



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, júní 2018

Birt: 27. júní 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 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 greiddu atkvæði.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 11. og 12. júní 2018, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 13. júní og kynningu þeirrar ákvörðunar.

I Þróun í efnahags- og peningamálum

Áður en nefndarmenn fjölluðu um vaxtaákvörðunina ræddu þeir innlenda fjármálamarkaði, fjármálalegan stöðugleika, horfur í heimsbúskapnum og utanríkisviðskiptum Íslands, innlandan þjóðarbúskap og verðbólgu, með hliðsjón af upplýsingum sem hafa komið fram frá vaxtaákvörðun nefndarinnar 16. maí 2018.

Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar lækkaði gengi krónunnar um 2,4% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 3,1% gagnvart Bandaríkjadal og um 2% gagnvart bæði evru og bresku pundi. Seðlabankinn átti engin viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri á milli funda.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði heilt yfir lítið breyst frá maifundi nefndarinnar. Raunvextir bankans voru 1,5% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar líkt og í maí. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 2,2%.

Vextir á millibankamarkaði með krónur voru nánast óbreyttir á milli funda en engin velta var á markaðnum á tímabilinu.

Ávöxtunarkrafa flestra óverðtryggðra ríkisbréfa hafði lækkað lítillega frá maifundi nefndarinnar en krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði hækkað lítillega. Vextir óverðtryggðra húsnæðislána eins af stóru viðskiptabönkunum þremur höfðu hækkað á milli

funda en innlánsvefdir viðskiptabanka voru óbreyttir. Meðalvefdir sjóðfélagalána lífeyrissjóða höfðu lítið breyst frá maifundi nefndarinnar.

Skammtímavaxtamunur gagnvart Bandaríkjunum og evrusvæðinu var nánast óbreyttur á milli funda og mældist 2,3 prósentur annars vegar og 5 prósentur hins vegar. Langtímavaxtamunur gagnvart Bandaríkjunum og Þýskalandi var einnig nánast óbreyttur í 2,3 prósentum annars vegar og 4,8 prósentum hins vegar.

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs höfðu lítið breyst frá maifundi nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var tæplega 0,7% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldabréfum 0,5-0,6 prósentur.

Greiningardeildir fjármála fyrirtækja væntu óbreyttra vaxta í júní. Vísuðu þær m.a. til þess að nýbirtar tölur Hagstofu Íslands sýndu að hagvöxtur á fyrsta ársfjórðungi hefði verið kröftugri en Seðlabankinn spáði í maí, staðan á vinnumarkaði væri lítið breytt og aðhald opinberra fjármála einnig.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var 5,2% í apríl sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármála fyrirtækja. Það er meiri vöxtur en var í mars sl. en um 1 prósentu hægari en á fyrsta fjórðungi ársins. Líkt og á undanförunum misserum helgast aukning peningamagns að mestu leyti af meiri innlánnum heimila. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda stækkaði útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila um 7,4% að nafnvirði milli ára í apríl samanborið við um 6,9% ársvöxt á fyrsta fjórðungi ársins. Útlán til heimila jukust um 6,4% milli ára í apríl sem er um 0,7 prósentum meiri ársvöxtur en var á fyrsta ársfjórðungi og rúmlega 1 prósentu hraðari en á síðasta fjórðungi 2017. Útlán til atvinnufyrirtækja jukust um 10,2% að nafnvirði milli ára í apríl samanborið við 9,7% vöxt á fyrsta ársfjórðungi.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, lækkaði um 0,5% á milli funda. Velta á aðalmarkaði nam 228,4 ma.kr. á fyrstu fimm mánuðum ársins sem er um 28% minni velta en á sama tímabili í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Samkvæmt spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) sem birt var í maí er gert ráð fyrir að hagvöxtur í heiminum verði heldur meiri í ár og á næsta ári en stofnunin hafði spáð í nóvember. Talið er að hann aukist úr 3,7% í fyrra í 3,8% í ár. Stofnunin spáir 3,9% hagvexti á heimsvísu á næsta ári en það er 0,3 prósentum meira en gert var ráð fyrir í nóvember, einkum sakir betri hagvaxtarhorfa í Bandaríkjunum. Horfur um vöxt alþjóðaviðskipta á árunum 2018-2019 hafa einnig batnað. OECD spáir heldur meiri hagvexti en áður í helstu viðskiptalöndum Íslands á þessu ári og því næsta. Búið er við að hann verði 2,3% í ár en lítillaga lægri á næsta ári eða 2,2% sem er engu að síður 0,2 prósentum meiri hagvöxtur en gert hafði verið ráð fyrir í nóvember. Talið er að verðbólga í viðskiptalöndum Íslands verði 1,9% í ár og aukist í 2% á næsta ári en það er 0,1 prósentu meiri verðbólga á hvoru ári fyrir sig en spáð var í nóvember.

