



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, janúar 2010

Birt: 10. febrúar 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 25. og 26. janúar 2010, en á þeim ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 27. janúar og kynningu þeirrar ákvörðunar.

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

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlendan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá síðustu vaxtaákvörðun 10. desember, eins og þær birtast í uppfærðri spá í *Peningamálum* 2010/1 sem gefin voru út 27. janúar.

### **Fjármálamarkaðir**

Gengi krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði, miðað við víða vöruviðskiptavog, var 0,5% hærra viku fyrir fund peningastefnunefndar í janúar en viku fyrir desemberfundinn. Viðskipti á gjaldeyrismarkaðinum hafa verið lítil, 21 m. evra í desember og 3 m. evra fyrstu þrjár vikurnar í janúar, og hefur Seðlabankinn ekki beitt inngrípum á markaðinn frá því snemma í nóvember. Gengi krónunnar hefur hækkað um það bil 2% gagnvart evru frá síðasta fundi peningastefnunefndar, einkum vegna þess að gengi evrunnar hefur lækkað gagnvart öðrum gjaldmiðlum. Innstæður innlendra aðila á gjaldeyrisreikningum í innlendum bönkum hafa haldist nokkuð stöðugar frá síðasta fundi peningastefnunefndar.

Fimm útboð innstæðubréfa höfðu verið haldin frá desemberfundinum og um 48,6 ma.kr. voru útistandandi í innstæðubréfum þegar janúarfundurinn var haldinn.

Vextir á millibankamarkaði höfðu haldið áfram að lagast að innlámsvöxtum Seðlabankans og voru 0,5 prósentum hærra en vextir á viðskiptareikningum þegar janúarfundurinn var haldinn. Viðskipti á millibankamarkaði voru 296 ma.kr. árið 2009, um það bil þriðjungur af viðskiptum ársins 2008. Engin viðskipti hafa farið fram á markaðinum til þessa árið 2010.

Gengi krónunnar á aflandsmarkaðinum veiktist um miðjan desember í kjölfarið á virkari framfylgd gjaldeyrishafta og fóru viðskipti með krónuna fram á genginu 290-300 gagnvart evru. Eftirspurn eftir krónum á aflandsmarkaðinum hefur aukist á nýju ári og valdið því að gengi krónunnar hefur hækkað aftur í 245-275 gagnvart evru. Viðskipti virðast engu að síður vera lítil.

Áhættuálag fyrir Ríkissjóð Íslands, eins og það er mælt með skuldatryggingarálaginu, hækkaði meira en hjá sambærilegum löndum í byrjun janúar í kjölfar þeirrar ákvörðunar forseta Íslands að synja Icesave-lögunum staðfestingar. Á janúarfundinum hafði skuldatryggingarálagið hækkað um 2,2 prósentur frá því í byrjun desember. Ákvörðun forsetans leiddi einnig til þess að lánshæfiseinkunn fyrir Ríkissjóð Íslands lækkaði.

Ávöxtunarkrafa í útboði ríkisvixla um miðjan janúar var 8,0%, miðað við 7,5% í útboðinu um miðjan desember. Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa hafði einnig hækkað um 0,14 til 0,30 prósentur frá desemberfundinum. Á sama tíma hafði ávöxtunarkrafa verðtryggðra íbúðabréfa lækkað um allt að 0,30 prósentur fyrir bréf með stystan gjalddaga í kjölfarið á þeirri yfirlýsingu forseta Íslands að hann synjaði Icesave-lögunum staðfestingar.

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

Afgangur af vöruviðskiptum nam 6,2 ma.kr. í nóvember og var svipaður og meðalafgangur fyrstu ellefu mánuði ársins. Samkvæmt bráðabirgðatölum var afgangur af vöruskiptum heldur meiri í desember, eða 7 ma.kr., einkum vegna minni innflutnings.

Verðmæti innflutnings í innlendum gjaldmiðli jókst um 24% milli mánaða í nóvember, einkum vegna meiri innflutnings eldsneytis og hrá- og rekstrarvara. Verðmæti útflutnings í innlendum gjaldmiðli var tæplega 6% minna í nóvember en í október, þrátt fyrir frekari hækkun álverðs, þar sem útflutningsmagn dróst saman.

