



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Desember 2019 (89. fundur)

Birt: 25. desember 2019

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. Þar koma einnig fram upplýsingar um atkvæði einstakra nefndarmanna.

Hér birtist fundargerð fundar peningastefnunefndarinnar 9. og 10. desember 2019, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 11. 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 6. nóvember.

### Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í nóvember hækkaði gengi krónunnar um 2% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili hækkaði það um 2,4% gagnvart evru, um 1,9% gagnvart Bandaríkjadal en lækkaði um 0,2% gagnvart bresku pundi.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans hafði lítið breyst frá því rétt eftir birtingu vaxtaákvörðunar nefndarinnar í nóvember. Raunvextir bankans voru 0,5% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs og höfðu hækkað um 0,1 prósentu milli funda. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 0,3% og höfðu einnig hækkað um 0,1 prósentu milli funda.

Vextir á millibankamarkaði með krónur lækkuðu í takt við vaxtalækkun Seðlabankans í nóvember en engin velta var á markaðnum milli funda. Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði hins vegar hækkað um 0,3 prósentur frá nóvemberfundi nefndarinnar og krafa lengri verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa hafði einnig hækkað um 0,3 prósentur. Meðalvextir

óverðtryggðra húsnæðislána höfðu lækkað lítillega milli funda en meðalvextir verðtryggðra húsnæðislána lítið breyst.

Vaxtamunur gagnvart útlöndum miðað við þriggja mánaða millibankavexti hafði minnkað um 0,2 prósentur á milli funda og mældist 4,1 prósentu gagnvart evrusvæðinu og 1,8 prósentur gagnvart Bandaríkjunum. Mismunur langtímavaxta jókst um 0,3 prósentur gagnvart Þýskalandi og var 4,1 prósentu og jókst um 0,4 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og var 2 prósentur. Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs hækkuðu lítillega á milli funda nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var 0,8% og vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldbréfum var 0,5-0,6 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu þess allar að peningastefnunefnd héldi vöxtum óbreyttum. Vísuðu þær til þess að yfirlýsing peningastefnunefndar í nóvember hafi gefið til kynna að þáverandi vaxtastig ætti að duga til að tryggja verðstöðugleika til meðallangs tíma og að raunvextir bankans hefðu lítið breyst síðan, auk þess sem nýbirtir þjóðhagsreikningar hefðu í meginatriðum verið í takt við síðustu spá Seðlabankans.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var um 3% í október sé leiðrétt fyrir innlánum fallinna fjármálafyrirtækja sem er minni vöxtur en undanfarið ár. Hægt hefur á vexti útlána að undanfögnu en áætla má að útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila hafi stækkað um 5% milli ára í október sé leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda. Á sama tíma jukust útlán til heimila um tæplega 7% milli ára og útlán til atvinnufyrirtækja um 1½% sem er nokkru minni vöxtur en undanfarin misseri.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI10, hækkaði um 4,3% milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 558 ma.kr. á fyrstu ellefu mánuðum ársins sem er tæplega 22% meiri velta 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 2,9% hagvexti í heiminum bæði á þessu ári og því næsta. Það er svipað og stofnunin spáði í september en 0,3 og 0,5 prósentum minni vöxtur en hún gerði ráð fyrir í maí. Gangi spáin eftir yrði þetta minnsti heimshagvöxtur síðan í fjármálakreppunni. Minni hagvöxt í heiminum má bæði rekja til verri horfa í þróuðum ríkjum og nýmarkaðsríkjum en hægt hefur á hagvexti í nær öllum hagkerfum heimsins á þessu ári. OECD telur áfram meiri líkur á að heimshagvexti sé ofspáð fremur en vanspáð. Hagvöxtur gæti orðið minni m.a. ef alþjóðlegar viðskiptadeilur magnast enn frekar og ef Bretland gengur úr Evrópusambandinu án útgöngusamkomulags eða ef samningar nást ekki um framtíðarfyrirkomulag viðskipta þeirra á milli innan tímarammans sem tiltekinn er í útgöngusamkomulaginu. Heimshagkerfið gæti einnig vaxið hægar ef hagvöxtur í Kína minnkar meira og hraðar en gert er ráð fyrir í grunnspá OECD.