Halli af vöruskiptum Íslands nam 59 ma.kr. á fyrstu fimm mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra var 71 ma.kr. halli á föstu gengi. Verðmæti útflutnings jókst um 16% á föstu gengi milli ára en verðmæti innflutnings jókst um 8%. Útflutningsverðmæti sjávarafurða jókst um fjórðung milli ára og endurspeglar vöxturinn grunnáhrif vegna sjómannaferðsins í ársbyrjun 2017 sem leiddi til mikils samdráttar vöruútflutnings. Verulega hefur dregið úr örum vexti innflutningsverðmætis þegar horft er framhjá skipum og flugvélum. Hefur ársvöxtur undanfarna þrjá mánuði ekki verið jafn hægur síðan árið 2013 og mælist 1,5%. Mestu munar

um hægari vöxt verðmætis hrá- og rekstrarvöru auk þess sem verðmæti fjárfestingarvöru og fólksbíla hefur dregist saman undanfarna þrjá mánuði frá fyrra ári.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð hélst álverð nánast óbreytt milli funda peningastefnunar en var rúmlega fimmtungi hærra en á sama tíma í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hafi hækkað milli mánaða í apríl og að verð á fyrstu fjórum mánuðum ársins hafi verið 5,5% hærra en á sama tíma í fyrra. Heimsmarkaðsverð olíu var 76 Bandaríkjadalir á tunnu rétt fyrir fund peningastefnunar og hafði lækkað lítillega milli funda en mældist 58% hærra en á sama tíma í fyrra.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 1,7% milli mánaða í maí og var þá tæplega 22% yfir 25 ára sögulegu meðaltali en um 5,7% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu fimm mánuðum ársins var raungengi á þennan mælikvarða nær óbreytt frá sama tíma fyrir ári en nafngengi krónu var 0,5% lægra og verðbólga hér á landi um 0,4 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofan birti í júní var árshagvöxtur 6,6% á fyrsta ársfjórðungi 2018. Þjóðarútgjöld jukust um 6,8% milli ára á fjórðungnum þar sem neyslu- og fjárfestingarútgjöld jukust um 6,4%. Útflutningur jókst um 10,2% en vöxtur innflutnings var heldur meiri eða 10,9% og var framlag utanríkisviðskipta því neikvætt á fjórðungnum.

Hagvöxtur á fyrsta ársfjórðungi var 0,7 prósentum meiri en gert var ráð fyrir í maíspá *Peningamála*. Meginskýring fráviksins felst í að fjárfesting, einkum íbúðafjárfesting, samneysla og áhrif birgðabreytinga voru sterkari en búist var við. Hins vegar voru vöxtur einkaneyslu og framlag utanríkisviðskipta minni en gert var ráð fyrir.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 0,3 ma.kr. á fyrsta ársfjórðungi sem er minni afgangur en á sama tíma í fyrra en þá nam hann 5,7 ma.kr. Minni afgangur en í fyrra má rekja til minni afangs á þjónustuviðskiptum en á móti komu hagstæðari vöruskipti, einkum sakir meiri útflutningstekna af sjávarafurðum. Halli á jöfnuði frumþáttatekna að rekstrarframlögum meðtöldum hefur aukist lítillega einkum vegna þess að afgangur launaliðar, sem samanstendur af launum Íslendinga erlendis að frátöldum launum erlendra aðila hér á landi, hefur minnkað.

