



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands

Maí 2019 (84. fundur)

Birt: 5. júní 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 lögin 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 20. og 21. maí 2019, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 22. maí 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 20. mars 2019 eins og þær birtust í nýrri spá og óvissumati í *Peningamálum* 2019/2 hinn 22. maí.

### Fjármálamarkaðir

Frá fundi peningastefnunefndar í mars lækkaði gengi krónunnar um 3,5% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 3,7% gagnvart evru, 5,5% gagnvart Bandaríkjadal og um 1,1% gagnvart bresku pundi. Á milli funda seldi Seðlabankinn gjaldeyri fyrir 15 m. evra (2,1 ma.kr.). Hlutur Seðlabankans nam rúmlega 5% af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans var lítið breytt frá marsfundi nefndarinnar miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar til eins árs. Á þennan mælikvarða voru raunvextir bankans 1%. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 1,2% og höfðu lækkað um 0,3 prósentur milli funda.

Vextir á millibankamarkaði með krónur höfðu lækkað lítillega á milli funda en velta á markaðnum nam 34 ma.kr. á tímabilinu.

Ávöxtunarkrafa lengri óverðtryggðra ríkisbréfa hafði lækkað um 0,6 prósentur frá marsfundi nefndarinnar og krafa lengri verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa lækkað um 0,3 prósentur. Óverðtryggðir meðalvextir húsnæðislána og sjóðfélagalána lífeyrissjóða höfðu lækkað lítillega frá marsfundi nefndarinnar. Á sama tímabili höfðu fastir meðalvextir verðtryggðra íbúðalána og breytilegir meðalvextir verðtryggðra sjóðfélagalána einnig lækkað lítillega.

Miðað við þriggja mánaða millibankavexti hafði vaxtamunur minnkað lítillega gagnvart evrusvæðinu á milli funda og mældist 5,2 prósentur en hafði lítið breyst gagnvart Bandaríkjunum og var 2,4 prósentur. Langtímavaxtamunur gagnvart Þýskalandi hafði minnkað um 0,5 prósentur milli funda og var 4,3 prósentur og hafði minnkað um 0,5 prósentur gagnvart Bandaríkjunum og var 1,8 prósentur.

Mælikvarðar á áhættuálag erlendra skuldbindinga ríkissjóðs höfðu lítið breyst frá marsfundi nefndarinnar. Skuldatryggingarálag á fimm ára skuldbindingar ríkissjóðs í Bandaríkjadöllum var nánast óbreytt eða tæplega 0,8% en vaxtamunur á evruútgáfu ríkissjóðs gagnvart þýskum ríkisskuldaþréfum jókst lítillega og var 0,5-0,7 prósentur.

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar lækkunar vaxta, ýmist um 0,25 eða 0,5 prósentur. Vísuðu þær til þess að verðbólguhorfur hefðu batnað, meðal annars vegna þess að útlit væri fyrir að spennan í þjóðarbúskapnum myndi minnka hratt á þessu ári, niðurstöður kjarasamninga hefðu samrýmst verðbólguþáttum bankans betur en búist var við og gengi krónunnar hefði verið stöðugt að undanfögnu.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd í byrjun maí sl. bjuggust þeir við því að meginvextir Seðlabankans yrðu lækkaðir um 0,5 prósentur í 4% á öðrum ársfjórðungi þessa árs og um 0,25 prósentur til viðbótar á fyrri hluta næsta árs og yrðu því 3,75% eftir bæði eitt og tvö ár. Þetta er töluverð breyting frá janúarkönnuninni þegar þeir gerðu ráð fyrir vaxtahækkun á þessu ári. Í könnuninni taldi enginn svarenda taumhald peningastefnunnar vera of laust um þessar mundir en 24% svarenda töldu það of laust í síðustu könnun. Um 24% svarenda töldu taumhaldið hæfilegt nú samanborið við 57% í síðustu könnun bankans. Hlutfall þeirra sem töldu taumhaldið of þétt eða allt of þétt var um 76% og hækkaði úr 19% í janúarkönnuninni.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var um 8% á fyrsta fjórðungi ársins sé leiðrétt fyrir innlánum fallinna fjármálafyrirtækja sem er heldur minni vöxtur en var undir lok síðasta árs. Vöxturinn helgast sem fyrr að stærstum hluta af meiri innlánum heimila en hlutdeild atvinnufyrirtækja í vextinum hefur einnig aukist áfram. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda má áætla að útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila hafi stækkað um 10% að nafnvirði á fyrsta fjórðungi ársins frá sama tíma fyrir ári. Á sama tíma jukust útlán til heimila um 8½% milli ára og útlán til atvinnufyrirtækja um 12% en sé tekið tillit til gengisbreytinga var vöxturinn um 9½%.

