



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, ágúst 2018

Birt: 12. september 2018

Lög um Seðlabanka Íslands kveða svo á að það sé hlutverk peningastefnunefndar að ákvarða vexti og önnur stýritæki peningastefnunnar og að „[opinberlega skuli] birta fundargerðir peningastefnunefndar og gera grein fyrir ákvörðunum nefndarinnar og forsendum þeirra“. Í samræmi við löggin hefur peningastefnunefndin ákveðið að birta fundargerðir af vaxtaákvörðunarfundum sínum tveimur vikum eftir hverja ákvörðun. Í *Ársskýrslu* bankans verður greint frá því hvernig einstakir nefndarmenn greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 27. og 28. ágúst 2018, en á honum ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 29. ágúst 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 vaxtaákvörðun nefndarinnar 13. júní 2018 og uppfærðri spá í *Peningamálum* 2018/3 hinn 29. ágúst.

Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar hækkaði gengi krónunnar um 1,1% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 0,5% gagnvart Bandaríkjadal en hækkaði um 0,3% gagnvart evru og um 3,4% gagnvart bresku pundi. Seðlabankinn átti engin viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri á milli funda.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði slaknað frá júnifundi nefndarinnar. Raunvextir bankans voru 1,3% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar eða 0,3 prósentum lægri en í júní. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 1,5% og höfðu lækkað um 0,7 prósentur.

Vextir á millibankamarkaði með krónur voru nánast óbreyttir á milli funda en velta á markaðnum nam 18 ma.kr. á tímabilinu.

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um 0,4-0,5 prósentur frá júnifundi nefndarinnar en krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði lækkað um 0,1-0,4

prósentur. Vextir verðtryggðra húsnæðislána eins af stóru viðskiptabönkunum þremur höfðu lækkað um 0,05 prósentur á milli funda og innlánsvextir eins þeirra um 0,05 prósentur. Meðalvextir sjóðfélagalána lífeyrissjóða höfðu lítið breyst frá júnifundi nefndarinnar.

Skammtíma vaxtamunur gagnvart Bandaríkjunum og evrusvæðinu var nánast óbreyttur á milli funda og mældist 2,4 prósentur annars vegar og 5 prósentur hins vegar. Langtíma vaxtamunur hafði aukist um 0,3 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og Þýskalandi milli funda í 2,8 prósentur annars vegar og 5,3 prósentur hins vegar.

