



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, desember 2017

Birt: 27. desember 2017

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. desember 2017, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 13. desember 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 15. nóvember 2017.

Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar lækkaði gengi krónunnar um 1,6% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 1,3% gagnvart Bandaríkjadal, 1,8% gagnvart evru og um 3,0% gagnvart bresku pundi. Á milli funda átti Seðlabankinn engin viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri. Hrein gjaldeyriskaup bankans hafa numið um 70,3 ma.kr. (603 milljónum evra) á árinu. Velta Seðlabankans á millibankamarkaði með gjaldeyri hefur numið tæplega 21% af heildarveltu ársins.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans var nánast óbreytt frá nóvemberfundi nefndarinnar. Raunvextir bankans voru enn um 1,8% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingum.

Vextir á millibankamarkaði með krónur voru óbreyttir á milli funda. Engin velta var á markaðnum á tímabilinu en hafði verið um 123,8 ma.kr. frá áramótum sem var talsvert meira en á sama tímabili í fyrra.

Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa hafði lítið breyst á milli funda. Krafa óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um allt að 0,1 prósentu en krafa flestra verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði lækkað um 0,1 prósentu. Þá voru vextir inn- og útlána fjármálafyrirtækja nánast óbreyttir frá nóvemberfundinum.

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs hafði lækkað lítillega á milli funda. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum hafði lækkað um 0,1 prósentu og mældist 0,7% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart skuldabréfi Þýskalands minnkaði um tæplega 0,3 prósentur og var um 0,8 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu flestar óbreyttra vaxta í desember en einhverjar þeirra væntu þó 0,25 prósentna lækkunar. Sem rök fyrir óbreyttum vöxtum nefndu þær að verðbólguhorfur væru nánast óbreyttar, nýbirtir þjóðhagsreikningar sýndu að hagvöxtur á fyrstu níu mánuðum ársins hafði verið meiri en Seðlabankinn spáði í nóvember og enn ríkti óvissa um aðhald í ríkisfjármálum á komandi misserum og um niðurstöður kjarasamninga. Minni vöxtur útflutnings og einkaneyslu en spáð var í nóvember voru talin helstu rök fyrir lækkun vaxta.

Lítillaga hafði hægt á vexti víðs peningamagns. Leiðrétt fyrir innlánum fallinna fjármálafyrirtækja jókst M3 um 6,7% milli ára í október en ársvöxturinn hafði verið 8,3% á þriðja ársfjórðungi. Ársvöxtur innlána heimila var enn hraður en hægt hafði á vexti innlána atvinnufyrirtækja og fyrirtækja í fjármálageiranum.

Útlánavöxtur til innlendra aðila var áfram nokkur. Leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda stækkaði heildarstofn útlána lánakerfisins til innlendra aðila um tæplega 6% að nafnvirði milli ára í október samanborið við 5½% vöxt á þriðja ársfjórðungi. Vöxturinn í október var um 6½% ef stofn lána í erlendum gjaldeyri er reiknaður á föstu gengi. Sem fyrr skýrist útlánavöxturinn af auknum útlánum til heimila og fyrirtækja. Útlán til heimila jukust um 5% að nafnvirði milli ára í október sé leiðrétt fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda en útlán til atvinnufyrirtækja um 8%. Reiknaður á föstu gengi hafði stofn útlána til fyrirtækja aukist um u.þ.b. 9½% milli ára í október.

Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMXI8, hafði lækkað um 4,4% á milli funda og um 4,6% frá áramótum. Velta á aðalmarkaði var um 600 ma.kr. á fyrstu ellefu mánuðum ársins eða um 14% meiri en á sama tímabili í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Samkvæmt spá Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD), sem birt var í nóvember, er gert ráð fyrir að hagvöxtur og alþjóðaviðskipti verði meiri á heimsvísu í ár og á næsta ári en stofnunin hafði spáð í júní. Gert er ráð fyrir að hagvöxtur á heimsvísu verði 3,6% í ár og 3,7% á næsta ári sem er um 0,1 prósentu meiri vöxtur bæði árin en stofnunin spáði í júní. Spá um hagvöxt í helstu viðskiptalöndum Íslands í ár hefur verið endurskoðuð upp á við um 0,3 prósentur í 2,3%. Þá hefur spáin fyrir næsta ár einnig verið endurskoðuð til hækkunar í 2,2%. Hagvöxtur viðskiptalandanna samkvæmt spánni er meiri en búist var við í nóvember spá *Peningamála* en þar var gert ráð fyrir 2,2% hagvexti á þessu ári og 2% vexti á því næsta. Stofnunin endurskoðaði verðbólgu spá fyrir viðskiptalönd Íslands í ár niður á við um 0,2 prósentur í 1,8% en spáin fyrir næsta ár er óbreytt, einnig 1,8%.

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 13 ma.kr. í nóvember og 156 ma.kr. á fyrstu ellefu mánuðum ársins á föstu gengi samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands. Á sama tíma í fyrra var 88 ma.kr. halli. Verðmæti útflutnings jókst um 9% á föstu gengi milli ára og verðmæti

innflutnings um 21%. Þriggja mánaða vöxtur innflutnings nam 30% og hefur hann ekki mælst jafn mikill frá því í júlí 2006. Mikinn vöxt innflutnings má einkum rekja til aukins vaxtar innflutningsverðmætis flutningatækja, eldsneytis, smurólíu og fjárfestingarvöru. Á sama tíma hefur hægt á nafnvexti útflutnings, einkum vegna hægari vaxtar útflutningsverðmætis sjávarafurða.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð lækkaði álverð um riflega 4% frá fundi peningastefnufndar í nóvember en meðalverð í nóvember var 21% hærra en fyrir ári. Bráðabirgðatölur um verðþróun sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum benda til þess að verð þeirra hafi hækkað milli mánaða í október en það lækkaði um 0,6% á fyrstu tíu mánuðum ársins miðað við sama tíma í fyrra. Olíuverð hækkaði um 1,8% milli funda og um 14% milli ára.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 1,1% milli mánaða í nóvember og var 99,3 stig. Hafði það hækkað um 3,2% frá því að það var lægst í september. Fyrstu ellefu mánuði ársins hækkaði raungengið um 13% milli ára vegna 13,3% hækkunar nafngengis krónu og 0,1 prósentu minni verðbólgu hér á landi en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í desember var árhagvöxtur 3,1% á þriðja ársfjórðungi 2017. Á fjórðungnum jukust þjóðarútgjöld um 10,7% þar sem neysla og fjárfesting uxu um 8,6% milli ára. Framlag birgðabreytinga á fjórðungnum var því óvanalega mikið. Útflutningur stóð svo til í stað milli ára en innflutningur jókst um 11,6% og var framlag utanríkisviðskipta því neikvætt. Á fyrstu níu mánuðum ársins jókst landsframleiðslan um 4,3% þar sem vógust á 7,4% vöxtur þjóðarútgjalda og neikvætt framlag utanríkisviðskipta. Helstu burðarásar hagvaxtar tímabilsins voru einkaneysla og útflutt þjónusta.

Hagvöxtur á fyrstu þremur fjórðungum ársins var meiri en spáð var í *Peningamálum* í nóvember. Meginskýring þess felst í að framlag birgðabreytinga var umtalsvert meira á þriðja fjórðungi en búist var við, fjárfesting jókst hraðar og við endurskoðun þjóðhagsreikninga fyrir fyrri hluta ársins var hagvöxtur þess tímabils hækkaður úr 4,3% í 4,9%.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 68,1 ma.kr. á þriðja ársfjórðungi eða sem nemur 9,9% af landsframleiðslu. Þetta er minni afgangur en á sama tíma í fyrra þegar jöfnuðurinn var jákvæður um 15,3% af landsframleiðslu. Afgangurinn á fjórðungnum stafar af 118 ma.kr. afgangi af þjónustuviðskiptum en á móti vó 47 ma.kr. halli af vöruskiptum og 2 ma.kr. halli af jöfnuði frumþáttatekna og rekstrarframlaga. Endurskoðun á áður birtum tölum sýnir rúmlega 1 ma.kr. minni afgang á fyrri helmingi ársins.

