



Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands

Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, nóvember 2018

Birt: 21. nóvember 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 5. og 6. nóvember 2018, en á honum ræddi nefndin efnahagspróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 7. nóvember 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 3. október 2018 eins og þær birtust í nýrri spá og óvissumati í *Peningamálum* 2018/4 hinn 7. nóvember.

Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar lækkaði gengi krónunnar um 6,3% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 7,5% gagnvart bresku pundi, 6,9% gagnvart Bandaríkjadal og um 5,9% gagnvart evru. Seðlabankinn greip einu sinni inn í gjaldeyrismarkaðinn á þessu tímabili og seldi gjaldeyri fyrir 9 m. evra (1,2 ma.kr.) eða sem nam um 4% af veltu á gjaldeyrismarkaði.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði slaknað frá októberfundi nefndarinnar. Raunvextir bankans voru 0,8% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar eða 0,3 prósentum lægri en í október. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 1,4%.

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

Ávöxtunarkrafa flestra óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hækkað um 0,1-0,3 prósentur frá októberfundi nefndarinnar en krafa hluta verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði lækkað um 0,2 prósentur. Meðalvextir óverðtryggðra sjóðfélagalána lífeyrissjóða höfðu hækkað um tæplega 0,3 prósentur frá októberfundi nefndarinnar en aðrir vextir húsnæðislána voru að mestu óbreyttir.

Miðað við þriggja mánaða millibankavexti var vaxtamunur gagnvart evrusvæðinu nánast óbreyttur á milli funda og mældist 5 prósentur en hafði lækkað um 0,2 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og mældist 2,1 prósentu. Langtímavaxtamunur hafði lækkað lítillega og var 2,6 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og 5,3 prósentur gagnvart Þýskalandi.

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs höfðu lækkað lítillega frá októberfundi nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var rúmlega 0,6% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldabréfum 0,5-0,7 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu ýmist óbreyttra vaxta eða að þeir yrðu hækkaðir í nóvember. Vísuðu þær m.a. til hægari efnahagssumsvifa og óvissu um komandi kjarasamninga en helstu rök fyrir hækkingu vaxta voru aukin verðbólga og hækkingu verðbólguvæntingar.

Markaðsaðilar virtust flestir vænta vaxtahækkunar samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans sem var framkvæmd í lok október sl. Þjuggust þeir við að meginvextir bankans yrðu hækkaðir um 0,25 prósentur á fjórða ársfjórðungi þessa árs og enn frekar á næsta ári. Þeir gerðu jafnframt ráð fyrir að vextir yrðu komnir í 5% undir lok næsta árs en tækju síðan að lækka á ný. Þá töldu 40% svarenda taumhald peningastefnunnar vera of laust um þessar mundir en í ágústkönnun bankans var enginn á þeirri skoðun. Um 48% svarenda töldu taumhaldið hæfilegt samanborið við 81% síðast. Hlutfall þeirra sem taldi taumhaldið of þétt var 12% og lækkaði úr 19% milli kannana.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var tæplega 8½% á þriðja fjórðungi ársins sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja og hefur vöxturinn ekki verið meiri í um áratug. Vöxturinn helgast sem fyrr að stærstum hluta af meiri innlánnum heimila en hlutdeild fjármálageirans í vextinum hefur einnig aukist. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda má áætla að útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila hafi stækkað um 9% að nafnvirði milli ára á þriðja fjórðungi ársins. Á sama tíma jukust útlán til heimila um rúmlega 7% milli ára og útlán til atvinnufyrirtækja um 12½%.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, hækkaði um 2,8% milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 401 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum ársins sem er um 27% minni velta en á sama tímabili í fyrra.

Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 11,7 ma.kr. í október samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands en á sama tíma í fyrra var 1,5 ma.kr. halli á föstu gengi. Hallinn var 104,7 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum þessa árs en var 102 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Verðmæti vöruútflutnings jókst um 11,3% milli ára á föstu gengi og skýrist einkum af auknu verðmæti sjávarafurða og iðnaðarvara, einkum áls. Verðmæti innflutnings jókst á sama tíma um 9,8% milli ára. Skýrist það að stærstum hluta af meira innflutningsverðmæti eldsneytis og smurolíu, hrá- og rekstrarvöru og fjárfestingarvöru. Innflutningsverðmæti fólksbíla hefur hins vegar minnkað milli ára. Á síðastliðnum þremur mánuðum hefur innflutningur vaxið um 13,6% á föstu gengi frá sama tíma í fyrra sem er hraðari vöxtur en var í sumar. Þriggja mánaða

vöxturinn er hins vegar töluvert hægari nú en mældist fyrr á þessu ári og á meginhluta síðasta árs.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð lækkaði álverð um rúmlega 6% milli funda peningastefnufndar og var rúmlega 9% lægra en á sama tíma í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum á fyrstu níu mánuðum ársins hafi verið 4,8% hærra en á sama tíma í fyrra. Heimsmarkaðsverð á olíu lækkaði um 17,5% milli funda peningastefnufndar og var u.þ.b. 71 Bandaríkjadalur á tunnu. Olíuverð var hins vegar um 6% hærra á nóvemberfundinum en það var um síðustu áramót og um 10% hærra en það var í byrjun nóvember í fyrra.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 4,5% milli mánaða í október og var þá um 11,5% yfir 25 ára sögulegu meðaltali en um 13,4% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu tíu mánuðum ársins var raungengi á þennan mælikvarða um 1,6% lægra en á sama tímabili í fyrra og má rekja lækkunina til 2% lækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var um 0,5 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar fjölgaði heildarvinnustundum um 4,3% milli ára á þriðja ársfjórðungi. Starfandi fólki fjölgaði um 4,1% frá fyrra ári og meðalvinnuvikan lengdist lítillega. Atvinnuþátttaka var 81,7% að teknu tilliti til árstíðar og jókst um 0,4 prósentur frá fyrra ári. Hlutfall starfandi hækkaði með samsvarandi hætti milli ára og mældist 79,5% árstíðarleiðrétt.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi var 2,6% á þriðja fjórðungi ársins og minnkaði um 0,3 prósentur frá fyrri fjórðungi en var óbreytt frá fyrra ári.

Tölur um búferlaflutninga á þriðja fjórðungi ársins sýna enn mikla fjölgun erlends vinnuafls þó að hægt hafi á henni frá metfjölgun ársins í fyrra. Fjöldi aðfluttra umfram brottflutta erlenda ríkisborgara var 1% af mannfjölda á fjórðungnum og hefur þeim fjölgað um sem nemur 2,7% af mannfjölda það sem af er ári.

Launavísitalan hækkaði um 1,7% milli fjórðunga á þriðja fjórðungi ársins og um 6,1% milli ára. Raunlaun voru 4,1% hærra á fjórðungnum en á sama tíma árið 2017.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á þriðja ársfjórðungi benda til þess að áfram hafi dregið úr vexti hennar frá því sem var á fyrri hluta ársins. Á fjórðungnum hægði á vexti greiðslukortaveltu, einkum innanlands, ásamt því að það dró úr nýskráningu bifreiða.