Úrvalsvisitala Kauphallarinnar, OMXI8, hækkaði um 12% milli funda nefndarinnar. Velta á aðalmarkaði nam 213 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins sem er tæplega 14% meiri velta miðað við árið á undan.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var í apríl sl. hafa horfur í heimsbúskapnum versnað enn frekar frá síðustu spám sjóðsins. Gert er ráð fyrir að heimshagvöxtur verði 3,3% í

ár sem er 0,2 prósentum minni vöxtur en sjóðurinn spáði í janúar sl. og 0,4 prósentum minni en hann gerði ráð fyrir í október. Minni hagvöxt í heiminum má að mestu rekja til verri horfa í þróuðum ríkjum, einkum á evrusvæðinu, en einnig í hluta þróunar- og nýmarkaðsríkja. Spáð er 1,7% hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands sem er 0,3 prósentum minna en í október. Sjóðurinn spáir að heimshagvöxtur aukist á ný á næsta ári og verði 3,6% sem er 0,1 prósentu minna en í októberspánni. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn telur áfram meiri líkur á að hagvexti sé ofspáð en vanspáð einkum vegna hættu á að alþjóðlegar viðskiptadeilur magnist enn frekar. Gerir hann ráð fyrir að alþjóðaviðskipti aukist um 3,4% í ár í stað 4% eins og áður hafði verið spáð. Spáð er að verðbólga meðal helstu viðskiptalanda Íslands verði 1,6% í ár en í október var gert ráð fyrir 1,9% verðbólgu.

Afgangur á vöruviðskiptum Íslands nam tæplega 1 ma.kr. á fyrsta fjórðungi ársins (á föstu gengi) en á sama tíma í fyrra var 33,4 ma.kr. halli. Viðsnúningurinn milli ára skýrist að stærstum hluta af auknum útflutningi á flugvélum og einnig á skipum. Þá dróst innflutningur á flugvélum jafnframt saman milli ára. Án skipa og flugvéla var hátt í 22 ma.kr. halli á vöruskiptum á fyrsta fjórðungi ársins samanborið við rúmlega 25 ma.kr. halla á sama tíma í fyrra (á föstu gengi). Minni halli nú skýrist af samdrætti í verðmæti innflutnings, einkum á eldsneyti og smurolíum og á fólksbílum. Þá dróst útflutningur án skipa og flugvéla einnig lítillega saman. Munar þar mest um samdrátt á útflutningsverðmæti iðnaðarvara, að miklu leyti á áli sakir tímabundinnar framleiðsluskerðingar hjá innlendu álveri.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð lækkaði álverð um 7,4% milli funda peningastefnunefndar og var 22,5% lægra en á sama tíma í fyrra. Bráðabirgðatölur Hagstofunnar benda til þess að verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum hafi hækkað um 6,8% milli ára á fyrsta ársfjórðungi. Heimsmarkaðsverð á olíu hækkaði um tæplega 7% milli funda peningastefnunefndar og var um 72 Bandaríkjadalir á tunnu rétt fyrir fund nefndarinnar. Þrátt fyrir ríflega þriðjungs hækkun frá áramótum var olíuverð tæplega 9% lægra en á sama tíma í fyrra og rúmlega 16% lægra en það fór hvað hæst í byrjun október sl.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag lækkaði um 0,3% milli mánaða í apríl og var þá 10% yfir 25 ára sögulegu meðaltali en um 14% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu fjórum mánuðum ársins var raungengi á þennan mælikvarða 9,4% lægra en á sama tímabili í fyrra og má rekja lækkunina til 10,5% lækkunar nafngengis krónu og 1,3 prósentum meiri verðbólgu hér á landi en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofu Íslands fjölgaði heildarvinnustundum um 1,8% á fyrsta fjórðungi ársins sem er 0,7 prósentum hægari fjölgun en á síðasta fjórðungi í fyrra og tæplega 1 prósentu hægari en að meðaltali undanfarin sex ár. Fjölgun heildarvinnustunda stafaði af 2,6% fjölgun starfandi fólks en á móti vó tæplega 1% styttri meðalvinnuvika. Litlar breytingar voru á atvinnuþátttöku og hlutfalli starfandi milli ára á fyrsta fjórðungi ársins. Skýrari merki um hægari fjölgun starfa má sjá í gögnum úr staðgreiðsluskrá. Samkvæmt henni hefur dregið úr fjölgun starfsfólks milli ára nær samfelld frá miðju ári 2017 og virðist sú þróun hafa haldið áfram á fyrsta ársfjórðungi.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 3% á fyrsta fjórðungi ársins og jókst um 0,4 prósentur milli fjórðunga en var lítillega meira en fyrir ári. Á sama tíma var árstíðarleiðrétt skráð atvinnuleysi 2,8% og hafði það aukist lítillega milli fjórðunga en um 0,7 prósentur frá sama fjórðungi í fyrra. Það jókst svo enn frekar í apríl sl. þegar áhrif af gjaldþroti WOW Air komu fram af meiri þunga og mældist 3,5%.