Ágætur viðskiptaafgangur á fjórðungnum ásamt hagstæðum verð- og gengisáhrifum gerðu það að verkum að hrein erlend staða var jákvæð um sem nam 4,3% af landsframleiðslu en hún hafði verið neikvæð á fjórðungnum á undan. Endurskipulagning á starfsemi félaga í lyfjaiðnaði leiddi til mikilla breytinga á erlendum eignum og skuldum. Lækkuðu eignir lyfjafyrirtækja um 365 ma.kr. (14% af landsframleiðslu) og skuldir um 340 ma.kr. (13% af landsframleiðslu) á þriðja ársfjórðungi.

Það sem af er fjórða ársfjórðungi gefa helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á borð við greiðslukortaveltu og nýskráningar bifreiða til kynna að vöxtur eftirspurnar heimila sé enn kröftugur. Framsýnni vísbendingar eins og væntingar stjórnenda fyrirtækja í verslun til þróunar innlendar eftirspurnar eru jafnframt sterkari en á fjórðungnum á undan. Væntingavísitala Gallup var einnig að jafnaði hærri í október og nóvember en á þriðja ársfjórðungi. Í nóvember

mældist vísitalan 124 stig sem er um 9 stigum lægra en á sama tíma í fyrra þrátt fyrir hækkun frá þriðja ársfjórðungi.

Samkvæmt niðurstöðum vetrarkönnunar Gallup sem framkvæmd var í nóvember og desember meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna mjög góð og stjórnendur voru minna svartsýnir um horfurnar á næstu sex mánuðum en í haustkönnuninni. Viðhorf þeirra var hins vegar nokkru lakara en í sumarkönnuninni. Um 73% stjórnenda töldu núverandi aðstæður góðar og um 23% þær hvorki góðar né slæmar. Horft til næstu sex mánaða töldu tæp 11% þeirra að aðstæður í efnahagslífinu myndu batna og um 65% að aðstæður myndu haldast óbreyttar (þ.e. góðar). Viðhorf stjórnenda í öllum greinum nema samgöngum, ferðaþjónustu og iðnaði voru jákvæðari en í september en neikvæðari en fyrir ári í öllum greinum nema sjávarútvegi. Stjórnendur fyrirtækja í iðnaði, sjávarútvegi, samgöngum og ferðaþjónustu voru svartsýnni um aðstæður eftir sex mánuði en aðrir stjórnendur og viðhorfum stjórnenda fyrirtækja í samgöngum og ferðaþjónustu hrakaði mest frá haustkönnuninni. Rúmlega 24% stjórnenda töldu að aðstæður yrðu verri eftir sex mánuði, lítillaga fleiri en á sama tíma í fyrra. Viðhorf til innlendarar eftirspurnar voru litlu jákvæðari en í haustkönnuninni en viðhorf til erlendarar eftirspurnar voru töluvert jákvæðari.

Samkvæmt vetrarkönnuninni vildu 15 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki umfram þau sem vildu fækka því á næstu sex mánuðum sé leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu. Það eru heldur færri fyrirtæki en í haustkönnuninni en 14 prósentum færri en í vetrarkönnuninni í fyrra. Viðhorfin voru neikvæðust í sjávarútvegi þar sem 18 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fækka umfram þau sem vildu fjölga starfsfólki en áfram voru viðhorf jákvæðust í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu þar sem tæplega helmingur fyrirtækja vildi fjölga starfsfólki umfram þau sem vildu fækka því. Hlutfall fyrirtækja sem vildu fjölga starfsfólki umfram þau sem vildu fækka því var á bilinu 15-22 prósentur í öðrum atvinnugreinum.

