



*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands*

## Fundargerð peningastefnunefndar Seðlabanka Íslands, maí 2018

Birt: 30. maí 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 14. og 15. maí 2018, en á honum ræddi nefndin efnahagsþróunina, þróun á fjármálamörkuðum, vaxtaákvörðunina 16. 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 14. mars 2018 eins og þær birtust í nýrri spá og óvissumati í *Peningamálum* 2018/2 hinn 16. maí.

### Fjármálamarkaðir

Milli funda nefndarinnar lækkaði gengi krónunnar um 0,3% gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu. Á sama tímabili lækkaði það um 0,4% gagnvart bresku pundi og um 3% gagnvart Bandaríkjadal en hækkaði um 0,4% gagnvart evru. Seðlabankinn átti engin viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri á milli funda.

Taumhald peningastefnunnar miðað við raunvexti Seðlabankans var nánast óbreytt frá marsfundi nefndarinnar. Raunvextir bankans voru 1,5% miðað við meðaltal mismunandi mælikvarða á verðbólgu og verðbólguvæntingar líkt og í mars. Miðað við ársverðbólgu voru þeir 1,9%.

Vextir á millibankamarkaði með krónur lækkuðu lítillega á milli funda en engin velta var á markaðnum á tímabilinu.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa var á maífundi nefndarinnar allt að 0,1 prósentu hærri en á marsfundinum. Ávöxtunarkrafa lengri verðtryggðra ríkis- og íbúðabréfa var lítið

breytt en krafa styttri verðtryggðra bréfa hafði hækkað um 0,3-0,4 prósentur. Þá höfðu vextir inn- og útlána fjármálafyrirtækja í meginatriðum þróast í takt við vexti Seðlabankans á milli funda.

Skammtíma vaxtamunur gagnvart Bandaríkjunum hafði minnkað um 0,2 prósentur frá marsfundi nefndarinnar og var 2,3 prósentur. Munurinn gagnvart evrusvæðinu var hins vegar nánast óbreyttur í 5 prósentum. Langtíma vaxtamunur hafði einnig minnkað lítillega gagnvart Bandaríkjunum milli funda og mældist 2,2 prósentur en var óbreyttur í 4,7 prósentum gagnvart Þýskalandi.

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

Greiningardeildir fjármálafyrirtækja væntu allar óbreyttra vaxta í maí. Vísuðu þær helst til þess að litlar breytingar hefðu átt sér stað frá síðustu vaxtaákvörðun nefndarinnar og að verðbólguþróun hefði verið í takt við væntingar.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila sem var framkvæmd í byrjun maí sl. bjuggust þeir við að meginvöxtum bankans verði haldið óbreyttum í 4,25% næstu tvö ár líkt og þeir væntu í síðustu könnun í janúar sl. Þá taldi 81% svarenda taumhald peningastefnunnar vera hæfilegt þegar könnunin var framkvæmd samanborið við 68% í síðustu könnun. Um 19% svarenda töldu það of þétt en enginn þáttakandi taldi taumhaldið of laust.

Ársvöxtur víðs peningamagns (M3) var 6,2% á fyrsta ársfjórðungi sé leiðrétt fyrir innlánnum fallinna fjármálafyrirtækja. Það er minni vöxtur en var á fjórðungunum þremur þar á undan. Líkt og á undanförunum misserum helgast aukning peningamagns að stærstum hluta af meiri innlánnum heimila. Innlán heimila jukust um 10,3% milli ára á fyrsta ársfjórðungi og frá þriðja fjórðungi 2016 hefur ársvöxturinn verið tæplega 10% að meðaltali.

Vöxtur útlána til innlendra aðila hefur aukist að undanförunu. Leiðrétt fyrir áhrifum skuldalækkunaraðgerða stjórnvalda stækkaði útlánastofn lánakerfisins til innlendra aðila um 6,9% milli ára og hefur ekki verið hraðari vöxtur í um áratug. Á fyrsta fjórðungi þessa árs höfðu útlán til atvinnufyrirtækja aukist að nafnvirði um 9,7% frá sama fjórðungi í fyrra en útlán til heimila um 5,7%.