Tölur um búferlaflutninga á fyrsta fjórðungi ársins sýna að erlendu vinnuafli fjölgar enn en ekki jafn mikið og undanfarið ár. Íbúum landsins fjölgaði um 1,8% milli ára á fjórðungnum vegna búferlaflutninga erlendra ríkisborgara en hafði með sama hætti fjölgað um 2,5% á fyrsta fjórðungi í fyrra. Þá hafði starfsfólki starfsmannaleigna og erlendra þjónustufyrirtækja og útgáfu nýrra tímabundinna atvinnuleyfa fækkað milli ára á fyrstu fjórum mánuðum ársins.

Launavísitalan hækkaði um 0,5% milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins og um 5,7% milli ára. Raunlaun voru 2,5% hærri á fjórðungnum en á sama tíma árið 2018.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á fyrsta ársfjórðungi benda til þess að dregið hafi úr vexti hennar frá því sem var á seinni hluta síðasta árs. Nýskráningar bifreiða drógust saman og það dró úr vexti greiðslukortaveltu á fjórðungnum. Í upphafi annars ársfjórðungs benda þær vísbendingar sem fyrir liggja til þess að þróunin á fyrsta fjórðungi haldi áfram.

Væntingavísitala Gallup mældist 96,9 stig í apríl og hækkaði um rúm 5 stig milli mánaða en milli ára lækkaði hún um 19½ stig. Nokkrar breytingar voru í undirliðum vísitölunnar, væntingar til næstu sex mánaða bötundu umtalsvert en mat á núverandi ástandi versnaði.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok apríl, lækkaði um 0,1% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en hækkaði um 4,6% milli ára. Vísitala íbúðaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, hækkaði um 0,1% milli mánaða í mars þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu en um 4,3% milli ára. Ársþækkun fasteignaverðs hefur því verið frekar stöðug í kringum 5% síðan í apríl 2018. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 1,4% á fyrstu þremur mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra en fjöldi kaupsamninga með nýbyggingar dróst þó saman um 16,9% á sama tímabili.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,52% milli mánaða í mars og mældist verðbólga 2,9%. Hún jókst hins vegar á ný í apríl þegar vísitalan hækkaði um 0,37% frá fyrri mánuði og mældist 3,3%. Ársverðbólga hafði því aukist um 0,3 prósentur frá marsfundi peningastefnunefndar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hækkað um 2,8% frá apríl í fyrra en ársverðbólga samkvæmt samræmdu neysluverðsvísitölunni var 3,2%. Undirliggjandi verðbólga var 3,2% í apríl miðað við miðgildi ólíkra mælikvarða og jókst lítillega milli funda.

