að leiðarljósi að tryggja að eftir reglunum verði farið. Seðlabanki Íslands ber ábyrgð á gjaldeyriseftirlitinu og bankinn mun verja til verkefnisins nægum fjármunum og beita nauðsynlegum úrræðum til þess að tryggja árangursríkan framgang áætlunarinnar. Eftirlitsstarfsemi nær yfir eftirfarandi þrjú svið:

a) Almenn eftirlitsstarfsemi

Almenna eftirlitsstarfsemi mun Seðlabankinn inna af hendi á daglegum, vikulegum og/eða mánaðarlegum grundvelli, eftir eðli málsins. Hún verður nægilega umfangsmikil til þess að Gjaldyriseftirlitið geti fylgst með og komið auga á hugsanleg brot á reglum um gjaldeyrismál. Slíkt eftirlit krefst aðgangs að margvíslegum gögnum sem aflað verður bæði innan kerfa Seðlabankans og frá öðrum aðilum. Slíkur gagnaadgangur þarf að vera samfelldur; þ.e. hann má ekki verða háður því að Seðlabankinn óski eftir honum fyrir hvert mál fyrir sig. Því þarf Seðlabankinn að koma á samvinnu við ýmsa aðila hjá hinu opinbera. Hvað atvinnulífið varðar mun Seðlabankinn leggja fram almennar beiðnir um að tiltekin gögn verði veitt að staðaldri; t.d. í skýrslum. Hið almenna eftirlit verður eins umfangsmikið og ítarlegt og kostur er og hverju gagnaferli lýst af nákvæmni. Það gerir Gjaldyriseftirlitinu kleift að setja ákveðin viðmið í eftirliti sínu sem stuðlar að góðri yfirsýn. Slíkar skilgreiningar, lýsingar og ákvarðanir verða endurskoðaðar reglulega til að tryggja bestu mögulegu niðurstöðu.

b) Sérstök eftirlitsstarfsemi

Sumar greinar atvinnulífsins, og innan þeirra sum fyrirtæki og einstaklingar, hafa meiri hvata og tækifæri til að fara í kringum reglur um gjaldeyrismál en aðrar atvinnugreinar. Gjaldyriseftirlitið mun því sérstaklega einbeita sér að slíkum „áhættugreinum“ með reglubundnum hætti. Sérstök eftirlitsstarfsemi mun einnig beinast að tilteknum félögum og einstaklingum sem hafa fengið undanþágur frá reglunum.

c) Athugun einstakra mála

Ef Gjaldyriseftirlitið, við eftirlitsaðgerðir sínar eða vegna upplýsinga frá þriðja aðila, verður áskynja um að reglurnar hafi verið brotnar mun það rannsaka hugsanleg brot og biðja um frekari gögn ef ástæða er til. Slíkar athuganir yrðu gerðar á forsendum hvers máls fyrir sig. Þær yrðu ef við á lagðar til grundvallar skýrslu Seðlabankans til Fjármálaeftirlitsins um meint brot.

Úrræði Seðlabanka Íslands og ráðstöfun fjármuna

Til að rækja eftirlitsskyldur sínar þarf Gjaldeyriseftirlitið viðbótarstarfsfólk. Seðlabankinn hefur þegar lagt eftirlitinu til starfsmenn til að bregðast við brýnni þörf.

Hvað gagnasöfnun varðar mun Seðlabankinn óska eftir að fá skýrari heimildir til að óska eftir gögnum sem tengjast gjaldeyrismálum og að beita eigin úrræðum ef slíkar beiðnir verða hunsaðar. Til að tryggja vandaða gagnasöfnun er nauðsynlegt að endurbæta lögum um gjaldeyrismál og setja viðbótarreglur. Að auki verður Seðlabankinn að geta skyldað fjármálageirann til að innleiða innanhússreglur um eftirlit með gjaldeyrismálum og að tilkynna öll hugsanleg brot á reglum um gjaldeyrismál til Seðlabankans. Því mun Seðlabankinn fara fram á að lögum um gjaldeyrismál verði breytt þannig að kveðið verði á um slíka skyldu.

Auk eftirlitsstarfseminnar sem lýst er hér að framan mun Seðlabankinn í samvinnu við Fjármálaeftirlitið auka eftirlit með viðskiptaböndunum í gegnum reglulegt eftirlitsstarf Fjármálaeftirlitsins. Seðlabankinn og Fjármálaráðuneytið vinna að undirbúningi þessara ráðstafana.

Aðgerðir til að stuðla frekar að því að reglum verði fylgt

Seðlabankinn leitast við að gera túlkun og framkvæmd reglna um gjaldeyrismál gegnsærri og aðgengilegri fyrir markaðsaðila sem í hlut eiga. Svör Seðlabankans við svörum og túlkunum verða birt reglulega á vef bankans. Það ætti að auka gegnsæi og draga úr hættu á mismunun.

