



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, október 2018

Birt: 17. október 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 1. og 2. október 2018, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 3. október 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 29. ágúst 2018.

Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar lækkaði gengi krónunnar um 4,7% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 5,4% gagnvart Bandaríkjadal, um 3,9% gagnvart evru og um 5,8% gagnvart bresku pundi. Gjaldeyrissala Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði nam 9 milljónum evra (1,2 ma.kr.) á milli funda eða sem nemur um 4% af veltu á gjaldeyrismarkaði.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði lítið breyst frá ágústfundi nefndarinnar. Raunvextir bankans voru 1,2% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar eða svipað og í ágúst. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 1,5%.

Vextir á millibankamarkaði með krónur voru nánast óbreyttir á milli funda en velta á markaðnum nam 3 ma.kr. á tímabilinu.

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um 0,2 prósentur frá ágústfundi nefndarinnar en krafa verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa var óbreytt. Vextir óverðtryggðra

húsnæðislána tveggja af stóru viðskiptabönkunum þremur höfðu hækkað um 0,1-0,3 prósentur á milli funda. Meðalvextir óverðtryggðra sjóðfélagalána lífeyrissjóða höfðu hækkað um tæplega 0,2 prósentur frá ágústfundi nefndarinnar.

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

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

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

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var um 9% í ágúst sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja og hefur vöxturinn ekki verið meiri frá því í janúar 2016. Vöxturinn helgast sem fyrr að stærstum hluta af meiri innlánnum heimila. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda stækkaði útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila um 8½% að nafnvirði milli ára í júlí. Á sama tíma jukust útlán til heimila um tæplega 7% milli ára og útlán til atvinnufyrirtækja um 11%.

Úrvalsísitla Kauphallarinnar, OMXI8, hækkaði um 0,8% á milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 361 ma.kr. á fyrstu níu mánuðum ársins sem er um 27% minni velta en á sama tímabili í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 114,5 ma.kr. á fyrstu átta mánuðum ársins á föstu gengi. Á sama tíma í fyrra var um 116 ma.kr. halli á föstu gengi. Verðmæti vöruútflutnings jókst um 14,4% milli ára á föstu gengi og skýrist að stærstum hluta af auknu verðmæti sjávarafurða og iðnaðarvara, einkum áls. Verðmæti innflutnings jókst á sama tíma um 10,5% milli ára. Skýrist það einkum af meiri innflutningi á eldsneyti og smurolíu, hrá- og rekstrarvöru og fjárfestingarvöru. Innflutningsverðmæti fólksbíla hefur hins vegar minnkað milli ára.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð var álverð nær óbreytt milli funda peningastefnufndar en var lítillega hærra en á sama tíma í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum á fyrstu átta mánuðum ársins hafi verið 4,4% hærra en á sama tíma í fyrra. Heimsmarkaðsverð á olíu hækkaði um 13% milli funda peningastefnufndar og var um 86 Bandaríkjadalir á tunnu. Olíuverð hafði hækkað um rúmlega fjórðung frá áramótum og ríflega 50% frá október 2017.

Raugengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 3,5% milli mánaða í september og var þá tæplega 17% yfir 25 ára sögulegu meðaltali en um 9% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu níu mánuðum ársins var raugengi á þennan mælikvarða um 1% lægra en á sama tímabili í fyrra og má rekja lækkunina til 1,4% lækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var um 0,5 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjóðarþúskaður og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í september var hagvöxtur 7,2% á öðrum ársfjórðungi 2018. Þjóðarútgjöld jukust um 6,6% milli ára á fjórðungnum. Útflutningur jókst um 0,8% milli ára en innflutningur dróst saman um 0,4% og var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtarins því jákvætt. Á fyrri hluta ársins var hagvöxturinn 6,4% þar sem þjóðarútgjöld jukust um 6,2% og vöxtur útflutnings var meiri en vöxtur innflutnings.