Helstu vísbendingar um útflutning ferðabjónustu gefa til kynna að vöxturinn verði minni en búist var við í maíspá *Peningamála*. Á fyrstu fimm mánuðum ársins hefur erlendum ferðamönnum fjölgað um 6% frá fyrra ári en farþegaspá ISAVIA sem kynnt var í lok maí sl. gerir ráð fyrir 8% fækkun ferðamanna yfir sumarmánuðina frá fyrra ári. Það er töluverð breyting frá fyrri farþegaspá félagsins sem gerði ráð fyrir 4% fjölgun. Á árinu öllu gerir ISAVIA ráð fyrir 2,6% fjölgun ferðamanna milli ára en í nóvember 2017 var gert ráð fyrir tæplega 11% fjölgun.

Á fyrsta ársfjórðungi hægði á vexti einkaneyslu miðað við seinni hluta síðasta árs. Helstu vísbendingar það sem af er öðrum ársfjórðungi gefa til kynna að áfram kunni að draga úr eftirspurn heimila þótt hún sé enn nokkuð kröftug. Væntingavísitala Gallup hefur jafnframt lækkað á síðustu mánuðum og var á fyrstu tveimur mánuðum fjórðungsins nokkru lægri en á sama tíma í fyrra.

Samkvæmt niðurstöðum sumarkönnunar Gallup sem framkvæmd var í maí meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna fremur jákvæð en heldur lakari en í vorkönnuninni og á sama tíma fyrir ári. Viðhorf stjórnenda til horfa á næstu

sex mánuðum voru einnig neikvæðari en í vor og í fyrra. Um 60% stjórnenda töldu núverandi aðstæður góðar og um 28% töldu þær hvorki góðar né slæmar. Horft til næstu sex mánaða töldu tæp 7% þeirra að aðstæður í efnahagslífinu myndu batna og tæp 54% að þær yrðu áfram góðar. Um 40% stjórnenda töldu að aðstæður yrðu verri eftir sex mánuði, heldur fleiri en í febrúar og á sama tíma í fyrra. Viðhorf stjórnenda til innlendrar og erlendrar eftirspurnar voru einnig neikvæðari en í vorkönnuninni og fyrir ári. Væntingar stjórnenda fyrirtækja í verslun um þróun innlendrar eftirspurnar voru lakari en fyrir ári en jákvæðari en þær voru í vorkönnuninni.

Samkvæmt könnuninni vildu 6 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum sé leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu. Það er 11 prósentum lægra hlutfall en í vorkönnuninni en 17 prósentum lægra en á sama tíma í fyrra og er nálægt langtímameðaltali sínu. Viðhorf stjórnenda í ýmissi sérhæfðri þjónustu og í byggingarstarfsemi voru jákvæðust þar sem nærri fjórðungur vildi fjölga starfsfólki frekar en fækka því. Enn voru viðhorfin neikvæðust í sjávarútvegi þar sem 29 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fækka starfsfólki umfram þau sem vildu fjölga því. Í öðrum atvinnugreinum var hlutfall fyrirtækja sem vildu fjölga starfsfólki að frádregnu hlutfalli þeirra sem vildu fækka því ýmist jákvætt eða neikvætt. Var það frá því að vera jákvætt um 17 prósentur yfir í að vera neikvætt um 12 prósentur.

Sé leiðrétt fyrir árstíð taldi fjórðungur stjórnenda vera skort á starfsfólki sem eru 8 prósentum færri stjórnendur en í vorkönnuninni og 14 prósentum færri en fyrir ári. Skorturinn var mestur í byggingarstarfsemi þar sem nærri helmingur stjórnenda taldi sig búa við skort á starfsfólki en hins vegar mældist nær enginn skortur í fjármála- og tryggingastarfsemi.