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs höfðu lítið breyst frá júnifundi nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var rúmlega 0,7% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldbréfum 0,4-0,6 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu óbreyttra vaxta í ágúst. Vísuðu þær m.a. til aukinnar verðbólgu og verðbólguvæntinga, hægari efnahagssumsvifa og óvissu um komandi kjarasamninga.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd um miðjan ágúst sl. bjuggust þeir við að meginvöxtum bankans verði haldið óbreyttum í 4,25% næstu tvö ár líkt og þeir væntu í síðustu könnun í maí sl. Þá taldi 81% svarenda taumhald peningastefnunnar vera hæfilegt þegar könnunin var framkvæmd samanborið við 77% í síðustu könnun. Um 19% svarenda töldu það of þétt en enginn þátttakandi taldi taumhaldið of laust.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var 6,3% á öðrum fjórðungi ársins sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja og er það svipaður ársvöxtur og á þeim fyrsta. Vöxturinn helgast sem fyrr að stærstum hluta af meiri innlánnum heimila. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda stækkaði útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila um 8,1% að nafnvirði milli ára á öðrum fjórðungi ársins. Á sama tíma jukust útlán til heimila um 6,3% milli ára og útlán til atvinnufyrirtækja um 11,5%.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, lækkaði um 7,2% á milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 296 ma.kr. á fyrstu sjö mánuðum ársins sem er um 26% minni velta en á sama tímabili í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var í júlí sl. er gert ráð fyrir að heimshagvöxtur verði 3,9% í ár og einnig á því næsta. Það er í takt við spá sjóðsins frá því í apríl sl. Í júlí taldi hann hins vegar horfur á að hagvöxtur verði ójafnari milli landa en þá, bæði meðal þróaðra ríkja og nýmarkaðs- og þróunarríkja. Hagvaxtarhorfur eru óbreyttar í Bandaríkjunum frá því í apríl en gert er ráð fyrir minni hagvexti á evrusvæðinu, í Japan og Bretlandi. Þá hefur þrengt nokkuð að fjármálalegum skilyrðum í mörgum nýmarkaðs- og þróunarríkjum og hagvaxtarhorfur versnað að mati sjóðsins m.a. sakir hækkandi olíuverðs, vaxtahækkana í Bandaríkjunum, styrkingar Bandaríkjadals og aukinnar spennu í alþjóðaviðskiptum. Hins vegar er útlit fyrir að hagvöxtur verði meiri meðal þeirra ríkja sem eru í olíuútflutningi. Taldi sjóðurinn jafnframt að óvissa í alþjóðlegum efnahagsmálum hefði aukist frá því í apríl og að meiri líkur séu á að hagvexti sé ofspáð vegna aukinnar hættu á stighækkandi tollum og viðskiptastríði. Þetta endurspeglast í spá sjóðsins um alþjóðaviðskipti í heimsbúskapnum. Gerir hann ráð fyrir að þau muni aukast um 4,8% í ár og 4,5% á því næsta sem er 0,2-0,3 prósentum minni vöxtur en í aprílspánni, einkum sakir minni vaxtar meðal þróaðra ríkja. Spáð er að verðbólga meðal

þróaðra ríkja verði 2,2% á þessu ári og einnig á því næsta en það er 0,2-0,3 prósentum meiri verðbólga en gert var ráð fyrir í apríl.

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 101 ma.kr. á fyrstu sjö mánuðum ársins á föstu gengi samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands. Á sama tíma í fyrra var um 110 ma.kr. halli á föstu gengi. Verðmæti útflutnings jókst um 13,6% milli ára á föstu gengi sem skýrist að mestu af aukningu í verðmæti sjávarafurða og iðnaðarvara, einkum áls. Aukið verðmæti sjávarafurða endurspeglar grunnáhrif vegna sjómannaverkfallsins í ársbyrjun 2017 sem leiddi til mikils samdráttar vöruútflutnings. Verulega hefur dregið úr vexti innflutningsverðmætis en það jókst um 7,7% á föstu gengi fyrstu sjö mánuði ársins miðað við sama tíma í fyrra. Innflutningsverðmæti hefur jafnframt dregist lítillega saman undanfarna þrjá mánuði miðað við sama tíma í fyrra en fara þarf aftur til ársins 2013 til að finna hægari ársvöxt á þennan mælikvarða. Mestu munar um samdrátt í innflutningsverðmæti fólksbíla.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð lækkaði álverð um 9,6% milli funda peningastefnunefndar en var svipað og það var á sama tíma í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum á fyrstu sjö mánuðum ársins hafi verið 3,9% hærra en á sama tíma í fyrra. Heimsmarkaðsverð olíu var 76 Bandaríkjadalir á tunnu rétt fyrir fund peningastefnunefndar. Það hafði lækkað lítillega milli funda en mældist 48% hærra en á sama tíma í fyrra.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 0,5% milli mánaða í júlí en lækkaði um 1,6% milli ára. Það var þá rúmlega 20% yfir 25 ára sögulegu meðaltali en um 6,6% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu sjö mánuðum ársins var raungengi á þennan mælikvarða um 1,5% lægra en á sama tíma fyrir ári en nafngengi krónu var 1,8% lægra og verðbólga hér á landi um 0,4 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar (VMK) fjölgaði heildarvinnustundum um 0,6% á öðrum ársfjórðungi frá sama tíma í fyrra. Samkvæmt VMK fjölgaði störfum um 1,3% frá fyrra ári en fjölgunin samkvæmt staðgreiðsluskrá var hins vegar meiri eða 3%. Hlutfall starfandi lækkaði milli ára en það hefur sveiflast í kringum 80% frá því að það náði hámarki á þriðja fjórðungi 2016. Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 2,9% á öðrum ársfjórðungi og hafði lítið breyst frá fyrri fjórðungi.