Hagvöxtur á öðrum ársfjórðungi var töluvert meiri en gert var ráð fyrir í ágústspá *Peningamála* en þar var spáð 4,6% hagvexti. Hagstofan endurskoðaði einnig tölur um hagvöxt á fyrsta ársfjórðungi og því var frávikið frá ágústspánni töluvert minna þegar horft er til fyrri hluta ársins en hagvöxtur þá var 6,4% en í ágúst var gert ráð fyrir 5,6% vexti. Þrátt fyrir að atvinnuvegafjárfesting hafi verið nokkru meiri á fyrri hluta ársins en spáð var í ágúst reyndust útgjöld til neyslu og fjárfestingar aukast álíka mikið og þá var gert ráð fyrir. Innflutningur jókst einnig heldur minna en spáð var en framlag utanríkisviðskipta var þó áþekkt. Meginhluti fráviks hagvaxtar frá því sem spáð var í ágúst helgast því af mun sterkara framlagi birgðabreytinga til hagvaxtar. Vegna endurskoðunar eldri talna var hagvöxtur ársins 2017 endurskoðaður úr 3,6% í 4%.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 1,6 ma.kr. á öðrum ársfjórðungi sem er töluvert minni afgangur en á sama tíma í fyrra þegar hann var 11,9 ma.kr. Minni afgangur nú skýrist að stærstum hluta af minni afgangi á þjónustuviðskiptum. Halli á vöruviðskiptum var einnig meiri á fjórðungnum en fyrir ári og jöfnuður frumþáttatekna að meðtöldum rekstrarframlögum neikvæðari.

Einkaneysla jókst heldur minna á öðrum ársfjórðungi en spáð hafði verið og hefur dregið úr aukningu hennar undanfarið ár. Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi gefa til kynna að sú þróun haldi áfram. Væntingavísitala Gallup hefur lækkað nokkuð hratt síðustu mánuði og mældist hún 85,3 stig í september sem var 21,5 stigum lægra en á sama tíma í fyrra.

Samkvæmt forsendum frumvarps til fjárlaga fyrir árið 2019 er gert ráð fyrir að afkoma ríkissjóðs verði í samræmi við áætlaða afkomu ársins samkvæmt fjármálaáætlun fyrir árin 2019-2023. Áætlun um tekjur ársins 2018 samkvæmt fjárlögum fyrir það ár er tryggð með auknum sértækum arðgreiðslum viðskiptabankanna sem nema rúmlega 6 ma.kr. Við mat á aðhaldsstigi ríkisfjármála er ekki tekið tillit til slíkra einskiptisliða. Áætlað er að óleiðréttur frumjöfnuður lækki um allt að 1 prósentu af landsframléiðslu milli ára 2018 og 2019. Í hvaða mæli þessi niðurstaða felur í sér minnkandi aðhald í ríkisfjármálum á næsta ári líkt og spáð var í *Peningamálum* 2018/2 mun ráðast af því hversu mikið dregur úr framléiðsluspennu. Nýtt mat á þróun framléiðsluspennu og aðhalds í ríkisfjármálum mun liggja fyrir á næsta fundi peningastefnufundar í nóvember.

Samkvæmt niðurstöðum haustkönnunar Gallup sem framkvæmd var í september meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna fremur jákvæð en nokkru lakari en í sumarkönnuninni og á sama tíma fyrir ári. Viðhorf stjórnenda til horfa á næstu sex mánuðum voru einnig heldur neikvæðari en í sumar og í fyrra. Um 45% stjórnenda töldu núverandi aðstæður góðar og um 43% töldu þær hvorki góðar né slæmar. Horft til næstu sex mánaða töldu um 54% stjórnenda að aðstæður í efnahagslífinu myndu versna og tæp 42% að þær yrðu áfram góðar. Um 4% stjórnenda töldu að aðstæður yrðu betri eftir sex mánuði. Svartsýnum stjórnendum hefur því fjölgað talsvert frá því í maí og á sama tíma í fyrra. Viðhorf stjórnenda til innlendra eftirspurnar voru einnig mun neikvæðari en í sumarkönnuninni og fyrir ári en viðhorf til erlendra eftirspurnar voru óbreytt. Væntingar

stjórnenda fyrirtækja í byggingarstarfsemi og iðnaði og framleiðslu um þróun innlendrar eftirspurnar minnkuðu mest frá sumarkönnuninni.

Samkvæmt könnuninni taldi rúmlega þriðjungur fyrirtækja að hlutfall hagnaðar fyrirtækisins af veltu árið 2018 yrði svipað og í fyrra en umtalsvert fleiri töldu að hagnaðurinn myndi minnka samanborið við vorkönnunina. Vega þar þungt væntingar stjórnenda í samgöngum, flutningum og ferðapjónustu og ýmissi sérhæfðri þjónustu. Viðhorf til rekstrarhorfa voru töluvert neikvæðari en í vorkönnuninni í öllum geirum að undanskilinni byggingarstarfsemi og veitum.