Um 43% stjórnenda töldu fyrirtæki sitt eiga í vandræðum með að mæta óvæntri eftirspurn, að teknu tilliti til árstíðarsveiflu. Hlutfallið var 9 prósentum lægra en í vorkönnuninni og 12 prósentum lægra en í sumarkönnuninni í fyrra. Tæplega þrír af hverjum fjórum stjórnendum í byggingarstarfsemi töldu sig eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn en fjórðungur stjórnenda í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu var sömu skoðunar.

Launavísitalan hækkaði um 0,3% milli mánaða í apríl og um 7,3% milli ára. Raunlaun voru 4,9% hærri en á sama tíma árið 2017.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok maí, lækkaði um 0,3% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en hækkaði um 7% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,1% milli mánaða í apríl þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu en hækkaði um 5,4% milli ára. Árshækkun fasteignaverðs hefur því haldið áfram að hjaðna frá því að hún náði hámarki í maí í fyrra en þá hafði fasteignaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkað um tæplega 24%. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 1% á fyrstu fjórum mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra og var meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu 2,5 mánuðir í apríl samanborið við 1,7 mánuði í apríl í fyrra. Í maí voru tæplega 1.600 íbúðir auglýstar til sölu á höfuðborgarsvæðinu samanborið við rúmlega 1.000 íbúðir í maí í fyrra.

Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,09% milli mánaða í maí. Ársverðbólga mældist 2% og hjaðnaði um 0,3 prósentur frá síðasta fundi nefndarinnar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hækkað um 0,2% frá maí í fyrra en ekki hefur mælst verðbólga á þennan mælikvarða í tvö ár. Miðgildi ólíkra mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu var 2,5% í maí og jókst um 0,2 prósentur frá því í apríl.

Verðlækkun flugfargjalda til útlanda hafði mest áhrif á breytingu vísitölu neysluverðs í maí. Kostnaður vegna eigin húsnæðis lækkaði einnig milli mánaða, annan mánuðinn í röð. Verulega hefur dregið úr árshækkun húsnæðisliðarins sem mældist 6,3% í maí.

Verðbólguvæntingar til skamms tíma hafa hækkað undanfarna mánuði. Samkvæmt sumarkönnun Gallup mældust verðbólguvæntingar heimila til eins árs 3,4% eða 0,4 prósentum meira en í vorkönnuninni. Væntingar þeirra um verðbólgu eftir tvö ár hækkuðu álíka mikið og mældust 4%. Samkvæmt sumarkönnun Gallup meðal stjórnenda fyrirtækja voru verðbólguvæntingar þeirra til eins árs óbreyttar í 3% en væntingar þeirra um verðbólgu til tveggja ára hækkuðu um 0,5 prósentur milli kannana og mældust 3,5%.

Í könnuninni voru stjórnendur fyrirtækja í fyrsta sinn spurðir um langtímaverðbólguvæntingar. Þjuggust þeir við því að verðbólga yrði að meðaltali 3% á næstu fimm árum. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára var 2,9-3,2% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði lækkað lítillega frá maífundinum en mældist heldur hærra en um síðustu áramót.

II Vaxtaákvörðunin

Aðstoðarseðlabankastjóri fjallaði um stöðu vinnu við endurskoðun á ramma hinnar sérstöku bindiskyldu á innflæði fjármagns til landsins. Einnig voru rædd viðbrögð á markaði við ákvörðun nefndarinnar hinn 4. júní um að breyta fyrirkomulagi almennrar bindiskyldu lánastofnana í bankanum. Rætt var um að hún myndi skiptast í tvo hluta, annars vegar fasta 1% bindingu sem bæri ekki vexti, og hins vegar 1% bindingu af sama tagi og verið hafði. Breytingunum er ekki ætlað að breyta aðhaldsstigi peningastefnunnar heldur að vega upp á móti kostnaði Seðlabankans af framkvæmd hennar á meðan gjaldeyrisforði væri stór og vaxtamunur gagnvart útlöndum mikill. Var það mat nefndarinnar að þessi breyting hefði ekki haft áhrif á þróun á markaðnum né á aðhaldsstig peningastefnunnar.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu haldist óbreyttir milli funda. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í maí hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum óbreyttum m.a. í ljósi þess að ný spá bankans sýndi engar verulegar breytingar frá febrúarspánni.