Almennt er Seðlabankinn farinn að hafa tíðari samskipti við fjármálageirann vegna gjaldeyrishaftanna en áður. Þekking og yfirsýn sem hægt er að afla gegnum fjármálakerfið gegnir lykilhlutverki í skilvirku eftirliti með gjaldeyrishöftunum. Samstarf við fjármálafyrirtæki, þar á meðal Samtök fjármálafyrirtækja, hefur verið aukið.



Nr. 33/2009
31. október 2009

Fyrsta skref í afnámi gjaldeyrishafta

Seðlabanki Íslands hefur stigið fyrsta skrefið í afnámi gjaldeyrishafta með því að heimila innstreymi erlends gjaldeyris til nýfjárfestinga og útstreymi gjaldeyris sem kann að leiða af því í framtíðinni. Þetta þýðir að fjárfestar fá heimild án takmarkana til þess að skipta aftur í erlendan gjaldeyri söluandvirði eigna sem þeir fjárfesta í eftir 1. nóvember 2009. Fyrir höfðu erlendir aðilar fulla heimild til gjaldeyrisyfirfærslna vegna vaxtatekna og arðs af fjárfestingum hér á landi.

Gjaldeyrisinnstreymi vegna nýfjárfestingar verður breytt í krónur hjá fjármálafyrirtæki undir eftirliti Fjármálaeftirlitsins. Til þess að síðan verði heimilt að flytja fjármunina aftur úr landi þarf að skrá nýfjárfestinguna hjá Seðlabanka Íslands. Það mun gera bankanum kleift að fylgjast með innstreyminu og efla gjaldeyrisforðann með inngrípum ef aðstæður leyfa.

Jafnframt ofangreindri breytingu hafa gjaldeyrisreglurnar verið endurbættar með það að leiðarljósi að draga úr misræmi og loka glufum sem notaðar hafa verið til að fara í kringum höftin. Stærstu breytingar eru eftirfarandi:

- Undanþágur ýmissa aðila, t.d. sveitarfélaga og opinberra fyrirtækja, fyrirtækja með fjárfestingarsamninga o.fl. hafa verið endurskoðaðar (14. gr. reglna um gjaldeyrismál).
- Hreyfingar í krónum hafa verið takmarkaðar sérstaklega til þess að auðvelda framfylgd og koma í veg fyrir misnotkun á reglunum, sbr. 3. mgr. 2. gr. reglnanna.
- Heimildir til endurfjárfestingar hafa verið auknar og framkvæmd þeirra gerð auðveldari, t.d. hvað varðar endurfjárfestingu arðs og gengishagnaðar, sbr. 1. mgr. 5. gr.

Settar eru auknar takmarkanir á fjárfestingu í öðrum eignum, til að draga úr möguleikum á því að sniðganga reglurnar, sbr. 6. gr. reglnanna.

Þegar möguleikum til gjaldeyrisviðskipta er tengjast fjármagnshreyfingum fjölgar kunna að opnast nýjar leiðir til þess að fara í kringum þau höft sem eftir verða. Því er nauðsynlegt að efla gjaldeyriseftirlit í því ferli. Það hefur Seðlabankinn þegar gert með því

að endurskipuleggja og efla starfsemi gjaldeyriseftirlits, sbr. frétt nr. 30/2009. Til að draga úr hættu á því að farið verði í kringum gjaldeyrishöftin ná heimildir til að flytja út fjármagn að nýju ekki til ákveðinna tegunda fjárfestinga, t.d. afleiðusamninga sem fjármagnaðir eru með lánsfé.

Seðlabankinn mun birta leiðbeiningar við reglurnar sem munu uppfærðar eins og nauðsyn þykir.

Gjaldeyrishöftin sem sett voru á 28. nóvember 2008 voru talin nauðsynleg til að koma á stöðugleika í þjóðarbúskapnum í kjölfar fjármálakreppunnar í október 2008. Nú hafa skapast aðstæður til að stíga fyrsta skrefið í afnámi haftanna í samræmi við áætlun sem Seðlabankinn lagði fram 5. ágúst sl. Þannig liggur fyrir langtímaáætlun í ríkisfjármálum ásamt fjárlagafrumvarpi fyrir næsta ár sem felur í sér umtalsvert aðhald. Aðstæður hafa skapast fyrir stöðugra gengi krónunnar. Þá hefur fyrsta endurskoðun efnahagsáætlunar íslenskra stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins nú farið fram, en hún tryggir Seðlabankanum aðgang að auknum gjaldeyrisforða.

Næsti áfangi afnáms gjaldeyrishafta, þ.e. afnám hafta á útstreymi fjármagns, ræðst af því hvernig til tekst með þennan áfanga og framgangi efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

Nánari upplýsingar veitir Ingibjörg Guðbjartsdóttir forstöðumaður gjaldeyriseftirlits Seðlabanka Íslands í síma 569 9600.