



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, mars 2018

Birt: 28. mars 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 12. og 13. mars 2018, en á honum ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 14. mars 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 7. febrúar 2018.

Fjármálamarkaðir

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

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans var í meginatriðum svipað og á febrúarfundi nefndarinnar. Raunvextir bankans voru 1,5% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar eða 0,1 prósentu lægri en í febrúar. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 1,9%.

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

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa var svipuð á marsfundi nefndarinnar og hún hafði verið á febrúarfundinum. Ávöxtunarkrafa lengri verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa var einnig lítið breytt en krafa styttri verðtryggðra bréfa hafði hins vegar lækkað um 0,2 prósentur. Þá

höfðu vextir inn- og útlána fjármálafyrirtækja í meginatriðum þróast í takt við vexti Seðlabankans á milli funda.

Skammtímavaxtamunur gagnvart Bandaríkjunum hafði minnkað um 0,3 prósentur frá febrúarfundi nefndarinnar og var 2,5 prósentur. Munurinn gagnvart evrusvæðinu var hins vegar nánast óbreyttur í 5 prósentum. Langtímavaxtamunur gagnvart þessum ríkjum var einnig nánast óbreyttur milli funda og mældist 2,4 prósentur annars vegar og 4,7 prósentur hins vegar.

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs voru óbreyttir frá febrúarfundi nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var 0,6% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldbréfum 0,5 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar óbreyttra vaxta í febrúar. Vísuðu þær helst til þess að litlar breytingar hefðu átt sér stað frá síðustu vaxtaákvörðun nefndarinnar auk þess sem nýbirtir þjóðhagsreikningar hefðu verið í samræmi við febrúarspá Seðlabankans.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3), leiðréttur fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja, var 6,3% í janúar sl. sem er hægari vöxtur en á þremur fjórðungum þar á undan. Innlán heimila jukust enn hratt en hægt hafði á aukningu innlána atvinnufyrirtækja og fjármálageirans.

Í janúar hafði útlánastofn lánakerfisins, leiðréttur fyrir skuldalækkunaraðgerðum stjórnvalda, stækkað um 6,3% að nafnvirði milli ára. Útlán til fyrirtækja höfðu aukist um 8,7% að nafnvirði milli ára en útlán til heimila um 5,5% sem er svipaður ársvöxtur og á fjórða ársfjórðungi 2017.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hækkaði um 3,5% á milli funda. Velta á aðalmarkaði nam 109 ma.kr. á fyrstu tveimur mánuðum ársins sem er 19% minni velta en á sama tímabili í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Halli af vöruskiptum Íslands nam 10,9 ma.kr. á fyrstu tveimur mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra var 20,6 ma.kr. halli. Verðmæti útflutnings jókst um 39% á föstu gengi milli ára en verðmæti innflutnings um 19%. Mikil aukning útflutningsverðmætis frá fyrra ári litast af sjómannaverkfallinu í fyrra en útflutningsverðmæti sjávarafurða jókst um 67% á fyrstu tveimur mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra. Vöxt innflutnings það sem af er ári má einkum rekja til þess að innflutningur eldsneytis og smurolíu jókst um 94%. Allir undirliðir innflutnings sýna kröftugan vöxt frá sama tíma í fyrra ef frá eru talin flutningatæki en innflutningsverðmæti þeirra hafði dregist saman um 9% frá fyrra ári.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð lækkaði álverð um tæplega 5% milli funda peningastefnufundar en meðalverð í febrúar var 18% herra en fyrir ári. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum samkvæmt verðvísitölu sjávarafurða sem Hagstofa Íslands reiknar út hækkaði hins vegar um 1% milli mánaða í janúar og um 2,6% milli ára. Olíuverð lækkaði um tæplega 4% milli funda nefndarinnar.

Miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði raungengi um 1,3% milli mánaða í febrúar og hafði hækkað um 3,4% frá því að það var lægst í september 2017. Raungengið í febrúar var 21,5% yfir 25 ára sögulegu meðaltali en 6% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu tveimur mánuðum ársins var raungengi á þennan mælikvarða um 0,9% herra en á sama tímabili í fyrra og má rekja hækkunina til 0,7% hækkunar nafngengis krónu og 0,2 prósentum meiri verðbólgu hér á landi en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofan birti í mars var árshagvöxtur 1,5% á fjórða ársfjórðungi 2017 en 2,5% á seinni hluta ársins. Þjóðarútgjöld jukust um 4,4% milli ára á fjórðungnum þar sem neysla og fjárfesting jukust um 4,8%. Eftir óvenju sterkt framlag birgðabreytinga á þriðja ársfjórðungi mældist það neikvætt á síðasta fjórðungi ársins. Útflutningur jókst um 7½% en innflutningur jókst umtalsvert meira eða um 15,4% og var framlag utanríkisviðskipta því neikvætt.

Hagvöxtur ársins 2017 var 3,6%. Þar vógust á 6,8% vöxtur þjóðarútgjalda og neikvætt framlag utanríkisviðskipta. Helstu burðarásar hagvaxtar voru einkaneysla og útflutt þjónusta og var hagvöxtur í takt við febrúarspá *Peningamála* en þar var spáð 3,4% hagvexti. Útflutt þjónusta jókst meira en búist var við en framlag birgðabreytinga var minna og vógu þessi frávik hvort annað að miklu leyti upp. Vöxtur neyslu og fjárfestingar var svipaður og í spá bankans.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 93 ma.kr. árið 2017 eða sem nam 3,7% af landsframleiðslu. Afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum var minni en árið á undan og jöfnuður frumpáttatekna og rekstrarframlaga var einnig talsvert óhagstæðari en þróun jafnaðar frumpáttatekna var óvenju hagstæð árið 2016. Í spá *Peningamála* í febrúar var gert ráð fyrir að afgangur af viðskiptajöfnuði hefði numið 3,5% af landsframleiðslu árið 2017. Meiri afgang en spáð var má rekja til þess að þjónustuútflutningur á fjórða ársfjórðungi reyndist meiri en búist var við.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu það sem af er fyrsta ársfjórðungi gefa til kynna að vöxtur eftirspurnar heimila sé enn kröftugur þótt hægja kunni á honum frá því sem verið hefur á síðustu misserum. Framsýnni vísbendingar eins og væntingar stjórnenda fyrirtækja í verslun til þróunar innlendar eftirspurnar eru heldur lakari en á fjórðungnum á undan. Væntingavísitala Gallup hefur jafnframt lækkað á síðustu mánuðum.

Samkvæmt niðurstöðum vorkönnunar Gallup sem framkvæmd var í febrúar meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna mjög góð. Stjórnendur voru þó svartsýnni um horfurnar á næstu sex mánuðum en í vetrarkönnuninni en viðhorf þeirra voru hins vegar svipuð og í haustkönnuninni. Um 70% stjórnenda töldu núverandi aðstæður góðar og um fjórðungur að þær væru hvorki góðar né slæmar. Horft til næstu sex mánaða töldu tæp 8% þeirra að aðstæður í efnahagslífinu myndu batna og tæp 62% að þær myndu haldast áfram góðar. Um 30% stjórnenda töldu að aðstæður yrðu verri eftir sex mánuði, heldur fleiri en í desember og á sama tíma í fyrra. Viðhorf stjórnenda til innlendar eftirspurnar voru ekki til muna neikvæðari en í vetrarkönnuninni en töluvert neikvæðari en fyrir ári.

Samkvæmt könnuninni fækkaði fyrirtækjum sem telja að hlutfall hagnaðar af veltu lækki á næstunni og um helmingur fyrirtækja taldi að það yrði svipað og í fyrra. Viðhorf til rekstrarhorfa voru jákvæðari en í haustkönnuninni, einkum á meðal stjórnenda fyrirtækja í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu og í sjávarútvegi. Meira en helmingur stjórnenda taldi að fjárfesting þeirra á árinu yrði svipuð og í fyrra. Hlutfall þeirra sem töldu að fjárfesting ykist á árinu var hæst á meðal stjórnenda fyrirtækja í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu eða 35%.