Hækkun flugfargjalda og bensíns hafði mest áhrif á þróun vísitölunnar í apríl. Hækkun flugfargjalda var meiri en að jafnaði á þessum árstíma og átti gjaldþrot flugfélagsins WOW Air þátt í því en flugfargjöld hækka þó jafnan í kringum páska. Dregið hefur úr áhrifum gengislækkunar krónunnar á innflutningsverð að undanförunu og hefur verð innfluttrar vöru í vísitölu neysluverðs hækkað um 3,3% sl. tólf mánuði.

Samkvæmt könnun Seðlabankans sem gerð var í byrjun maí lækkuðu skammtímaverðbólguvæntingar markaðsaðila milli kannana og bjuggust þeir við því að verðbólga verði 3% eftir eitt ár og 2,8% eftir tvö ár. Þeir væntu jafnframt að verðbólga verði að meðaltali 2,8% á næstu fimm árum og 2,7% á næstu tíu árum og lækkuðu tíu ára væntingar lítillega milli kannana en fimm ára væntingar voru óbreyttar. Langtímaverðbólguvæntingar þeirra voru svipaðar og þær voru fyrir ári. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur einnig lækkað undanfarna mánuði. Álagið til tíu ára var tæplega 3% rétt fyrir fund nefndarinnar og hafði lækkað um 0,4 prósentur frá marsfundinum. Það var jafnframt 0,4 prósentum lægra en það var fyrir ári.

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 22. maí 2019 hafa verðbólguhorfur á spátímanum batnað frá febrúarspá bankans. Verðbólga jókst nokkuð í kjölfar lækkunar á gengi krónunnar sl. haust og náði hámarki í 3,7% í desember. Hún minnkaði í 3,1% á fyrsta fjórðungi þessa árs en jókst á ný í 3,3% í apríl. Verðbólguvæntingar hafa einnig lækkað eftir að hafa

hækkað í fyrra. Talið er að verðbólga eigi eftir að aukast lítillega fram á mitt ár en þó minna en gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Talið er að hún verði komin í verðbólgu markmiðið um mitt næsta ár og fari tímabundið niður fyrir það seint á næsta ári. Breyttar verðbólguhorfur má fyrst og fremst rekja til hins mikla viðsnúnings í þjóðarbúinu en á móti vegur meiri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu og innflutningsverðs.

Eftir lækkun sl. haust hefur gengi krónunnar verið tiltölulega stöðugt það sem af er ári. Gert er ráð fyrir að gengið haldist svipað og það er nú út spátímenn og gangi það eftir verður viðskiptavegið meðalgengi krónunnar líðlega 2% lægra á næstu tveimur árum en spáð var í febrúar. Horfur um lægra gengi krónunnar endurspeglar m.a. lakari hagvaxtarhorfur og því er vænst lægri innlendra vaxta en áður eins og sjá má í könnun meðal markaðsaðila og út frá framvirkum vöxtum.

Meðalhagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands var 2,1% í fyrra og hafa horfur fyrir þetta ár versnað frá febrúarspá *Peningamála*. Nú er talið að hagvöxtur í helstu viðskiptalöndum verði að meðaltali 1,7% í ár en í febrúar var gert ráð fyrir að hann yrði 1,9% og í nóvemberspá bankans var spáð 2,2% vexti.

Eftir nánast samfelldan bata viðskiptakjara frá miðju ári 2014 tóku þau að rýrna um mitt ár 2017. Viðskiptakjör rýrnuðu um 3,9% í fyrra sem má að mestu rekja til hækkunar olíuverðs og verðs á súráli þótt á móti vegi ágæt hækkun á verði helstu útflutningsafurða. Eins og í febrúarspá bankans er gert ráð fyrir um ½% bata viðskiptakjara að meðaltali í ár og á næstu tveimur árum. Fara þar saman áframhaldandi verðhækkun helstu útflutningsafurða og verðlækkun á olíu og súráli. Gangi spáin eftir verða viðskiptakjör um 1½% lakari í lok spátímans en búist var við í febrúar.