Úrvalsvísitala Kauphallarinnar, OMXI8, lækkaði um 1,9% á milli funda. Velta á aðalmarkaði nam 187 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins sem var tæplega fjórðungi minni velta en á sama tímabili í fyrra.

### **Alþjóðleg efnahagsmál og utanríkisviðskipti**

Samkvæmt spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins sem birt var í apríl gætir aukinnar bjartsýni um efnahagshorfur til skemmri tíma en sjóðurinn telur óvissu enn nokkra, einkum varðandi langtímahorfur. Eins og undanfarin ár telur sjóðurinn líklegra að heimshagvextinum á næstu árum sé ofspáð en að honum sé vanspáð. Gert er ráð fyrir að heimshagvöxtur aukist í 3,9% í ár og á næsta ári. Hagvaxtarhorfur hafa batnað um 0,2 prósentur fyrir bæði árin frá spá sjóðsins í október sl. og heldur meira í þróuðum ríkjum. Áhrif skattalækkana í Bandaríkjunum í byrjun þessa árs vega þungt en þær skýra um helming endurskoðunar heimshagvaxtar. Spáð er 0,4 prósentum meiri hagvexti í helstu viðskiptalöndum Íslands eða 2,5%. Gert er ráð fyrir

meiri verðbólgu í þróuðum ríkjum og nýmarkaðsríkjum á spátímanum en í október. Talið er að verðbólga í helstu viðskiptalöndum Íslands verði 2% í ár eins og gert var ráð fyrir í október.

Halli af vöruskiptum Íslands nam 43,3 ma.kr. á fyrstu fjórum mánuðum ársins en á sama tíma í fyrra var 45,5 ma.kr. halli á föstu gengi. Verðmæti útflutnings jókst um 22% á föstu gengi milli ára en verðmæti innflutnings um 16%. Útflutningsverðmæti sjávarafurða jókst um 34% milli ára og endurspeglar vöxturinn grunnáhrif vegna sjómannaverkfallsins í ársbyrjun 2017 sem leiddi til mikils samdráttar vöruútflutnings. Aukinn vöxt innflutnings það sem af er ári miðað við sama tíma í fyrra má einkum rekja til 56% vaxtar innflutnings eldsneytis auk þess sem innflutningsverðmæti flutningatækja, einkum flugvéla og skipa, jókst um 20%. Hins vegar hefur heldur dregið úr kröftugum vexti innflutnings fólksbifreiða.

Miðað við skráð heimsmarkaðsverð hækkaði álverð um 11% milli funda peningastefnunefndar en meðalverð í apríl var 16% hærra en fyrir ári. Verð sjávarafurða í erlendum gjaldmiðlum samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofu Íslands hækkaði milli mánaða í mars og var árshækkunin á fyrsta ársfjórðungi 3,1%. Olíuverð hefur hækkað stöðugt frá sl. sumri og nam árshækkunin á fyrsta ársfjórðungi 22%. Verðið hefur sveiflast nokkuð að undanfögnu, m.a. í tengslum við aukna spennu í alþjóðastjórnámálum. Um miðjan maí var verðið komið í 77 Bandaríkjadali á tunnu og hafði þá ekki mælst hærra frá árslokum 2014.