Væntingavísitala Gallup mældist 92,1 stig í október og hækkaði milli mánaða eftir að hafa lækkað mánuðina tvo á undan. Mestu munaði um bættar væntingar til næstu sex mánaða en þær höfðu lækkað mikið frá því í sumar. Vísitalan hefur lækkað um rúm 33 stig milli ára.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í október, hækkaði um 0,6% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en um 5,8% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,4% milli mánaða í september þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu en um 3,9% milli ára. Árshækkun fasteignaverðs hefur ekki verið minni frá því í maí 2011. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fjölgaði um 6,6% á fyrstu níu mánuðum ársins frá sama tímabili í fyrra og var meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu um 1,6 mánuðir í september samanborið við 2,9 mánuði í september í fyrra. Í október voru um 840 íbúðir auglýstar til sölu á höfuðborgarsvæðinu samanborið við rúmlega 1.500 íbúðir í október í fyrra.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,57% milli mánaða í október. Ársverðbólga mældist 2,8% og jókst um 0,1 prósentu frá síðasta fundi nefndarinnar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hækkað um 1,7% frá október í fyrra. Miðgildi ólíkra mælikvarða á undirliggjandi verðbólgu var 3% í október og hefur aukist um 1,8 prósentur frá sama tíma í fyrra. Hefur undirliggjandi verðbólga ekki mælst meiri á þennan mælikvarða síðan í janúar 2014.

Verðhækkun á nýjum bílum vó þyngst í hækkun vísitölu neysluverðs í október og höfðu áhrifin til hækkunar milli mánaða ekki verið meiri síðan í júlí 2008. Einnig hækkaði húsnæðis- og matvöruverð í október en á móti vógu áhrif lækkunar veggjalda.

Samkvæmt könnun Seðlabankans sem gerð var í lok október bjuggust markaðsaðilar við því að verðbólga yrði 3,6% eftir eitt ár eða 0,6 prósentum meira en í ágústkönnuninni og 3,2% eftir tvö ár sem er 0,2 prósentna hækkun milli kannana. Þeir væntu jafnframt að verðbólga yrði um 3% að meðaltali á næstu fimm og tíu árum sem er svipað og í ágúst en um ½ prósentu hærra en fyrir ári síðan. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur einnig hækkað að undanfögnu. Álagið til fimm og tíu ára var 4,1-4,2% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði hækkað um 0,2-0,4 prósentur frá októberfundinum og um tæplega 1½ prósentu frá því fyrir ári.

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 7. nóvember 2018 hafa verðbólguhorfur versnað frá ágústspá bankans. Verðbólga hefur verið við verðbólgu markmiðið á meginhluta þessa árs. Hún var 2,7% á þriðja ársfjórðungi en mældist 2,8% í október. Undirliggjandi verðbólga hefur einnig aukist og langtímaverðbólguvæntingar mælast nú um eða yfir 3% á alla mælikvarða. Lækkun á gengi krónunnar undanfarið og meiri framleiðsluspenna framan af spátímanum gera það að verkum að verðbólguhorfur hafa versnað nokkuð fram á fyrri hluta árs 2020 frá ágústspá bankans. Talið er að verðbólga verði yfir 3% út næsta ár og yfir verðbólgu markmiðinu fram á seinni hluta árs 2020.

Gengi krónunnar hefur lækkað nokkuð undanfarnar vikur og er krónan nú um 10% lægri gagnvart meðaltali annarra gjaldmiðla en hún var við útgáfu *Peningamála* í ágúst. Hún er jafnframt tæplega 8% lægri það sem af er fjórða ársfjórðungi en gert var ráð fyrir í ágústspá bankans. Hefur gengi krónunnar ekki verið lægra í ríflega tvö ár. Nokkrir samverkandi þættir skýra þessa gengislækkun en upphaf hennar má líklega að einhverju leyti rekja til tímabundinnar óvissu um fjármögnun flugfélagsins WOW Air í fyrstu viku septembermánaðar. Þessu til viðbótar virðast þeir þjóðhagslegu þættir sem hafa verið megindrífkraftar gengishækkunar undanfarinna missera vera að gefa eftir. Viðskiptakjör hafa rýrnað og hægt hefur á útflutningsvexti. Þá er rekstrarumhverfi í ferðaþjónustu orðið erfiðara og útlit er fyrir að hægt hafi á hagvexti á seinni hluta ársins. Allir þessir þættir, til viðbótar við vaxandi áhyggjur af komandi kjaraviðræðum, virðast hafa aukið svartsýni fjárfesta sem leitt hefur til lækkunar á gengi krónunnar. Grunnspáin gerir ráð fyrir að gengi krónunnar haldist svipað út spátímann og það hefur verið að meðaltali það sem af er þessu ári. Það felur í sér að gengisvísitalan er að meðaltali um 3% lægri í ár en í fyrra og lækkar um 3% til viðbótar á næsta ári.