Sé leiðrétt fyrir árstíð töldu um 32% stjórnenda vera skort á starfsfólki sem er lítillaga lægra hlutfall en í síðustu könnun. Hæst var hlutfallið í byggingarstarfsemi þar sem 40% stjórnenda töldu sig búa við skort á starfsfólki en minnstur var skorturinn í verslun þar sem 19% stjórnenda áttu í erfiðleikum með að manna störf. Í öðrum atvinnugreinum var hlutfallið á bilinu 22-38%.

Um 53% stjórnenda töldu fyrirtæki sitt eiga í vandræðum með að mæta óvæntri eftirspurn, sé litið framhjá árstíðarsveiflu. Hlutfallið var lítillaga hærra en í haustkönnuninni. Um 2/3 stjórnenda í sjávarútvegi og byggingarstarfsemi voru svartsýnir á að geta mætt óvæntri eftirspurn. Minnst var áraunin á framleiðsluþætti í verslun þar sem um þriðjungur stjórnenda taldi erfitt að mæta óvæntri eftirspurn. Hlutfallið lá á bilinu 36-57% í öðrum atvinnugreinum.

Launavísitalan hækkaði um 0,1% milli mánaða í október og um 7,2% milli ára. Kaupmáttur launa miðað við vísitöluna var 5,2% meiri í mánuðinum en á sama tíma í fyrra.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í nóvember, hækkaði um 0,7% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en um 18,1% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,7% milli mánaða í október þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu og um 17,6% milli ára. Árshækkun fasteignaverðs heldur því áfram að hjaðna eftir að hafa náð hámarki í tæpum 24% í maí. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 6,4% á fyrstu tíu mánuðum ársins miðað við sama tíma í fyrra. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu var um 2,7 mánuðir í október samanborið við 1,8 mánuði á sama tíma í fyrra.

Vísitala neysluverðs lækkaði um 0,16% milli mánaða í nóvember og mældist ársverðbólga 1,7%. Hún hafði hjaðnað um 0,2 prósentur frá fyrri mánuði. Vísitala neysluverðs án húsnæðis

hafði hins vegar lækkað um 2,3% frá nóvember í fyrra. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu bentu flestir til þess að hún hefði aukist í nóvember og verið á bilinu 0,7-2%.

Lækkun flugfargjalda til útlanda hafði mest áhrif í nóvember eða um 0,2 prósentur. Einnig hafði verðlækkun á fatnaði og skóm töluverð áhrif sem er óvanalegt í nóvembermánuði. Sá undirliður hefur lækkað um tæplega 9% milli ára. Á móti vó aukinn kostnaður vegna eigin húsnæðis í nóvember en áfram hefur dregið úr hækkunum þessa undirliðar að undanfögnu. Verð almennrar þjónustu hefur lækkað um 0,5% frá fyrra ári og hefur þjónustuverðbólga hjaðnað frá síðasta fundi.

Samkvæmt vetrarkönnun Gallup sem framkvæmd var í nóvember og desember mældust verðbólguvæntingar heimila tæplega 3% og voru nánast óbreyttar frá haustkönnuninni. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára lækkuðu hins vegar um 0,2 prósentur milli kannana og námu 3%. Í sambærilegri könnun væntu stjórnendur fyrirtækja að verðbólga verði 2,5% að ári liðnu og 3% eftir tvö ár og hafa verðbólguvæntingar þeirra lítið breyst frá haustkönnuninni. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur lítið breyst frá nóvemberfundi peningastefnunefndar og mældist álagið til fimm ára um 2,6% og álagið til tíu ára um 2,8%.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri upplýsti nefndina um vinnu sem væri að hefjast innan Seðlabankans við yfirferð á öllum stjórnstækjum bankans.

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 nóvember hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum óbreyttum í ljósi þess að flestar vísbendingar bentu þá til þess að spennan í þjóðarbúskapnum kynni að hafa náð hámarki.