Samkvæmt könnuninni vildu 4 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum sé leiðrétt fyrir árstíðarsveiflu. Það er svipað hlutfall og var í sumarkönnuninni en 13 prósentum lægra en á sama tíma í fyrra. Viðhorf stjórnenda í ýmissi sérhæfðri þjónustu voru jákvæðust þar sem 17 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fjölga starfsfólki en fækka því. Enn voru viðhorfin neikvæðust í sjávarútvegi þar sem 24 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fækka starfsfólki umfram þau sem vildu fjölga því en þau voru einnig neikvæð í samgöngum, flutningum og ferðapjónustu þar sem hlutfallið var 22 prósentur.

Sé leiðrétt fyrir árstíð taldi fimmtungur stjórnenda vera skort á starfsfólki sem eru 5 prósentum færri stjórnendur en í sumarkönnuninni og 15 prósentum færri en fyrir ári. Hæst var hlutfallið í byggingarstarfsemi og í iðnaði og framleiðslu þar sem tæplega 30% fyrirtækja töldu sig búa við skort á starfsfólki. Minnstur var skorturinn í fjármálaþjónustu þar sem 8% fyrirtækja töldu sig búa við skort á starfsfólki en áþekkt hlutfall mældist í verslun og samgöngum, flutningum og ferðapjónustu.

Tæplega helmingur stjórnenda taldi fyrirtæki sitt eiga í vandræðum með að mæta óvæntri eftirspurn, sé leiðrétt fyrir árstíð. Hlutfallið var 5 prósentum hærra en í sumarkönnuninni en svipað og í haustkönnuninni í fyrra. Tveir af hverjum þremur stjórnendum í ýmissi sérhæfðri þjónustu töldu sig eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn en aðeins rúmur fjórðungur stjórnenda í samgöngum, flutningum og ferðapjónustu var sömu skoðunar. Í öðrum atvinnugreinum var hlutfallið á bilinu 34-57% fyrirtækja.

Launavísitalan lækkaði um 0,1% milli mánaða í ágúst og hækkaði um 6% milli ára. Raunlaun voru 3,3% hærri en á sama tíma í fyrra.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í september, lækkaði um 0,3% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en hækkaði um 5% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,2% milli mánaða í ágúst þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu en um 4,1% milli ára. Árshækkun fasteignaverðs hefur því haldið áfram að hjaðna frá því að hún náði hámarki í fyrra í tæpum 24%. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 7,3% á fyrstu átta mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra og var meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu 1,7 mánuðir í ágúst samanborið við 2,4 mánuði í ágúst í fyrra. Í september voru rétt rúmlega 800 íbúðir auglýstar til sölu á höfuðborgarsvæðinu samanborið við tæplega 1.500 íbúðir í september í fyrra.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,24% milli mánaða í september eftir að hafa hækkað um 0,2% í ágúst. Ársverðbólga mældist 2,7% og var óbreytt frá síðasta fundi nefndarinnar. Vísitala neysliverðs án húsnæðis hafði hækkað um 1,8% frá september í fyrra og jókst um 0,4 prósentur milli funda. Miðgildi ólíkra mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu var 2,6% í september og hjaðnaði um 0,3 prósentur frá því í júlí.

Lækkun flugfargjalda til útlanda hafði töluverð áhrif í september en áhrif vegna útsöluloka vógu á móti. Áfram hefur hægt á hækkingu kostnaðar vegna eigin húsnæðis sem hafði í

september aukist um 4,7% sl. tólf mánuði og hefur árshækkunin ekki mælst minni síðan í september 2013.

Samkvæmt haustkönnun Gallup mældust verðbólguvæntingar heimila til eins árs 3,5% og voru nánast óbreyttar frá sumarkönnuninni en þá höfðu þær hækkað um 0,4 prósentur frá því í febrúar. Væntingar þeirra um verðbólgu á næstu fimm árum voru óbreyttar milli kannana í 3,5%. Samkvæmt haustkönnun Gallup meðal stjórnenda fyrirtækja mældust verðbólguvæntingar þeirra til eins árs 3% og voru einnig óbreyttar milli kannana sem og væntingar þeirra um verðbólgu á næstu fimm árum sem námu 3%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára var 3,7-4% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði hækkað um 0,2 prósentur frá ágústfundinum og um tæplega 1 prósentu frá byrjun þessa árs.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri fjallaði um heimsókn sendinefndar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins 13.-25. september og helstu niðurstöður hennar en heimsóknin var hluti af árlegri úttekt sjóðsins á stöðu og horfum í íslensku efnahagslífi. Seðlabankastjóri greindi nefndarmönnum einnig frá hugmyndum um næstu skref varðandi framkvæmd fjárstreymistækisins. Aðstoðarseðlabankastjóri upplýsti nefndina jafnframt um fundi sem hún hafði átt við aðila vinnumarkaðarins.