Heimsframleiðslan jókst um 3,7% í fyrra sem er mesti vöxtur sem mælst hefur frá árinu 2011. Hagvöxtur í heiminum hefur hins vegar aðeins gefið eftir það sem af er þessu ári og horfur hafa versnað lítillega. Hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum var 2,4% að meðaltali í fyrra og hafði ekki verið meiri frá árinu 2010. Horfur eru á að hann minnki lítillega í ár og verði 2,2% að meðaltali og minnki enn frekar í 1,8% árið 2020.

Eftir mikinn bata viðskiptakjara vöru og þjónustu á undanförunum fjórum árum rýrnuðu þau um 4,5% milli ára á öðrum fjórðungi þessa árs sem rekja má að miklu leyti til hækkunar olíuverðs og verðhækkunar súrals. Horfur eru á að viðskiptakjör rýrni um tæplega 2% á árinu

öllu sem er svipað því sem spáð var í ágúst. Á næsta ári er hins vegar talið að viðskiptakjörstandi í stað en í ágúst var spáð 2% bata.

Gert er ráð fyrir að útflutningur í ár aukist um 3,9% frá fyrra ári sem er nokkuð undir meðalvexti síðustu þriggja ára en áþekkur vöxtur og var að meðaltali árin 2011-2014. Vöxtinn í ár má að mestu þakka liðlega 10% vexti í útflutningi sjávarafurða. Samdráttur í samgöngu- og þjónustulið útfluttrar þjónustu á fyrri hluta ársins gerir það að verkum að nú er talið að útflutt þjónusta vaxi heldur hægar en spáð var í ágúst. Á næsta ári hægir enn frekar á vexti útflutnings sem skýrist fyrst og fremst af því að vöxtur útflutnings sjávarafurða snýst í samdrátt.

Hagvöxtur reyndist 4% í fyrra sem er 0,4 prósentum meiri vöxtur en fyrri tölur Hagstofunnar höfðu gefið til kynna. Hagvöxtur á fyrri hluta þessa árs reyndist einnig meiri en áður var áætlað. Í ágústspá bankans hafði verið gert ráð fyrir 5,6% vexti en hann reyndist vera 6,4%. Frávikið skýrist fyrst og fremst af mikilli birgðaaaukningu á fyrri hluta ársins og óvæntum samdrætti vöruinnflutnings. Horfur eru á að það hægi töluvert á hagvexti á seinni hluta ársins en að hann verði 4,4% á árinu öllu. Líkt og í ágústspá bankans er talið að hagvöxtur verði rúmlega 2½% á næstu þremur árum.

Talið er að heildarvinnustundum fjölgi um 2,3% í ár. Þrátt fyrir ríflega 2% fjölgun starfa í ár er útlit fyrir að hlutfall starfandi lækki um tæplega 1 prósentu frá fyrra ári þar sem horfur eru á ríflega 3% fjölgun fólks á vinnualdri. Árstíðarleiðrätt atvinnuleysi mældist 2,6% á þriðja fjórðungi en spáð er að það aukist í 3% á næsta ári og verði komið í 3,3% árið 2021, sem er nálægt því atvinnuleysi sem talið er samræmast verðstöðugleika.

Í spá bankans er búist við að launakostnaður á vinnustund hækki að meðaltali um 7,8% í ár. Horfur eru á liðlega 2% framleiðnivexti á árinu og því er áætlað að launakostnaður á framleidda einingu hækki um liðlega 5½% sem er svipað mat og í ágústspá bankans en meiri hækkun en á undanförunum tveimur árum. Gert er ráð fyrir að hægi á árshækkun launa á spátímanum í takt við hægari vöxt framleiðni vinnuafls, vaxandi atvinnuleysi og lítinn bata viðskiptakjara. Hækkun launakostnaðar á framleidda einingu fer því úr 5½% í ár og á næsta ári í 2½% árið 2021.