Nefndarmenn ræddu nýlega birtar bráðabirgðaniðurstöður þjóðhagsreikninga en samkvæmt þeim var hagvöxtur á fyrsta fjórðungi ársins töluvert meiri en mælt hafði á seinni hluta síðasta árs. Þetta var jafnframt aðeins meiri vöxtur en Seðlabankinn gerði ráð fyrir í maí. Þróunin var þó að mati nefndarmanna í meginatriðum í samræmi við maíspá bankans og endurspeglaði að mestu leyti grunnáhrif frá síðasta ári. Var nefndin sammála um að áfram væru horfur á að draga myndi úr hagvexti á árinu með hægari vexti útflutnings og innlendrar eftirspurnar. Horfði hún einnig til þess að þróun íbúðaverðs og vísbendingar af vinnumarkaði bentu í sömu átt.

Nefndin tók einnig mið af verðbólguþróun en verðbólga hafði hjaðnað í 2% í maí en bæði mæld og undirliggjandi verðbólga hafði verið í grennd við 2½% verðbólgu markmið Seðlabankans mánuðina á undan. Áfram hafði dregið úr árshækkun húsnæðisverðs en gagnstæð áhrif gengisbreytinga krónunnar á verðbólgunu höfðu dvínað. Voru nefndarmenn sammála um að líklegt væri að þessi þróun myndi halda áfram á næstunni.

Gengi krónunnar hafði lækkað aðeins frá síðasta fundi peningastefnunnar en gjaldeyrismarkaðurinn hafði áfram verið í ágætu jafnvægi. Að mati nefndarmanna virtust verðbólguvæntingar einnig á heildina litið í ágætu samræmi við verðbólgu markmið bankans.

Enginn nefndarmaður taldi ástæðu til að breyta vöxtum að þessu sinni. Stutt var liðið frá síðasta fundi nefndarinnar og þær upplýsingar sem höfðu birst frá þeim tíma studdu í

meginatriðum fyrra mat nefndarinnar á efnahagsframvindunni og nauðsynlegu taumhaldi peningastefnunnar.

Fram kom í umræðunni að þótt heldur meiri kraftur virtist hafa verið í þjóðarbúskapnum á fyrsta fjórðungi ársins en spád hafði verið bentu vísbendingar af vinnumarkaði og úr ferðapjónustu til þess að aðlögun þjóðarbúskaparins að jafnvægi gæti orðið hraðari en gert hafði verið ráð fyrir. Einnig hefði hjöðnun verðbólgu verið heldur meiri en spád var. Frávikin væru þó lítil og gæfu ekki tilefni til að bregðast við heldur væri rétt að bíða frekari vísbendinga.

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 lánum gegn veði til sjö daga 5% og daglánvextir 6%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Að mati nefndarinnar eru horfur á minnkandi spennu í þjóðarbúskapnum. Nefndarmenn voru sammála um að eigi að síður yrði áfram þörf fyrir peningalegt aðhald í ljósi mikils vaxtar innlestrar eftirspurnar og undirliggjandi spennu á vinnumarkaði.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Már Guðmundsson, seðlabankastjóri og formaður nefndarinnar

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Þórarinn G. Pétursson, aðalhogfræðingur

Gylfi Zoëga, prófessor, utanaðkomandi nefndarmaður

Katrín Ólafsdóttir, lektor, utanaðkomandi nefndarmaður

Þar að auki sátu fjölmargir starfsmenn Seðlabankans hluta fundarins.

Rannveig Sigurðardóttir ritaði fundargerð.

Næsta yfirlýsing peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 29. ágúst 2018.