Horfur eru á miklum viðsnúningi í útflutningi í ár frá því sem verið hefur á síðustu árum. Það má að mestu leyti rekja til mikils samdráttar í útfluttri ferðaþjónustu en snemma á þessu ári var ljóst að ferðamenn yrðu færri í ár en í fyrra. Endanlegt fall WOW Air veldur því að þeim fækkar enn frekar og er nú gert ráð fyrir um 10½% fækkun milli ára og að þjónustuútflutningur dragist saman um tæplega 9%. Horfur um vöruútflutning hafa einnig versnað og vega þar þyngst loðnubrestur og almennt verri horfur um útflutning sjávarafurða. Útlit er því fyrir tæplega 4% samdrátt útflutnings vöru og þjónustu í ár en í febrúar var spáð nánast óbreyttu útflutningsmagni frá fyrra ári. Gert er ráð fyrir að ferðamönnum taki að fjölga á ný á næsta ári en ágætur vöxtur í þjónustuútflutningi er meginástæða þess að útflutningur í heild eykst um 2½% milli ára að meðaltali á næstu tveimur árum.

Talið er að hagvöxtur hafi minnkað á fyrsta fjórðungi þessa árs og landsframleiðslan dregist saman um ríflega 1% milli ára á öðrum ársfjórðungi. Þetta er veruleg breyting frá febrúarspá bankans sem má rekja til þeirra ytri áfalla sem þjóðarbúið hefur orðið fyrir undanfarið og lýst er hér að framan. Talið er að 0,4% samdráttur verði á árinu öllu og yrði það í fyrsta sinn síðan árið 2010 sem samdráttur mælist hér á landi. Þetta er verulegur viðsnúningur frá febrúarspá bankans en þá var spáð 1,8% hagvexti í ár. Verri horfur í ferðaþjónustu skýra langstærstan hluta endurskoðunar á hagvaxtarspá ársins en einnig vega þungt áhrif minni útflutnings sjávarafurða vegna loðnubrests í ár. Við bætast áhrif hægari vaxtar alþjóðlegra efnahagssumsvifa og endurskoðunar á vexti útgjalda hins opinbera frá því sem gert hafði verið ráð fyrir í febrúar. Grunnspáin felur í sér að efnahagssamdrátturinn verði tiltölulega skammvinnur og að á næsta ári verði hagvöxtur kominn í um 2½%. Það er þó heldur minni hagvöxtur en spáð var í febrúar.

Horfur eru á að heildarvinnustundum fækki fram eftir ári en að þær standi nánast í stað milli ársmeðaltala en í febrúarspá bankans var gert ráð fyrir að þeim myndi fjölga um 1,4%. Útlit er

fyrir að atvinnuleysi aukist nokkuð á öðrum fjórðungi ársins. Spáð er 3,9% atvinnuleysi að meðaltali í ár sem er 0,8 prósentum meira en spáð var í febrúar. Í spánni minnkar atvinnuleysið aftur á næstu tveimur árum en helst áfram nokkru yfir því sem gert var ráð fyrir í febrúar og yfir því atvinnuleysisstigi sem talið er samræmast verðstöðugleika.

Umsamdar launahækkningar í nýgerðum kjarasamningum fyrir árið í ár eru áþekkar því sem gert var ráð fyrir í febrúarspá *Peningamála* en hækkningar næstu tveggja ára eru heldur meiri. Horfur eru jafnframt á hægari framleiðnivexti en spáð var í febrúar og því hækka launakostnaður á framleidda einingu meira en þá var gert ráð fyrir eða um 7% í ár og um 4% að meðaltali á næstu tveimur árum.

Vegna endurskoðunar Hagstofunnar á sögulegum hagvaxtartölum er nú talið að framleiðsluspennan hafi verið heldur meiri undanfarin tvö ár en fyrra mat gerði ráð fyrir. Snarpur viðsnúningur efnahagssumsvifa í ár gerir það hins vegar að verkum að framleiðsluspenna minnkar mun hraðar en áður var talið og er gert ráð fyrir að slaki myndist í þjóðarþúinu fyrir lok þessa árs. Samkvæmt spánni hverfur slakinn aftur undir lok næsta árs.