Hagvöxtur í fyrra og á fyrri hluta þessa árs var meiri en áður var talið eins og fyrr segir. Framleiðsluspennan var því lítillega meiri í lok síðasta árs en gert var ráð fyrir í ágúst og er útlit fyrir að hún verði um 1 prósentu meiri í lok þessa árs. Þegar frá líður minnkar spennan hins vegar hraðar en spáð var í ágúst og verður nánast horfin undir lok spátímans.

Grunnspá Seðlabankans endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. Hún byggist á spám og forsendum um þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarbúskapar og mati á virkni einstakra markaða og því hvernig peningastefnan miðlast út í raunhagkerfið. Um alla þessa þætti ríkir óvissa. Breytingar á ýmsum lykilorðum gætu leitt til efnahagsframvindu sem er frábrugðin því sem grunnspáin gerir ráð fyrir.

Verðbólga gæti orðið meiri en í grunnspá bankans. Þyngst vegur óvissa um niðurstöður komandi kjarasamninga. Þótt grunnspáin geri þegar ráð fyrir nokkuð ríflegum launahækkunum þrátt fyrir að hlutfall launa í þáttatekjum sé komið yfir sögulegt meðaltal er ekki útilokað að samið verði um enn meiri hækkunir eða að launaskrið verði meira en gert er ráð fyrir, ekki síst í ljósi þess að atvinnuleysi er enn lítið og spenna á vinnumarkaði nokkur. Ýmsir aðrir þættir gætu lagst á sömu sveif og gert það að verkum að verðbólga verði meiri en í grunnspánni. Alþjóðlegt olíuverð hefur t.d. hækkað mikið undanfarið og ekki er útilokað að það hækki enn frekar, þvert á það sem grunnspáin gerir ráð fyrir. Þótt hætta á lækkun á gengi krónunnar vegna viðsnúnings ytri skilyrða sem fjallað var um í fyrra áhættumati bankans hafi að hluta raungerst gæti gengið haldið áfram að lækka í stað þess að haldast svipað og það er núna út

spátímann eins og grunnspáin gerir ráð fyrir. Að sama skapi gæti hækkun húsnæðisverðs sótt aftur í sig veðrið ef vöxtur útlána til húsnæðiskaupa heldur áfram að aukast. Þá gæti mikill kraftur í þjóðarbúinu á fyrri hluta ársins bent til þess að spennan í þjóðarbúinu verði þrálátari en gert er ráð fyrir, sérstaklega ef meira slaknar á aðhaldi opinberra fjármála en spáð er. Verðbólga gæti einnig aukist meira og orðið þrálátari ef langtímaverðbólguvæntingar leita ekki í markmið á ný.

Ekki er heldur útilokað að verðbólga verði minni en búist er við í grunnspánni. Gengi krónunnar gæti t.d. hækkað á ný ef ytri skilyrði batna aftur. Viðskiptadeila Bandaríkjanna og Kína gæti einnig grafið undan alþjóðlegum efnahagssumsvifum sem gæti hægt á útflutningi frá Íslandi og þannig hægt enn frekar á hagvexti í samanburði við grunnspána. Framleiðnivöxtur gæti þar að auki verið vanmetinn og það gæti dregið hraðar úr spennu í þjóðarbúinu en gert er ráð fyrir í grunnspá.