Álverð hefur haldið áfram að hækka frá síðasta fundi peningastefnunnar og var 7% herra að meðaltali fyrri hluta janúar en fyrstu tvær vikurnar í desember. Verðmæti útfluttra sjávarafurða dróst saman um 6% milli nóvember og október vegna minna útflutningsmagns, þar sem meðalverð allra sjávarafurða hélst stöðugt milli mánaða.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar dróst heildarvinnustundafjöldi á fjórða ársfjórðungi 2009 saman um 5½% frá fyrra ári. Fækkun vinnustunda stafaði bæði af því að vinnustundum í hverri viku fækkaði um hálf klukkustund að meðaltali og fólki við vinnu fækkaði um tæplega 5% í viðmiðunarvikunni. Vinnumarkaðspáttaka dróst saman um 1,2 prósentur á fjórða ársfjórðungi 2009 miðað við sama ársfjórðung árið áður.

Skráð atvinnuleysi jókst úr 7,6% í október í 8,2% í desember. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 7,7% í desember, eftir að hafa minnkað um 1,3 prósentur frá október og var minna en skráð atvinnuleysi í fyrsta sinn frá því í apríl 2009.

Vísendingar gefa til kynna að vinnumarkaðurinn eigi enn eftir að veikjast nokkuð. Samkvæmt viðhorfskönnun sem Capacent Gallup gerði meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins á þriggja vikna tímabili, 7.-18. desember 2009, hyggjast tæplega 40% fyrirtækja fækka starfsmönnum á næstu sex mánuðum, en 14% lýstu yfir áhuga á að fjölga starfsmönnum. Ennfremur hefur dregið úr væntingum almennings um atvinnuástandið frá því í október samkvæmt væntingavísitölu Gallup. Tölur um nýskráningu atvinnulausra hjá Vinnumálastofnun það sem af er árinu 2010 benda einnig til þess að atvinnuleysi aukist á ný.

Launavísitalan hækkaði um 1,5% milli mánaða í nóvember og um 0,3% í desember. Laun hækkuðu um 3,6% milli ára í desember og kaupmáttur launa lækkaði jafn mikið.

Tryggingagjald var hækkað um 1,6% 1. janúar 2010. Frá júní 2009 hefur það hækkað úr 5,34% í 8,65%.

Samkvæmt könnun Capacent Gallup á viðhorfum stjórnenda stærstu fyrirtækja landsins sem gerð var í desember töldu u.þ.b. 90% fyrirtækja núverandi efnahagsástand slæmt og voru svartsýnni á horfurnar að sex mánuðum liðnum en þau voru í september. Um 43% fyrirtækjanna bjuggust við því að efnahagsástandið versni á næstu sex mánuðum, samanborið við 34% fyrirtækja í septemberkönnuninni. Tæplega fimmtungur þeirra vænti þess að efnahagsástandið myndi batna, samanborið við fjórðung fyrirtækjanna í septemberkönnuninni.

Um 42% fyrirtækjanna bjuggust við því að draga myndi úr innlendri eftirspurn næstu sex mánuðina, samanborið við 30% í septemberkönnuninni, og 17% þeirra væntu þess að eftirspurn ykist, samanborið við fjórðung fyrirtækja í septemberkönnuninni. Fleiri fyrirtæki voru svartsýn á horfur um framlegð næstu sex mánuði, eða 83%, sem er fjölgun úr 56% í september.

Stjórnendur útflutningsfyrirtækja voru ekki eins svartsýnir og stjórnendur fyrirtækja sem selja á innlendum markaði. Í fyrsta sinn frá því í mars voru stjórnendur útflutningsfyrirtækja þó svartsýnni um framvindu erlendar eftirspurnar en þeir voru í fyrri könnun.

Fjölmargir hagvísar, t.d. velta hjá greiðslukortafyrirtækjum, velta á matvælamarkaði og í smásöluverslun og atvinnuleysi, benda til þess að einkaneysla hafi haldist tiltölulega stöðug milli þriðja og fjórða ársfjórðungs 2009, eftir að hafa aukist á ný á milli annars og þriðja ársfjórðungs.

Vísitala neysliverðs lækkaði um 0,31% í janúar, eða um 1,05% sé litið framhjá áhrifum óbeinna skatta. Ársverðbólgan mældist 6,6%, eða 5,2% sé horft framhjá áhrifum óbeinna skatta.

Hjöðnun verðbólgunnar skýrist fyrst og fremst af meiri áhrifum af vetrarútsölum en venjulega og námu áhrif þeirra til lækkunar neysliverðsvísitölunnar 0,94%. Verðlækkun innfluttrar vöru olli 0,26% lækkun neysliverðsvísitölunnar. Kostnaður vegna eigin húsnæðis lækkaði um 2,9%, og námu áhrif þess til lækkunar neysliverðsvísitölu 0,37%. Verðhækkun opinberrar þjónustu var minni en að jafnaði hefur verið í janúar og hafði áhrif til hækkunar neysliverðsvísitölu er námu 0,23%. Áhrif hækkunar óbeinna skatta voru einnig heldur minni en vænst var, eða 0,74%.