Halli á vöruviðskiptum Íslands nam 3,1 ma.kr. í nóvember samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands en á sama tíma í fyrra var 18,2 ma.kr. halli á föstu gengi. Hallinn var 96 ma.kr. á fyrstu ellefu mánuðum þessa árs en var 176 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Minni halli nú skýrist að hluta af útflutningi á flugvélum í byrjun þessa árs en einnig hefur verðmæti innflutnings dregist saman um 10,4% það sem af er ári. Samdráttur innflutningsverðmætis án skipa og flugvéla jókst í nóvember. Hefur það dregist saman um 13,5% undanfarna þrjá mánuði miðað við sama tíma í fyrra. Munar mest um minna innflutningsverðmæti hrá- og rekstrarvöru auk eldsneytis og smurolíu en einnig dróst verðmæti fjárfestingarvöru saman. Verðmæti útflutnings stóð í stað milli ára á fyrstu níu mánuðum ársins. Án skipa og flugvéla dróst útflutningsverðmæti

saman um 4% milli ára, einkum á iðnaðarvörum, en útflutningsverðmæti sjávarafurða jókst um 2% á milli ára og landbúnaðarvara um 41%, einkum vegna fiskeldisafurða.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð lækkaði álverð um rúmlega 3,5% milli funda peningastefnunefndar og var rúmlega 10% lægra en í desember í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hafi hækkað um 6,7% milli ára á fyrstu tíu mánuðum ársins. Heimsmarkaðsverð á olíu hækkaði um 2% frá nóvemberfundi peningastefnunefndar og var rúmlega 64 Bandaríkjadalir á tunnu á desemberfundinum. Olíuverð var einnig rúmlega 7% hærra á desemberfundinum en á sama tíma í fyrra.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 0,3% milli mánaða í nóvember og var þá 9,5% yfir meðaltali síðasta aldarfjórðungs en 14,4% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu 11 mánuðum ársins var raungengi á þennan mælikvarða 7,5% lægra en á sama tímabili í fyrra og má rekja lækkunina til 8,7% lækkunar nafngengis krónu en verðbólga hér á landi var 1,5 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofan birti í lok nóvember dróst landsframleiðslan saman um 0,1% milli ára á þriðja ársfjórðungi. Þjóðarútgjöld jukust um 3,2% en auk 2,5% aukningar neyslu og fjárfestingar var umtalsverð aukning í birgðabreytingum á fjórðungnum. Á móti vó að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var neikvætt um sem nemur 3,2 prósentum. Bæði út- og innflutningur drógust saman milli ára á tímabilinu en samdráttur útflutnings var nokkru meiri. Hagvöxtur var 0,2% á fyrstu þremur fjórðungum ársins. Neysla og fjárfesting minnkuðu um 0,4% milli ára á tímabilinu en vegna mikils samdráttar í birgðabreytingum á fyrri hluta ársins var samdráttur þjóðarútgjalda meiri eða 0,9%. Þrátt fyrir neikvætt framlag á þriðja ársfjórðungi var framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar jákvætt á fyrstu þremur fjórðungum ársins um sem nemur 1 prósentu.

Hagvöxtur á fyrstu þremur fjórðungum ársins var 0,3 prósentum meiri en spáð var í nóvemberhefti *Peningamála*. Töluverður vöxtur íbúðafjárfestingar það sem af er ári hefur komið á óvart en líklegt er að hann endurspegli tafir í skráningu nýbygginga frekar en svo mikinn vöxt í byggingastarfsemi. Þá var vöxtur einkaneyslu meiri og framlag birgðabreytinga hagstæðara en spáð var en á móti vó að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar var minna en búist var við. Stærsta hluta fráviksins í spánni um framlag utanríkisviðskipta má þó rekja til þess að hluti þjónustuútflutnings tengdur útflutningstekjum af hugverkum, sem búist var við að félli til á þriðja ársfjórðungi, mun koma fram á fjórða fjórðungi.