Nefndarmenn ræddu nýlega birta þjóðhagsreikninga en samkvæmt þeim var hagvöxtur 4,3% á fyrstu níu mánuðum ársins, sem er meiri vöxtur en fyrri tölur höfðu gefið til kynna. Að mati nefndarmanna bentu reikningarnir til þess að hagvöxtur yrði meiri á árinu öllu en spáð var í nóvemberhefti *Peningamála*. Nefndarmenn voru einnig sammála um að samsetning hagvaxtar væri óhagstæðari en spáð var í nóvember að því leyti að áfram hægði á vexti útflutnings en innlend eftirspurn ykist hraðar og að þessi þróun skýrðist að nokkru leyti af meiri slaka í opinberum fjármálum á yfirstandandi ári en gert var ráð fyrir í fyrri spám.

Nefndin var sammála um að verðbólguhorfur hefðu lítið breyst frá síðasta fundi hennar en verðbólga mældist 1,7% í nóvember og hefur verið á bilinu 1½-2% um nokkurt skeið. Að mati nefndarmanna var jákvætt að áfram hefði dregið úr verðhækkunum á húsnæðismarkaði, sem ætti að öðru óbreyttu að stuðla að minni verðbólgu, en á móti myndu áhrif hærra gengis krónunnar fjara út. Einnig var bent á að þar sem hagvöxtur í Evrópu hefði nú tekið vel við sér væri líklegt að innflutt verðhjöðnun yrði minni en verið hefði undanfarin misseri.

Nefndarmenn töldu ánægjulegt að gjaldeyrismarkaðurinn hefði verið í góðu jafnvægi frá síðasta fundi. Gengi krónunnar hefði lítið breyst og dregið úr gengisflökti. Jafnframt væru nýjar mælingar á verðbólguvæntingum í samræmi við verðbólguumarkmiðið og raunvextir bankans hefðu lítið breyst undanfarna mánuði.

Nefndin ræddi hvort breyta ætti vöxtum eða halda þeim óbreyttum. Fram kom í umræðunni að helsta ástæða lækkunar vaxta í október hefði verið merki um minnkandi spennu í þjóðarbúskapnum. Tölur þjóðhagsreikninga sýndu nú að vöxtur innlendra eftirspurnar væri

meiri og aðlögun þjóðarbúskaparins að langtímajafnvægi gæti orðið hægari en spáð var í nóvember. Bent var á að nýju tölurnar sýndu að hagvöxtur á fyrri hluta ársins væri meira í takt við það sem gert hefði verið ráð fyrir í ágústspá *Peningamála*. Einnig var bent á að eins og oft áður hefði komið í ljós að fjárfesting hefði verið vanmetin í fyrstu tölum þjóðhagsreikninga og að nýju tölurnar sýndu ört vaxandi fjárfestingu. Ein af ástæðum aukinnar innlendrar eftirspurnar væri inngjöf frá opinberum fjármálum. Hagvöxtur yrði því líklega meiri í ár en gert hefði verið ráð fyrir. Fram kom það sjónarmið að dregið hefði úr líkum á að hægt væri að halda áfram að lækka vexti. Hölluðust nefndarmenn frekar að því að halda vöxtum óbreyttum en einn nefndarmaður taldi þó að jafnvel kynnu að vera rök fyrir hækkun. Nefndarmenn urðu sammála um að rétt væri að halda vöxtum óbreyttum og bíða frekari gagna um framvinduna.

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 daglánavextir 6%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Nefndin var sammála um að horfur væru á að spenna í þjóðarbúskapnum yrði áfram umtalsverð sem kallar á peningalegt aðhald. Nefndarmenn voru einnig sammála um að aðhaldið þurfi að vera meira en ella slakni á aðhaldi í ríkisfjármálum á næsta ári miðað við það sem gert var ráð fyrir í nóvember. Voru nefndarmenn sammála um að peningastefnan myndi á komandi misserum ráðast af framvindu efnahagsmála, þ.m.t. stefnunni í opinberum fjármálum og niðurstöðu kjarasamninga.

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 peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 7. febrúar 2018.