Aðfluttum erlendum ríkisborgurum á aldrinum 20-59 ára fjölgaði umfram brottflutta um 1,7% af mannfjölda á fyrri hluta ársins sem er svipuð fjölgun og var á seinni árshelmingi 2017. Innflutningur starfsfólks á vegum starfsmannaleigna og erlendra þjónustufyrirtækja var um fimmtungi minni á öðrum ársfjórðungi en þegar hann var mestur.

Launavísitalan hækkaði um 2,4% milli fjórðunga á öðrum fjórðungi ársins og um 6,5% milli ára. Raunlaun voru rúmlega 4% hærri á fjórðungnum en á sama tíma árið 2017.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu í upphafi þriðja ársfjórðungs benda til þess að heldur hægi á eftirspurn heimila líkt og verið hefur á árinu.

Væntingavísitala Gallup lækkaði umtalsvert milli mánaða í ágúst og mældist 87,3 stig sem er lægsta gildi hennar í rúm þrjú ár. Allar undirvísitölurnar lækkuðu í mánuðinum og nam lækkunin 12-18 stigum milli mánaða.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í júlí, hækkaði um 0,7% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en um 6,2% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á

höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,3% milli mánaða í júlí þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu en um 5,2% milli ára. Árshækkun fasteignaverðs hefur aukist á nýjan leik eftir að hafa hjaðnað nær óslitið frá því að hún náði hámarki í maí í fyrra en þá hafði fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkað um tæp 24%. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 5,3% á fyrstu sjö mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra og var meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu 2,3 mánuðir í júlí samanborið við 2,5 mánuði í júlí í fyrra. Í ágúst voru um 1.150 íbúðir auglýstar til sölu á höfuðborgarsvæðinu samanborið við um 1.350 íbúðir í ágúst í fyrra.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,04% milli mánaða í júlí. Ársverðbólga mældist 2,7% og jókst um 0,7 prósentur frá síðasta fundi nefndarinnar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hækkað um 1,4% frá júlí í fyrra og hefur verðbólga á þann mælikvarða aukist hraðar en mæld verðbólga að undanfögnu. Miðgildi ólíkra mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu var 2,9% í júlí og jókst um 0,4 prósentur frá því í maí.

Hækkun húsnæðisverðs og flugfargjalda hafði töluverð áhrif í júlí en útsöluáhrif vógu á móti. Þó hefur áfram hægt á hækkun kostnaðar vegna eigin húsnæðis sem hafði í júlí aukist um tæp 6% sl. tólf mánuði. Verð innfluttrar vöru hafði hækkað um 1,1% frá fyrra ári og má rekja meginþorra þess til mikillar hækkunar eldsneytisverðs.

Verðbólguvæntingar markaðsaðila, bæði til skamms og langs tíma, hafa hækkað undanfarna mánuði. Samkvæmt könnun Seðlabankans sem gerð var um miðjan ágúst bjuggust þeir við því að verðbólga yrði 3% bæði eftir eitt og tvö ár. Þeir væntu ennfremur að verðbólga verði að meðaltali 2,8-3% á næstu fimm og tíu árum sem er 0,2-0,4 prósentum meira en í síðustu könnun í maí. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur einnig þokast upp að undanfögnu. Álagið til tíu ára hefur verið 3,5% að meðaltali það sem af er þriðja ársfjórðungi en var 3,3% á öðrum ársfjórðungi og 2,8% á sama tíma í fyrra.