Samkvæmt könnuninni vildu 17 prósentum fleiri fyrirtæki fjölga starfsfólki frekar en fækka því á næstu sex mánuðum að teknu tilliti til árstíðar. Þetta var svipað hlutfall og mældist í vetrarkönnuninni en lægra en það var fyrir ári. Viðhorfin voru áfram jákvæðust í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu þar sem um 24 prósentum fleiri stjórnendur fyrirtækja vildu fjölga starfsfólki umfram þau sem vildu fækka en neikvæðust meðal stjórnenda í sjávarútvegi

þar sem um 10 prósentum fleiri fyrirtæki vildu fækka starfsfólki frekar en fjölga því. Í öðrum atvinnugreinum voru fyrirtæki sem vildu fjölga starfsfólki 13-23 prósentum fleiri en þau sem vildu fækka.

Eins og í vetrarkönnuninni taldi þriðjungur stjórnenda fyrirtækja vera skort á starfsfólki sé leiðrétt fyrir árstíðarsveflu en hlutfallið var 6½ prósentu hærra á sama tíma í fyrra. Um 47% stjórnenda fyrirtækja í iðnaði töldu vera skort á starfsfólki. Minnstur var skorturinn í fjármála- og tryggingastarfsemi þar sem 8% stjórnenda töldu vera skort á starfsfólki. Í öðrum atvinnugreinum var hlutfallið á bilinu 27-36% fyrirtækja.

Að teknu tilliti til árstíðarsveflu töldu 52% stjórnenda fyrirtæki sitt eiga í vandræðum með að mæta óvæntri eftirspurn og var hlutfallið nær óbreytt frá vetrarkönnuninni. Tæplega 70% stjórnenda í sjávarútvegi töldu sig eiga erfitt með að mæta óvæntri eftirspurn og rúmur þriðjungur stjórnenda í fjármála- og tryggingastarfsemi var sömu skoðunar. Hlutfallið lá á bilinu 40-60% í öðrum atvinnugreinum.

Launavísitalan hækkaði um 0,4% milli mánaða í janúar og um 7,3% milli ára. Raunlaun hækkuðu um 4,8% frá fyrra ári.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar námu laun og launatengd gjöld 64,8% vergra þáttatekna í fyrra, en það er 3½ prósentu yfir meðaltali síðustu tuttugu ára. Hlutfallið hækkaði um 3,8 prósentur milli ára sem var nokkru meira en gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála*.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í febrúar, hækkaði um 0,5% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en um 13,4% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,7% milli mánaða í janúar þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveflu og um 12,8% frá fyrra ári. Ársþækkun fasteignaverðs hefur dregist verulega saman frá því í maí í fyrra þegar hún náði hámarki í tæpum 24%. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 6,6% milli ára í janúar og voru um 1.500 íbúðir auglýstar til sölu samanborið við um 800 íbúðir í janúar í fyrra. Meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu í janúar var því rúmlega einum mánuði lengri en fyrir ári eða um 2,4 mánuðir.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,6% milli mánaða í febrúar. Ársverðbólga mældist 2,3% og hjaðnaði um 0,1 prósentu frá febrúarfundi nefndarinnar. Vísitala neysliverðs án húsnæðis hafði lækkað um 0,9% frá febrúar í fyrra. Mælikvarðar á undirliggjandi verðbólgu bentu flestir til þess að hún hefði hjaðnað lítillega í febrúar og verið á bilinu 1¼-2½%.

Meginástæður hækkunar vísitölu neysliverðs í febrúar voru útsölulok og hækkun húsnæðisverðs. Verð almennrar þjónustu lækkaði um 0,2% milli mánaða, einkum vegna lækkunar flugfargjalda til útlanda, en hefur hækkað um 0,7% milli ára.