II Vaxtaákvörðunin

Nefndin fjallaði um stöðu vinnu í framhaldi af skýrslu starfshóps um ramma peningastefnunnar og næstu skref en unnið er að því að móta afstöðu til tillagna starfshópsins. Í því sambandi væri fyrirhugaður aukafundur peningastefnunefndar í desember. Einnig voru rædd viðbrögð á markaði við þeirri ákvörðun að lækka bindihlutfall sérstakrar bindiskyldu sem tilkynnt var um 2. nóvember og næstu skref í þeim efnum. Aðstæður höfðu myndast til að lækka bindihlutfallið með minnkandi vaxtamun og lægra gengi krónunnar og var hlutfallið lækkað úr 40% í 20%. Nokkur óvissa væri um hver áhrifin af lækkuninni yrðu enda er lítil reynsla af notkun fjárstreymistækis af þessu tagi hér á landi. Einnig fjallaði nefndin um nýlega skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika*, stöðu fjármálastofnana og áhættu í fjármálakerfinu.

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 október hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum óbreyttum m.a. í ljósi þess að heildarmyndin hefði ekki breyst að ráði frá síðasta fundi og rétt væri að bíða frekari vísbendinga þar sem óvissa væri mikil.

Nefndarmenn tóku í því sambandi mið af nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 7. nóvember en samkvæmt henni var hagvöxtur á síðasta ári og á fyrri hluta þessa árs meiri en fyrri áætlanir höfðu gert ráð fyrir. Nefndarmenn veittu því athygli að þrátt fyrir vísbendingar um hægari vöxt á seinni hluta ársins væri spáð 4,4% hagvexti á árinu öllu sem væri tæplega 1 prósentu meiri vöxtur en bankinn spáði í ágúst. Voru nefndarmenn sammála um að útlit væri fyrir að hægja myndi á hagvexti á næstu misserum og að spenna hyrfi úr þjóðarbúskapnum. Hagvöxtur yrði þó á næstu árum nálægt því sem vænta má að þjóðarbúið geti vaxið að jafnaði án þess að flytja inn vinnuafli eða rúmlega 2½%. Bent var á að nýlegar fréttir um kaup flugfélagsins Icelandair á Wow Air hefðu dregið úr óvissu tengdri truflunum í flugsamgöngum, a.m.k. til skamms tíma litið.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga var 2,8% í október. Nefndarmenn veittu því athygli að munurinn milli mælikvarða á verðbólgu með og án húsnæðis hefði ekki verið álíka lítill í rúm fjögur ár. Áfram hefði dregið úr árshækkun húsnæðisverðs en á móti vegi að innflutningsverð hefði hækkað umtalsvert að undanförunu þótt það endurspeglaði að hluta hækkun olíuverðs á alþjóðamarkaði. Nefndin tók einnig mið af því að gengi krónunnar hefði lækkað frá því í ágúst. Nokkur umræða varð um helstu ástæður fyrir því og voru nefndarmenn sammála um að upphaf þessarar lækkunarhrinu mætti að nokkru leyti rekja til tímabundinnar óvissu um fjármögnun flugfélagsins Wow Air í byrjun september sl. Töldu þeir að það gæti hafa

sett af stað ákveðið endurmat á stöðu og horfum enda virtust þeir þjóðhagslegu þættir sem höfðu verið megindrifkraftar gengishækkunar krónunnar undanfarin misseri hafa gefið eftir. Þar var helst nefnt að viðskiptakjör hefðu rýrnað, hægt hefði á útflutningsvexti og útlit væri fyrir að hægt hefði á hagvexti á seinni hluta ársins. Á móti var bent á að lægra raungengi gæti verið jákvætt fyrir rekstur fyrirtækja í ferðabjónustu. Gengi krónunnar gæti einnig verið að gefa eftir í kjölfar mikillar lækkunar raunvaxta að undanfögnu. Gengissveiflur höfðu aukist undanfarna mánuði og kom fram að það gæti tengst lausari kjölfestu langtímaverðbólguvæntinga. Einnig var bent á að órói á fjármálamörkuðum hér á landi færi saman við aukna óvissu á alþjóðlegum fjármálamörkuðum.