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

Verðbólga gæti orðið meiri en í grunnspá bankans þrátt fyrir að dregið hafi úr óvissu um verðbólguhorfur í kjölfar þess að kjarasamningar á almennum vinnumarkaði voru samþykktir. Óvissan er ekki með öllu horfin þar sem enn á eftir að ganga frá samningum opinberra starfsmanna sem gætu haft áhrif á kjarasamninga á almennum markaði. Þá er ávallt óvissa um þróun launaskriðs og hversu mikið ríflegar launahækkningar á lægst launaða hluta vinnuafslins gangi upp launastigann. Annar mikilvægur óvissuþáttur tengist gengi krónunnar. Ekki er t.d. útilokað að hluti áhrifa gengislækkunar krónunnar á seinni hluta síðasta árs eigi enn eftir að koma fram í innlendri verðbólgu. Þá gæti forsenda grunnspárinnar um gengi krónunnar reynst of bjartsýn, t.d. ef áföll í ferðaþjónustu reynast þrálátari eða ef viðskiptakjör rýrna enn frekar. Spennan í þjóðarþúskaþnum gæti einnig reynst þrálátari en gert er ráð fyrir. Verðbólga gæti að sama skapi orðið meiri en spáð er ef verðbólguvæntingar taka að hækka á ný.

Ekki er heldur útilokað að verðbólga verði minni en grunnspáin felur í sér. Gengi krónunnar gæti t.d. hækkað á ný ef ytri skilyrði batna aftur. Alþjóðlegar efnahagshorfur gætu einnig verið of bjartsýnar og útflutningur og hagvöxtur því orðið minni en spáð er. Framleiðnivöxtur gæti orðið meiri en spáð er og slakinn sem virðist vera að myndast í þjóðarþúinu gæti verið vanmetinn.

## II Vaxtaákvörðunin

Nefndin fjallaði um tillögu að breytingum á reglum um viðskipti fjármálafyrirtækja við Seðlabanka Íslands um að sértryggð bréf, þ.e. bréf sem gefin eru út með baktryggingu í veðum sem samanstanda af húsnæðislánum einstaklinga, verði sett á veðlista Seðlabankans. Í kjölfar umræðu um tillöguna var hún samþykkt af nefndinni.

Nefndarmenn ræddu taumhald peningastefnunnar í ljósi nýjustu upplýsinga um framvindu efnahagsmála og þess að raunvextir bankans höfðu lítið breyst frá marsfundi nefndarinnar. Rætt var um hvort taumhaldið væri hæfilegt í ljósi verðbólguhorfa en á fundinum í mars hafði nefndin ákveðið að halda vöxtum óbreyttum m.a. í ljósi þess að enn var óvissa um niðurstöðu

kjarasamninga. Nefndin hafði einnig hist tvisvar í apríl til að ræða nýjustu vendingar í efnahagsmálum, m.a. niðurstöðu kjarasamninga og breytingar í ferðapjónustu.

Nefndarmenn ræddu efnahagspróunina og horfur og tóku í því sambandi mið af nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birtist í *Peningamálum* 22. maí en samkvæmt henni höfðu hagvaxtarhorfur breyst verulega frá síðustu spá bankans. Samkvæmt spánni væru nú horfur á 0,4% samdrætti í ár en í febrúar hafði verið spáð 1,8% hagvexti. Voru nefndarmenn sammála um að þessi umskipti stöfuðu einkum af samdrætti í ferðapjónustu og minni útflutningi sjávarafurða vegna loðnubrests. Nefndin tók mið af því að af þessum sökum myndi framleiðsluspenna snúast í slaka á næstunni ef þjóðarbúskapurinn væri ekki þegar kominn í slaka. Fram kom í umræðunni að til skamms tíma lítið væri hætta á að umsvif í þjóðarbúskapnum myndu dragast meira saman en gert væri ráð fyrir í grunnspánni. Einnig var bent á að óvissa væri um hvort samdrátturinn yrði skammvinnur og bati hæfist strax á næsta ári. Á móti var bent á að undirliggjandi umsvif í þjóðarbúinu gætu einnig verið vanmetin.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga var 3,1% á fyrsta fjórðungi ársins og jókst í 3,3% í apríl. Nefndarmenn tóku mið af því að undirliggjandi verðbólga hefði þróast með áþekkingu hætti og munurinn milli verðbólgu með og án húsnæðis hefði ekki verið minni frá haustinu 2013. Fram kom í umræðunni að gengi krónunnar hefði haldist tiltölulega stöðugt það sem af væri ári en áhrif lækkunar þess sl. haust á verðbólgu hefðu enn sem komið er verið minni en vænst var. Bent var á að lítið hefði verið um inngríp Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði að undanförunu og að raungengi krónunnar væri nokkuð nálægt metnu jafnvægisraungengi sínu. Nefndarmenn voru sammála um að viðsnúningur í efnahagsmálum gerði það að verkum að verðbólguhorfur hefðu breyst nokkuð á skömmum tíma og horfðu til þess að spá bankans gerði ráð fyrir að verðbólga næði hámarki í 3,4% um mitt ár en hjaðnaði í verðbólgu markmið um mitt næsta ár.