Viðskiptajöfnuður var jákvæður um 63 ma.kr. á þriðja ársfjórðungi. Það er minni afgangur en á sama fjórðungi í fyrra þegar hann var 74 ma.kr. Minni afgangur nú skýrist af minni afgangi af þjónustuviðskiptum en jöfnuður frumpáttatekna var meiri. Þrátt fyrir það mælist viðskiptaafgangurinn það sem af er ári 5,5% af landsframleiðslu sem er meiri afgangur en undanfarin tvö ár en lítilliga minni afgangur en að meðaltali frá fjármálakreppu. Hagstæðari vöruskipti og meiri afgangur á jöfnuði frumpáttatekna vega upp á móti minni afgangi á þjónustujöfnuði það sem af er ári.

Helstu vísbendingar um einkaneyslu í upphafi fjórða ársfjórðungs þróuðust með áþekkingu hætti og á undanförunum mánuðum. Greiðslukortavelta jókst hóflega og nýskráningar bifreiða drógust áfram saman þótt heldur drægi úr samdrættinum. Væntingavísitala Gallup mældist 95,7 stig í

nóvember sem var 8,8 stigum hærra en í mánuðinum á undan og hefur vísitalan hækkað um tæp 20 stig milli ára.

Fjárlög ársins 2020 voru samþykkt með halla upp á sem nemur 0,3% af landsframleiðslu en spá *Peningamála* gerir ráð fyrir að afkoman verði í jafnvægi á sama tíma. Niðurstaða fjárlaga er 0,5 prósentum innan þeirra marka sem fjármálastefnan 2018-2022 setur.

Samkvæmt niðurstöðum vetrarkönnunar Gallup sem framkvæmd var í desember meðal 400 stærstu fyrirtækja landsins voru viðhorf fyrirtækja til núverandi efnahagsaðstæðna betri en bæði í haustkönnuninni og vetrarkönnuninni fyrir ári. Stjórnendur eru þó töluvert jákvæðari um horfurnar á næstu sex mánuðum en bæði sl. haust og veturinn 2018. Tæp 55% stjórnenda töldu núverandi aðstæður hvorki góðar né slæmar og um 31% taldi þær góðar. Horft til næstu sex mánaða töldu tæp 28% að aðstæður í efnahagslífinu batni og um 46% að þær verði hvorki betri né verri. Rúmlega fimmtungur fyrirtækja taldi að aðstæður verði verri eftir sex mánuði eða nokkru færri en í haust. Stjórnendur eru þó lítils háttar svartsýnni um þróun innlendrar eftirspurnar en í haustkönnuninni, einkum stjórnendur í byggingastarfsemi og samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu. Væntingar um erlenda eftirspurn bötundu lítillega frá því í haust, einkum meðal stjórnenda í fjármálaþjónustu og verslun.

Samkvæmt árstíðarleiðréttum niðurstöðum vetrarkönnunarinnar var munur á hlutfalli fyrirtækja sem vildu fjölga starfsfólki og þeirra sem vildu fækka því neikvæður um 11 prósentur. Stjórnendur voru því heldur svartsýnni en þeir voru í haustkönnuninni þegar munurinn var neikvæður um 7 prósentur. Horfurnar voru verstar í byggingastarfsemi þar sem útlit er fyrir töluverða fækkun starfa og þá gætti talsverðrar svartsýni á ný í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu þar sem horfurnar eru áþekkar og í byggingastarfsemi. Aðeins er útlit fyrir fjölgun starfsfólks í ýmissi sérhæfðri þjónustu þar sem munurinn var jákvæður um 18 prósentur.