Raungengi miðað við hlutfallslegt verðlag hækkaði um 0,3% milli mánaða í apríl og var þá um 24% yfir 25 ára sögulegu meðaltali en um 4% undir því sem það fór hæst í júní 2017. Á fyrstu fjórum mánuðum ársins var raungengi á þennan mælikvarða um 1% hærra en á sama tímabili í fyrra og má rekja hækkunina til 0,6% hækkunar nafngengis krónu og 0,4 prósentum meiri verðbólgu hér á landi en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

### **Innlendur þjóðarbúskapur og verðbólga**

Samkvæmt þingsályktunum um fjármálastefnu og fjármálaáætlun til næstu fimm ára sem lagðar voru fyrir Alþingi annars vegar í desember og hins vegar í byrjun apríl sl. minnkar aðhaldsstig ríkisfjármála á tímabilinu meira í ár en gert var ráð fyrir í febrúarspá Seðlabankans. Í ár er gert ráð fyrir að frumjöfnuður ríkissjóðs leiðréttur fyrir einskisliðum minnki. Sé leiðrétt fyrir áhrifum hagsveiflunnar er gert ráð fyrir að aðhald ríkisfjármála aukist um 0,3% af landsframleiðslu sem er 0,5 prósentum minni aðhalds aukning en spáð var í febrúar. Líkt og í febrúar er spáð að aðhald ríkisfjármála slakni á ný á næsta ári vegna fyrirhugaðrar lækkunar tekjuskatts einstaklinga og tryggingargjalds og stóraukinnar fjárfestingar sem talin eru leiða til slökunar á aðhaldi um sem nemur 0,6% af landsframleiðslu. Mikill útgjaldavöxtur leiðir einnig til nokkurrar slökunar á aðhaldsstiginu árið 2020 þótt slökunin verði minni en árið á undan eða 0,3% af landsframleiðslu. Gangi þetta eftir mun slakna á aðhaldi ríkisfjármála um sem nemur 0,9% af landsframleiðslu á næstu tveimur árum. Er það álíka mikil slökun og gert var ráð fyrir í febrúarspánni, þrátt fyrir að ekki sé lengur gert ráð fyrir lækkun á efra þrepi virðisaukaskatts eins og í febrúar.

Samkvæmt Vinnumarkaðskönnun Hagstofunnar fjölgaði heildarvinnustundum um 2,3% milli ára á fyrsta ársfjórðungi sem er svipaður vöxtur og verið hefur að meðaltali frá því að bati á vinnumarkaði hófst. Fjölgun heildarvinnustunda mátti rekja til 1,6% fjölgunar starfsfólks og 0,7% lengri meðalvinnuviku. Sé litið framhjá árstíðarsveiflu mældist atvinnuþátttaka 82% á fyrsta ársfjórðungi sem var lítillega minni þátttaka en á fjórðungnum á undan en nálægt langtímameðaltali. Á sama hátt mældist hlutfall starfandi 79,8% og var óbreytt milli fjórðunga og 1 prósentu yfir langtímameðaltali.

Árstíðarleiðrétt atvinnuleysi mældist 2,6% á fyrsta ársfjórðungi og var lítið breytt frá fyrra ári en 0,5 prósentum minna en á fjórðungnum á undan.

Framboð á vinnuafli eykst enn með komu erlends vinnuafls til landsins. Aðfluttum erlendum ríkisborgurum á aldrinum 20-59 ára fjölgaði umfram brottflutta um 0,8% af mannfjölda á fyrsta ársfjórðungi. Starfsfólk starfsmannaleigna og erlendra þjónustufyrirtækja var um 1% af starfandi einstaklingum á fjórðungnum sem er 0,3 prósentum hærra en á fyrsta fjórðungi í fyrra.

Launavísitalan hækkaði um 1% milli fjórðunga á fyrsta fjórðungi ársins og um 7,2% milli ára. Raunlaun voru 4,6% hærra á fjórðungnum en á sama tíma árið 2017.

Helstu vísbendingar um þróun einkaneyslu á fyrsta ársfjórðungi benda til þess að vöxtur hennar hafi verið svipaður og á seinni hluta síðasta árs. Greiðslukortavelta jókst um rúmlega 10% á fjórðungnum frá fyrra ári en á móti hefur hægt á fjölgun nýskráninga bifreiða en líklegt er að hluta þess megi rekja til bílaleigna.