Vísitala húsnæðisverðs fyrir allt landið, sem Hagstofa Íslands birti í janúar, lækkaði um 2,7% frá mánuðinum á undan. Viðskipti á húsnæðismarkaði eru áfram takmörkuð.

Endurskoðuð grunnsþá, sem var birt í *Peningamálum* 27. janúar, gefur til kynna að þótt samdrátturinn á síðasta ári hafi verið minni en áður var áætlað verði samdrátturinn 2010 meiri. Batinn verður veikari, sérstaklega vegna frestunar framkvæmda í áliðnaði og orkugeiranum.

Verðbólga verður minni á fyrsta ársfjórðungi 2010 en verður engu að síður meiri allt árið 2011 en spáð var í nóvember, vegna meiri hækkunar launakostnaðar á framleidda einingu, heldur veikara gengis krónunnar og hærri verðbólguvæntinga.

Óvissa um efnahagshorfurnar hefur aukist vegna aukinnar óvissu um framgang efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Mikilvæg forsenda að baki grunnsþánni er að það dragi úr þessari óvissu á næstu mánuðum; að öðrum kosti eru horfur á að fjárfesting verði lengur að taka við sér á ný, samdráttur landsframleiðslu verði meiri og atvinnuleysi meira en gert var ráð fyrir í grunnsþánni.

## 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 gengi krónunnar hefði í meginatriðum haldist stöðugt á innlendum markaði frá síðasta fundi nefndarinnar, og raunar frá síðasta sumri, án nokkurra inngripa Seðlabankans frá byrjun nóvembermánaðar. Sérstaklega þótti mikilvægt að gengi krónunnar hefði haldist stöðugt þrátt fyrir framvindu heima fyrir og erlendis sem hefði mátt ætla að hefði neikvæð áhrif á gengið, sérstaklega uppnámið í tengslum við þá ákvörðun forsetans að synja lcesave-lögunum staðfestingar. Að mati nefndarmanna er þetta til marks um að árangur hefur náðst í framfylgd gjaldeyrishaftanna sem og að undirliggjandi viðskiptajöfnuður hefur smám saman batnað.

Nefndarmenn ræddu þá staðreynd að lánshæfiseinkunn ríkissjóðs hjá einu matsfyrirtækjanna hefði verið lækkuð í áhættuflokk vegna þess að ekki hefði tekist að leysa deiluna um bætur til innstæðueigenda og hættuna á því að það gæti einnig tafið fyrir endurskoðun efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Áhættuálag fyrir Ríkissjóð Íslands, eins og það er mælt með skuldatryggingarálagi, hafði einnig hækkað. Þetta gæti orðið til þess að lánveitingar frá sjóðnum og erlendum ríkisstjórnnum, sem eru forsenda þess að Ísland fái aðgang að alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum og að greiðslujöfnuður verði sjálfbær, tefðust einnig.

Nefndarmenn voru sammála um að skammtímaáhrif á krónuna, að því gefnu að gjaldeyrishöftin héldu, ættu að verða lítil, en að áhættusamt væri að taka fleiri skref til afnáms gjaldeyrishaftanna á meðan þessi óvissa varir.

Nefndarmenn ræddu efnahagsþróunina og horfurnar eins og þær voru kynntar í spánni sem birtist í *Peningamálum* 2010/1. Verðbólga hafði hjaðnað áfram í desember og janúar, ívið meira en spáð hafði verið í nóvember. Lækkun neysluverðsvísitölunnar um 0,3% í janúar var óvænt og þótt verðbólga verði minni á fyrsta ársfjórðungi en spáð var í nóvember, er þess vænst að hún verði meiri út árið 2011 vegna heldur lægra gengis krónunnar, hærri launakostnaðar á framleidda einingu og hærri verðbólguvæntinga.