Nefndin lagði áherslu á að þótt nýgerðir kjarasamningar á almennum vinnumarkaði fælu í sér myndarlegar launahækkningar væri niðurstaða þeirra í betra samræmi við verðbólgu markmiðið en margir höfðu búist við. Fram kom í umræðunni að óvissa um verðbólguhorfur hefði minnkað í kjölfarið. Verðbólguvæntingar hefðu því lækkað á ný en þær hækkuðu umtalsvert er leið á síðasta ár. Nefndarmenn töldu það afar jákvætt að langtímaverðbólguvæntingar á markaði væru nú komnar undir 3%.

Nefndarmenn ræddu að samdráttur í þjóðarbúskapnum myndi reyna á heimili og fyrirtæki en lögðu áherslu á að viðnámsþróttur þjóðarbúsins væri umtalsvert meiri nú en áður. Í því samhengi var rætt að undirliggjandi efnahagsþættir og aðstæður væru með allt öðrum hætti nú en t.d. þegar efnahagsáfallið reið yfir fyrir tíu árum. Nefndin lagði áherslu á að svigrúm peningastefnunnar til að mæta efnahagssamdrættinum væri einnig töluvert, sérstaklega ef færi sem horfir og verðbólga og verðbólguvæntingar héldust við verðbólgu markmið. Fram kom í umræðunni að nægt svigrúm nú gerði það að verkum að beita mætti peningastefnunni til að milda þá niðursveiflu sem væri framundan. Þá töldu nefndarmenn það jákvætt að boðaðar aðgerðir stjórnvalda í tengslum við gerð kjarasamninga myndu leggjast á sömu sveif.

Allir nefndarmenn voru þeirrar skoðunar að nauðsynlegt væri að lækka vexti bankans nú og rætt var um hvort lækka ætti þá um 0,25 prósentur eða 0,5 prósentur. Helstu rök sem fram komu á fundinum fyrir því að taka minna skref og lækka vexti um 0,25 prósentur voru þau að verðbólga væri enn yfir markmiði og ætti líklega eftir að aukast áfram á næstu mánuðum. Verðbólguvæntingar væru einnig enn yfir markmiði. Þá væru horfur á töluverðri hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á næstu árum og ennþá ætti eftir að ljúka kjarasamningum hjá hinu opinbera. Helstu rökin fyrir því að taka stærra skref og lækka vexti um 0,5 prósentur voru sá mikli viðsnúningur sem væri að verða í þjóðarbúinu í kjölfar þeirra

efnahagsáfalla sem hafa dunið á þjóðarbúinu undanfarið. Óvissa væri einnig töluverð um efnahagshorfur og ekki útilokað að efnahagssamdrátturinn verði meiri og langvinnari en gert væri ráð fyrir í spá Seðlabankans. Verðbólguhorfur hefðu jafnframt batnað og langtímaverðbólguvæntingar hefðu lækkað og stefndu í markmið sem veitti nefndinni svigrúm til þess að bregðast við með meiri lækkun vaxta en ella.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu lækkaðir um 0,5 prósentur. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum, yrðu 4,0%, innlánsvextir (vextir á viðskiptareikningum) 3,75%, vextir af lánum gegn veði til sjö daga 4,75% og daglánavextir 5,75%. Allir nefndarmenn studdu tillögu seðlabankastjóra.

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

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 peningastefnunefndarinnar verður birt miðvikudaginn 26. júní 2019.