Samkvæmt vorkönnun Gallup mældust verðbólguvæntingar heimila til eins árs 3% og voru nánast óbreyttar frá vetrarkönnuninni. Verðbólguvæntingar þeirra til tveggja ára hækkuðu hins vegar um 0,5 prósentur milli kannana og námu 3,5%. Í könnuninni var í fyrsta sinn spurt um langtímaverðbólguvæntingar heimila. Þjuggust þau við því að verðbólga verði að meðaltali 3,5% á næstu fimm árum. Samkvæmt vorkönnun Gallup meðal stjórnenda fyrirtækja hækkuðu verðbólguvæntingar þeirra til eins árs um ½ prósentu frá síðustu könnun og mældust 3%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára hefur verið að meðaltali 2,9-3,2% það sem af er fyrsta ársfjórðungi og hefur því lítið breyst frá febrúarfundi nefndarinnar.

II Vaxtaákvörðunin

Seðlabankastjóri greindi nefndinni frá nýlegum fundi hans með ráðherrum og aðilum vinnumarkaðar. Þá greindi aðstoðarseðlabankastjóri nefndarmönnum frá stöðu vinnu við endurskoðun á lagalegum og tæknilegum grunni sérstakrar bindiskyldu á fjármagnsinnstreymi.

Nefndarmenn voru sammála um að þar sem vaxtamunur gagnvart útlöndum væri enn töluverður væri æskilegt að bindiskyldan yrði óbreytt enn um sinn. Voru þeir sammála um að hún hefði leitt til þess að miðlun peningastefnunnar færi í ríkari mæli um vaxtafarveg peningastefnunnar og að án hennar væru innlendir vextir lægri, sem ekki væri heppilegt í ljósi spennu í þjóðarbúinu. Fyrirliggjandi gögn bentu til þess að vaxtalækkanir bankans hefðu miðlast með eðlilegum hætti til heimila og fyrirtækja, hvort sem horft væri til útláns- eða markaðsvaxta. Nefndarmenn töldu einnig að án bindiskyldunnar væri gengi krónunnar hærra sem ekki væri heppilegt enda væri raungengi um þessar mundir mjög hátt í sögulegu samhengi og ef það hækkaði miklu meira fylgdi því aukin hætta á óstöðugleika. Nefndarmenn voru sammála um að aðstæður til að breyta bindiskyldunni gætu þó skapast á næstu misserum gangi spár eftir.

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

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. Horfðu nefndarmenn til þess að nýbirtar niðurstöður þjóðhagsreikninga sýndu að efnahagshorfur hefðu lítið breyst frá síðustu spá Seðlabankans og hagvöxtur í fyrra hefði verið nálægt því sem þar var gert ráð fyrir.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga mældist 2,3% í febrúar og hafði minnkað úr 2,4% í janúar. Undirliggjandi verðbólga hafði einnig hjaðnað lítillega og væri þróunin í takt við síðustu spá. Áfram hafði dregið úr árshækkun húsnæðisverðs og áhrif herra gengis krónunnar á verðbólgu höfðu dvínað. Að mati nefndarinnar höfðu verðbólguhorfur lítið breyst. Þótt gengi krónunnar hefði hækkað milli funda voru nefndarmenn sammála um að líklega myndi bilið á milli verðþróunar innlendra og erlendra þátta halda áfram að minnka á næstunni. Nefndin taldi jákvætt að gjaldeyrismarkaðurinn hefði áfram verið í ágætu jafnvægi.

Nefndin veitti því athygli að verðbólguvæntingar virtust hafa hækkað lítillega. Töldu nefndarmenn hins vegar ótímabært að draga þá ályktun að kjölfesta væntinga við verðbólgu markmið bankans hafi veikst.

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.

Að mati nefndarinnar hafði hátt raungengi hægt á vexti útflutnings og horfur væru á minnkandi spennu í þjóðarbúskapnum. Nefndarmenn voru sammála um að eigi að síður yrði áfram þörf fyrir peningalegt aðhald til að halda aftur af örum vexti innlendarar eftirspurnar. Nýleg ákvörðun um að segja ekki upp kjarasamningum dregur að mati nefndarinnar úr hættu á ósjálfbærum launahækkunum til skamms tíma lítið en undirliggjandi spenna á vinnumarkaði er enn til staðar.

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 16. maí 2018.