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 29. ágúst 2018 hafa verðbólguhorfur fram á næsta ár versnað frá maíspá bankans. Verðbólga mældist 2,3% á öðrum fjórðungi ársins en var komin í 2,7% í júlí og hafði aukist um næstum 1 prósentu frá sama tíma í fyrra. Undirliggjandi verðbólga hefur jafnframt aukist nokkuð. Þá hafa verðbólguvæntingar einnig hækkað, bæði til skamms og langs tíma. Talið er að verðbólga verði 2,8% á þriðja fjórðungi þessa árs en um 3% frá síðasta fjórðungi ársins og fram á mitt næsta ár en þá er gert ráð fyrir að hún taki að þokast í markmið á ný.

Ytri skilyrði íslensks þjóðarþúskaþar hafa í meginatriðum þróast eins og gert var ráð fyrir í maíspá bankans og efnahagshorfur hafa lítið breyst. Útlit er fyrir hægari vöxt ferðaþjónustu í ár en þá var spáð en á móti vegur töluvert meiri vöxtur í útflutningi sjávarafurða. Samkvæmt spánni eru því horfur á meiri vexti útflutnings sem vegur á móti lakari horfum um þróun viðskiptakjara. Talið er að hagvöxtur verði 3,6% í ár eins og í fyrra. Þetta er lítillaga meiri hagvöxtur en spáð var í maí sem rekja má til hagstæðara framlags utanríkisviðskipta en á móti vegur hægari vöxtur þjóðarútgjalda. Líkt og í fyrri spám bankans er talið að heldur hægi á hagvexti á næstu tveimur árum og að hann verði 2,7% á næsta ári en aukist lítillaga árið 2020 og verði 3%.

Forsendur um launaþróun á næstu misserum hafa lítið breyst frá því í maí. Launakostnaður á framleidda einingu hækkar þó heldur minna í ár en þá var gert ráð fyrir þar sem horfur eru á meiri framleiðnivexti. Talið er að launakostnaður á framleidda einingu hækki um 5½% í ár en að hækkunin hjaðni í rúmlega 5% á næsta ári og í 2½% árið 2020. Hægt hefur á fjölgun heildarvinnustunda og innflutningur vinnuafis virðist hafa náð hámarki þótt hann sé enn kröftugur. Fyrirtækjum sem eiga í vandræðum með að ráða starfsfólk eða mæta óvæntri

eftirspurn er tekið að fækka. Svo virðist sem tekið sé að draga úr spennu á vinnumarkaði og í þjóðarþúskaðum í heild. Framleiðsluspenna er þó enn til staðar og samkvæmt spánni hverfur hún ekki fyrr en undir lok spátímans.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum frá samtölum við ráðherra og ráðherranefnd um efnahagsmál og endurskipulagningu fjármálakerfisins um hvernig vinnu í framhaldi af skýrslu starfshóps um ramma peningastefnunnar gæti verið háttáð en niðurstaða liggur ekki enn fyrir. Peningastefnunefnd mun á næstunni fara yfir og móta afstöðu til tillagna starfshópsins. Í því sambandi væri fyrirhugaður fundur peningastefnunefndar með starfshópnum.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu lækkað milli funda. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í júní hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum óbreyttum þar sem horfur höfðu lítið breyst milli funda.