Nefndarmenn tóku mið af því að samkvæmt spánni hefðu verðbólguhorfur versnað frá ágústspánni. Horfur væru á að verðbólga héldi áfram að aukast og yrði nokkuð yfir markmiði á næsta ári. Taldi nefndin það einnig áhyggjuefni að verðbólguvæntingar hefðu hækkað undanfarið og væru nú yfir markmiði á alla mælikvarða. Hins vegar væru horfur á að hraðar drægi úr vexti efnahagssumsvifa en áður var talið sem gæti að mati nefndarmanna vegið á móti verri verðbólguhorfum. Helsti óvissuþátturinn væri sem fyrr komandi kjaraviðræður og þótt spá bankans gerði þegar ráð fyrir ríflegum launahækkunum er ekki útilokað að samið yrði um enn meiri hækkanir eða að launaskrið yrði meira en gert er ráð fyrir. Einnig var bent á að hætta væri á að mögulegt útspil ríkisstjórnarinnar í tengslum við kjarasamninga yrði ekki fjármagnað að fullu og gæti þannig haft í för með sér að það slaknaði á aðhaldi ríkisfjármála.

Nefndin lagði áherslu á að aukin verðbólga og hærri verðbólguvæntingar síðustu mánuði hefðu lækkað raunvexti bankans umfram það sem æskilegt væri í ljósi núverandi efnahagsástands og -horfa. Bent var á að þar sem ein meginbreytingin frá októberfundi nefndarinnar væri sú að verðbólguhorfur hefðu versnað töluvert yrði ekki lengur beðið með að herða taumhaldið. Samkvæmt áhættumati spárinnar væru jafnframt meiri líkur á að verðbólgu væri vanspáð á fyrri hluta spátímans en að henni væri ofspáð. Hækkun verðbólguvæntinga að undanfögnu gæti einnig bent til þess að kjölfesta þeirra við markmið hefði veikst. Allir nefndarmenn voru því þeirrar skoðunar að nauðsynlegt væri að hækka vexti bankans nú og rætt var um hvort hækka ætti þá um 0,25 prósentur eða 0,5 prósentur.

Helstu rökin fyrir því að hækka vexti um 0,25 prósentur voru þau að töluvert óvissa væri um hversu hratt drægi úr hagvexti og hvernig gengi krónunnar myndi bregðast við hækkun vaxta og lækkun hlutfalls sérstakrar bindiskyldu. Forsendur gætu verið til staðar fyrir heldur lægri raunvöxtum en ella, eftir því hvernig þessir þættir ásamt öðrum myndu þróast, þótt það væri ekki í þeim mæli sem hefði nú þegar raungerst. Því væri varlegra að taka minna skref nú. Framhaldið myndi síðan ráðast af framvindunni. Helstu rökin fyrir því að hækka vexti um 0,5 prósentur voru hins vegar þau að verðbólguhorfur hefðu versnað töluvert og verðbólguvæntingar hækkað það mikið að 0,25 prósentna hækkun vaxta dygði ekki til, enda yrði taumhald peningastefnunnar áfram minna en það var á októberfundi nefndarinnar þrátt fyrir þessa vaxtahækkun. Þá væru raunvextir bankans afar lágir þegar haft er í huga að spenna er enn í þjóðarbúskapnum.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu hækkaðir um 0,25 prósentur sem myndi hafa í för með sér að meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum, yrðu 4,5%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 4,25%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 5,25% og daglánavextir 6,25%. Fjórir nefndarmenn greiddu atkvæði með tillögu seðlabankastjóra. Einn nefndarmaður greiddi atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra og vildi hækka vexti um 0,5 prósentur.

Að mati nefndarmanna myndi peningastefnan á næstunni ráðast af samspili minni spennu í þjóðarbúskapnum, launaákvarðana og þróunar verðbólgu og verðbólguvæntinga.

Nefndin ítrekaði 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. Aðrar ákvarðanir, einkum á vinnumarkaði og í ríkisfjármálum, hefðu þá áhrif á hversu mikill fórnarkostnaður yrði í lægra atvinnustigi.

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 12. desember 2018.