Sé leiðrétt fyrir árstíð töldu um 16% stjórnenda vera skort á starfsfólki sem er svipað hlutfall og í síðustu könnun. Skorturinn var áfram mestur í ýmissi sérhæfðri þjónustu þar sem 28% stjórnenda töldu sig búa við skort. Hins vegar var enginn skortur á starfsfólki í byggingastarfsemi og í fjármála- og tryggingastarfsemi. Þá var skorturinn við eða undir langtímameðaltali í öllum atvinnugreinum.

Hlutfall stjórnenda sem töldu fyrirtæki sitt eiga í vandræðum með að mæta óvæntri eftirspurn lækkaði lítillega milli kannana og var 36%. Nærri helmingur stjórnenda í sjávarútvegi og rúmlega tveir af hverjum fimm stjórnendum í ýmissi sérhæfðri þjónustu töldu fyrirtæki sitt í vanda með að mæta óvæntri eftirspurn. Í samgöngum, flutningum og ferðaþjónustu, byggingastarfsemi og fjármála- og tryggingastarfsemi var áraun á framleiðslupætti minnst þar sem hlutfallið var á bilinu 20-25%.

Launavísitalan hækkaði um 0,4% milli mánaða í október og um 4,2% milli ára. Raunlaun voru 1,3% hærra í mánuðinum en á sama tíma í fyrra.

Húsnæðisverðisvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok nóvember, hækkaði um 1% milli mánaða sé litið framhjá árstíðarsveiflu en um 4,8% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,8% milli mánaða í október að teknu tilliti til árstíðar en um 3,6% milli ára. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 4,6% á fyrstu tíu mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en kaupsamningum um nýbyggingar fjölgaði um 5,2% á sama tímabili.

Vísitala neysliverðs hækkaði um 0,13% milli mánaða í nóvember. Ársverðbólga mældist 2,7% og hjaðnaði frá síðasta fundi peningastefnufundar. Vísitala neysliverðs án húsnæðis hafði hækkað um 2,4% frá nóvember í fyrra. Undirliggjandi verðbólga var 3,1% miðað við miðgildi

ólíkra mælikvarða og hjaðnaði milli mánaða. Lækkun flugfargjalda til útlanda hafði mest áhrif á þróun vísitölu neysluverðs í nóvember. Annan mánuðinn í röð hækkaði kostnaður vegna eigin húsnæðis nokkuð sem mátti einkum rekja til hækkunar húsnæðisverðs á landsbyggðinni.

Vaxtaþátturinn í reiknaðri húsaleigu hefur dregið úr verðbólgu að undanfögnu vegna lægri raunvaxtakostnaðar húsnæðislána í kjölfar lækkunar meginvaxta Seðlabankans. Ætla má að vegna þessa hafi ársverðbólga mælst um 0,3 prósentum minni en ella.

Samkvæmt vetrarkönnunum Gallup voru verðbólguvæntingar heimila og fyrirtækja til eins árs óbreyttar milli kannana í 2,5-3%. Væntingar heimila um verðbólgu til tveggja ára lækkuðu hins vegar og námu 3%. Langtímaverðbólguvæntingar fyrirtækja lækkuðu einnig lítillega og mældust 2,9%. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára var um 2,5% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði hækkað lítillega frá nóvemberfundinum. Álagið til tíu ára hefur verið að meðaltali 2,5% það sem af er fjórða ársfjórðungi sem er 1,6 prósentum lægra en á sama tíma í fyrra.

## II Vaxtaákvörðunin

Nefndin fjallaði um drög að breytingum á reglum um bindiskyldu og nýjum reglum um viðskipti í framhaldi af því að tillögur um afmörkun viðskipta við Seðlabanka Íslands og breytingar á reglum í því sambandi voru samþykktar á októberfundi nefndarinnar. Í kjölfar umræðu um drögin voru þau samþykkt af nefndinni.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu lítið breyst frá nóvemberfundi nefndarinnar. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í nóvember hafði nefndin ákveðið að lækka vexti þar sem hagvaxtarhorfur höfðu heldur versnað og horfur voru á að verðbólga hjaðnaði hraðar en áður var spáð. Verðbólguvæntingar höfðu þá jafnframt haldið áfram að lækka og raunvextir bankans því hækkað lítillega.