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

Nefndarmenn ræddu nýlega birtar bráðabirgðatölur þjóðhagsreikninga en samkvæmt þeim var hagvöxtur á síðasta ári og á fyrri hluta þessa árs meiri en gert var ráð fyrir í ágústhefti *Peningamála*. Var nefndin sammála um að spennan í þjóðarbúskapnum gæti því hafa verið meiri en spáð var. Á móti bentu hátíðnivísbendingar og kannanir til að mögulega sé að draga hraðar úr vexti eftirspurnar en áður var talið. Fram kom í umræðunni að líklega hefði dregið hraðar úr vexti einkaneyslu að undanförunu en búist hafði verið við en hins vegar hefðu fjárfestingarumsvif verið sterkari.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga jókst milli fjórðunga á þriðja fjórðungi ársins eins og spáð var í ágúst. Verðbólga án húsnæðis hafði einnig aukist og munurinn milli mælikvarða á verðbólgu með og án húsnæðis minnkað mikið. Nefndarmenn veittu því athygli að áfram hefði dregið úr árshækkun húsnæðisverðs en á móti vegi að innflutningsverð hefði hækkað umtalsvert að undanförunu þótt það endurspeglaði að hluta hraða hækkun olíuverðs á alþjóðamarkaði. Fram kom í umræðunni að þessi mikla hækkun olíuverðs hefði töluverð bein og óbein áhrif á mælda verðbólgu sem rétt væri fyrir peningastefnunefndina að horfa framhjá að því leyti sem áhrifin smitast ekki út í langtímaverðbólguvæntingar. Nefndin tók einnig mið af því að gengi krónunnar hefði lækkað frá síðasta fundi peningastefnunefndar og að gengisflökt jókst í september m.a. vegna óvissu um fjármögnun eins af stóru flugfélögum landsins.

Nefndarmenn veittu því athygli að verðbólguvæntingar úr könnunum hefðu lítið breyst frá síðasta fundi peningastefnunefndar en verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefði hækkað. Fram kom í umræðunni að það væri áhyggjuefni að langtímaverðbólguvæntingar hefðu hækkað að undanförunu og að verðbólguvæntingar virtust á alla mælikvarða vera nokkuð yfir

markmiði. Bent var á að óvissa um niðurstöður kjarasamninga á vinnumarkaði gæti hafa leitt til hækkunar verðbólguvæntinga. Nefndin lagði áherslu á að hún hefði bæði vilja og þau tæki sem þyrfti til að halda verðbólgu við markmið til lengri tíma litið og var sammála um að ef verðbólguvæntingar héldu áfram að hækka og festust í sessi umfram markmið myndi það kalla á harðara taumhald peningastefnunnar. Nefndin var jafnframt sammála um að aðrar ákvarðanir, einkum á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum, hefðu þá áhrif á hversu mikill fórnarkostnaður yrði í lægra atvinnustigi.

Þótt meiri kraftur virtist hafa verið í þjóðarbúskapnum á síðasta ári og á fyrri hluta þessa árs en gert hafði verið ráð fyrir bentu vísbendingar af vinnumarkaði og úr ferðapjónustu til þess að aðlögun þjóðarbúskaparins að jafnvægi gæti orðið hraðari en áður var talið. Þessir þættir væru því að vegast á að því er varðar framtíðarhorfur en nefndarmenn voru sammála um að heildarmyndin hefði hins vegar ekki breyst að ráði frá síðasta fundi. Nefndarmenn töldu því ekki tilefni til að bregðast við heldur væri rétt að bíða frekari vísbendinga. Einn nefndarmaður benti hins vegar á að ekki væri hægt að horfa framhjá hækkun verðbólguvæntinga til lengdar og að hans mati þyrfti að herða aðhald peningastefnunnar, að öðru óbreyttu, en í ljósi þeirrar óvissu sem væri uppi var hann sammála um að bíða eftir nánari vísbendingum að þessu sinni.

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.

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, aðalhogfræðingur

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 7. nóvember 2018.