Nefndarmenn tóku í því sambandi mið af uppfærðri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 29. ágúst en samkvæmt henni verður hagvöxtur í ár aðeins meiri en bankinn gerði ráð fyrir í maí. Nefndarmenn veittu því athygli að samkvæmt spánni stafaði meiri vöxtur einkum af því að framlag utanríkisviðskipta væri hagstæðara og vægi það þyngra en hægari vöxtur þjóðarútgjalda. Voru nefndarmenn sammála um að áfram væru horfur á að dragi úr hagvexti með hægari vexti útflutnings og innlendra eftirspurnar. Einnig var horft til þess að þróun íbúðaverðs og vísbendingar af vinnumarkaði bentu í sömu átt.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga var 2,3% á öðrum fjórðungi ársins en hafði aukist í 2,7% í júlí. Nefndarmenn veittu því athygli að verðbólga án húsnæðis hafði einnig aukist og munurinn milli mælikvarða á verðbólgu með og án húsnæðis minnkað mikið. Eins og nefndin hafði búist við hefði áfram dregið úr árshækkun húsnæðisverðs en gagnstæð áhrif gengisbreytinga krónunnar á verðbólguna dvínað og eldsneytisverð hækkað. Að mati nefndarinnar væri líklegt að þessi þróun héldi áfram á næstunni. Nefndin tók einnig mið af því að gengi krónunnar hefði lækkað aðeins frá síðasta fundi peningastefnunefndar en að gjaldeyrismarkaðurinn hefði áfram verið í ágætu jafnvægi.

Nefndarmenn veittu því sérstaka athygli að vísbendingar væru um að langtímaverðbólguvæntingar hefðu farið eitthvað yfir markmið. Fram kom í umræðunni að óvissa væri um hvernig bæri að túlka hækkun verðbólguvæntinga. Sumir nefndarmenn töldu að möguleiki væri á að óvissa um framtíð ramma peningastefnunnar væri þegar farin að grafa undan kjölfestu langtímaverðbólguvæntinga. Aukin verðbólga að undanfögnu og óvissa á vinnumarkaði gætu einnig haft áhrif á verðbólguvæntingar, einkum til skamms tíma. Nefndin lagði áherslu á að hún hefði bæði vilja og þau tæki sem þyrfti til að halda verðbólgu við markmið til lengri tíma lítið og var sammála um að ef verðbólguvæntingar héldu áfram að hækka og festust í sessi umfram markmið myndi það kalla á harðara taumhald peningastefnunnar. Fram kom í umræðunni að aðrar ákvarðanir, einkum á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum, hefðu þá áhrif á hversu mikill fórnarkostnaður yrði í lægra atvinnustigi. Bent var á að hætta væri á að niðurstöður kjarasamninga yrðu ekki í samræmi við verðbólgu markmiðið en einnig að mögulegt útspil ríkisstjórnarinnar í tengslum við þá yrði ekki fjármagnað að fullu og gæti þannig haft í för með sér að það slaknaði á aðhaldi ríkisfjármála. Nefndarmenn horfðu einnig til þess að verðbólga hefði aukist á alla mælikvarða og verðbólguhorfur versnað fram á næsta ár frá maíspá bankans. Þeir voru sammála um að það myndi skipta miklu fyrir þróun verðbólgu hversu vel kjölfesta verðbólguvæntinga myndi halda

á komandi misserum. Fram kom í umræðunni að aukinn trúverðugleiki peningastefnunnar gegndi lykilhlutverki í þeim árangri sem hefði náðst á undanförunum árum og mikilvægt væri að bregðast við ef ljóst yrði að kjölfesta verðbólguvæntinga væri að veikjast.

Nokkur umræða var um að aðhald peningastefnunnar hefði slaknað frá síðasta fundi. Nefndarmenn voru sammála um að tekið væri að draga úr spennu á vinnumarkaði og í þjóðarbúskapnum. Jafnframt væru vísbendingar um að aðlögun þjóðarbúskaparins gæti orðið snarpari ef t.d. drægi hraðar úr ferðamannastraumi en gert væri ráð fyrir í spánni.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 4,25%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4%, vextir af lánnum gegn veði til sjö daga 5% og daglánvextir 6%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndarmenn voru sammála um að peningastefnan myndi á næstunni ráðast af samspili minni spennu í þjóðarbúskapnum, launaákvarðana og þróunar verðbólgu og verðbólguvæntinga.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Rannveig Sigurðardóttir, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhafgfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Karen Áslaug Vignisdóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 3. október 2018.