Nefndarmenn voru sammála um að það ylti að miklu leyti á gengisbreytingum á næstu mánuðum hversu hratt verðbólgan hjaðnaði. Sumir nefndarmenn héldu því fram að aðeins óveruleg hættu væri á annarrar umferðar áhrifum á verðbólgu svo lengi sem vinnumarkaðurinn héldist áfram veikur. Aðrir lýstu yfir áhyggjum af vaxandi arðsemi í útflutningsgreinum sem þeir töldu geta skapað launaprýsting um leið og jafnvægi kemst á vinnumarkaðinn; þeir sáu þó fyrir sér að hægfara styrking krónunnar frá því lága gengi sem nú er gæti dregið úr þeim prýstingi. Einnig var lýst yfir áhyggjum af minna aðhaldi í ríkisfjármálum miðað við það sem áður var gert ráð fyrir og hugsanlegum áhrifum af sjálfbærni ríkisfjármála á gengi krónunnar og verðstöðugleika til lengri tíma litið.

Þótt samdráttur framleiðslu á síðasta ári hafi verið minni en spáð var í nóvember, einkum vegna tímabundinna áhrifa, yrði batinn veikari vegna frestunar fjárfestingar. Óvissa um efnahagshorfurnar hefði einnig aukist vegna meiri óvissu um framgang efnahagsáætlunar stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Nefndarmenn bentu á að ef óvissunni yrði ekki eytt á næstunni gætu áhrifin takmarkað aðgang að alþjóðlegum fjármálamörkuðum og dregið úr líkum á nýrri beinni erlendri fjárfestingu á næstu misserum. Þetta mundi leiða til minni fjárfestingar og meira atvinnuleysis en í grunnspánni og meiri samdrætti landsframleiðslu, þar sem öll ný fjárfestingarverkefni þyrfti þá að fjármagna með innlendum sparnaði sem aðeins væri hægt að útvega með því að draga enn frekar saman einkaneyslu og ríkisútgjöld. Þar sem óvissa ríkir einnig um fjármögnun áætlunar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins mundi þetta einnig skapa þörf fyrir mikinn viðskiptaafgang næstu árin til að tryggja sjálfbærni greiðslujafnaðar.

Nefndarmenn ræddu áhrifin af breyttum horfum frá síðasta fundi um vaxtaákvörðun. Með hækkun á áhættuálagi hefði núverandi áhættuáðlöguð ávöxtun á innlendar eignir lækkað og hvatinn fyrir fjárfesta til að eiga eða kaupa eignir í íslenskum krónum minnkað, sem kallaði á hærri vexti. Á hinn bóginn kölluðu versnandi horfur fyrir þjóðarbúið og minni verðbólga á lægri vexti.

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 vextir innstæðubréfa lækkuðu í 8,0% og 9,25% hvorir um sig, vextir á lánum gegn veði til sjö daga í 9,5% og daglánavextir í 11,0%.

Seðlabankastjóri bauð öðrum nefndarmönnum að greiða atkvæði um tillöguna. Þrír nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra, en tveir nefndarmenn greiddu atkvæði gegn henni. Annar þeirra nefndarmanna sem voru andvígir tillögunni vildi taka smærra skref og lækka vexti um 0,25 prósentur. Hélt hann því fram að óvissa hefði aukist og verðbólguhorfur versnað frá nóvemberspánni. Hinn nefndarmaðurinn sem var andvígur tillögunni kallaði eftir óbreyttum vöxtum. Þessi nefndarmaður hélt því fram að óvissa hefði stóraukist í kjölfar þeirrar ákvörðunar forseta Íslands að synja Icesave-lögunum staðfestingar og því lækkað þann áhættuleiðréttu vaxtamun við útlönd sem væri nauðsynlegur til að styrkja krónuna. Því væri þörf á að leysa þá deilu áður en hægt væri að halda áfram að draga úr aðhaldi peningastefnunnar.

Eins og áður voru nefndarmenn sammála um að haldist gengi krónunnar stöðugt eða styrkist, og verðbólga hjaðni eins og spáð er, ættu forsendur fyrir frekari slökun peningalegs aðhalds að vera áfram til staðar. Á hinn bóginn lögðu nefndarmenn áherslu á að meðan veruleg óvissa ríkir um aðgang Íslands að erlendum lánsfjármörkuðum í framtíðinni verði svigrúm peningastefnunnar til frekari lækkunar vaxta takmarkað. Ennfremur voru

nefndarmenn sammála um að nefndin yrði reiðubúin að breyta aðhaldi peningastefnunnar eins og nauðsynlegt er með hliðsjón af því tímabundna markmiði hennar að stuðla að gengisstöðugleika og í því skyni að tryggja að verðbólga yrði nálægt markmiði til lengri tíma litið.

Eftirtaldir nefndarmenn sátu fundina:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Pórarinn 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 peningastefnuneftarinnar verður birt miðvikudaginn 17. mars 2010.