Nefndin fjallaði um nýlega birta þjóðhagsreikninga en samkvæmt þeim var hagvöxtur 0,2% á fyrstu níu mánuðum ársins. Nefndarmenn tóku mið af því að þetta væri aðeins meiri vöxtur en Seðlabankinn gerði ráð fyrir í nóvember en voru sammála um að í meginatriðum hefði efnahagsþróunin það sem af er ári verið í samræmi við nóvemberspá bankans. Fram kom í umræðunni að hægt hefði á fækkun erlendra ferðamanna og væri þróunin undanfarið hagstæðari en búist hefði verið við.

Nefndarmenn ræddu verðbólguþróunina en verðbólga mældist 2,7% í nóvember og hafði, eins og undirliggjandi verðbólga, hjaðnað milli mánaða. Nefndin horfði til þess að verðbólguhorfur hefðu lítið breyst frá síðasta fundi nefndarinnar og verðbólguvæntingar væru við markmið miðað við flesta mælikvarða. Taumhald peningastefnunnar hefði því lítið breyst milli funda.

Nefndin ræddi hvernig vaxtalækkanir bankans frá því í vor hefðu miðlast út í vaxtakjör heimila og fyrirtækja en vextir bankans hafa verið lækkaðir um 1,5 prósentur og ættu áhrif þess á þjóðarþúið enn eftir að koma fram að fullu. Horft var til þess að vaxtakjör heimila hefðu lækkað í kjölfar lækkunar meginvaxta bankans og útlánvöxtur til heimila væri enn nokkur. Hins vegar kom fram í umræðunni að munur á vaxtakjörum nýrra útlána viðskiptabanka til fyrirtækja og meginvaxta hefði aukist að undanfögnu og að áfram hægði á hreinum nýjum útlánnum til fyrirtækja. Nefndin taldi þó viðbúið að hægði á vexti útlána til fyrirtækja í ljósi mikils vaxtar undanfarin ár og ef til vill væri vænt arðsemi af verkefnum fyrirtækja minni nú en áður í ljósi minnkandi eftirspurnar. Auk þess hefðu ýmsir þættir í rekstri fjármálastofnana áhrif á aðgengi að lánsfé þ.á m. endurmat þeirra á verðlagningu og áhættu útlána í kjölfar breytinga í

rekstrarumhverfi þeirra að undanfögnu. Nefndin var sammála um að rétt væri að fylgjast með þessari þróun á næstunni og þeim áhrifum sem hún gæti haft á mótun peningastefnunnar.

Nefndin taldi rétt að staldra við að þessu sinni og sjá hver áhrifin yrðu af þeim aðgerðum sem þegar hefði verið gripið til. Slakinn í þjóðarbúinu væri tiltölulega lítill samkvæmt grunnspá bankans í nóvember þótt hægt hafi mikið á hagvexti. Einnig þyrfti minni slökun peningastefnunnar en ella í ljósi slökunar á aðhaldi ríkisfjármála, auk þess sem vextir væru töluvert undir mati á hlutlausum raunvöxtum. Þótt undirliggjandi verðbólga hefði hjaðnað í nóvember væri hún enn nokkru yfir verðbólguþakmiðinu.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánnum, yrðu 3%, innlámsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 2,75%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 3,75% og daglánavextir 4,75%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

Að mati nefndarmanna myndi peningastefnan á næstunni ráðast af samspili þróunar efnahagssumsvifa annars vegar og verðbólgu og verðbólguvæntinga hins vegar.

Eftirfarandi nefndarmenn sátu fundinn:

Ásgeir Jónsson, 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 5. febrúar 2020.