Væntingavísitala Gallup mældist 116,4 stig í apríl og breyttist lítið milli mánaða en var nokkru lægri en á sama tíma fyrir ári. Mat á núverandi ástandi og mat á atvinnuástandi lækkuðu nokkuð milli mánaða en mat á efnahagslífinu og væntingar til næsta hálfra árs hækkuðu lítillega.

Húsnæðisverðsvísitala Hagstofunnar fyrir allt landið, sem birt var í lok apríl, lækkaði um 0,2% milli mánaða að teknu tilliti til árstíðar en hækkaði um 10,1% milli ára. Vísitala fasteignaverðs á höfuðborgarsvæðinu, sem Þjóðskrá Íslands reiknar út, lækkaði um 0,2% milli mánaða í mars þegar leiðrétt hefur verið fyrir árstíðarsveiflu en hækkaði um 7,7% milli ára. Árshækkun fasteignaverðs hefur því haldið áfram að hjaðna frá því að hún náði hámarki í maí í fyrra í tæpum 24%. Þinglýstum kaupsamningum á landinu öllu fækkaði um 9% á fyrstu þremur mánuðum ársins frá sama tíma í fyrra og var meðalsölutími íbúða á höfuðborgarsvæðinu 2,6 mánuðir í mars samanborið við 1,2 mánuði í mars í fyrra. Í apríl voru um 1.600 íbúðir auglýstar til sölu á höfuðborgarsvæðinu samanborið við rúmlega 800 íbúðir í apríl í fyrra.

Vísitala neysluverðs hækkaði um 0,56% milli mánaða í mars og mældist verðbólga 2,8%. Vísitalan hækkaði síðan um 0,04% í apríl frá fyrri mánuði og hjaðnaði verðbólga á ný í 2,3%. Hún var því óbreytt frá marsfundi nefndarinnar. Vísitala neysluverðs án húsnæðis hafði hins vegar lækkað um 0,2% frá apríl í fyrra. Undirliggjandi verðbólga var 2,3% í apríl líkt og mæld verðbólga og hafði lítið breyst frá síðasta fundi nefndarinnar en var 0,8 prósentum meiri en á sama tíma í fyrra.

Helsti áhrifabáttur í þróun vísitölu neysluverðs í apríl var hækkun eldsneytisverðs. Kostnaður vegna eigin húsnæðis lækkaði milli mánaða, einkum sakir lækkunar húsnæðisverðs á landsbyggðinni, sem var nokkuð óvænt í kjölfar töluverðra hækkana á fyrsta ársfjórðungi.

Verðbólguvæntingar markaðsaðila, bæði til skamms og langs tíma, hafa lítið breyst undanfarna mánuði. Samkvæmt könnun Seðlabankans sem gerð var í byrjun maí bjuggust þeir við því að verðbólga yrði 2,6% bæði eftir eitt ár og einnig að meðaltali á næstu fimm og tíu árum. Langtímaverðbólguvæntingar þeirra virðast því í meginatriðum í samræmi við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hafði lítið breyst frá marsfundi peningastefnufundar og hefur álagið til tíu ára verið 3,3% það sem af er öðrum ársfjórðungi. Það er hins vegar 1 prósentu hærra en á sama tíma í fyrra.

Samkvæmt spánni sem birtist í *Peningamálum* 16. maí 2018 eru verðbólguhorfur lítið breyttar frá febrúarspá bankans. Verðbólga mældist 2,5% á fyrsta fjórðungi þessa árs og hafði aukist um 0,6 prósentur frá fjórða ársfjórðungi í fyrra. Undirliggjandi verðbólga hefur aukist að sama

skapi og er, eins og mæld verðbólga, nálægt markmiði bankans. Talið er að verðbólga aukist er líður á árið og verði 2,9% á fjórða ársfjórðungi en að hún hjaðni á ný í markmið á næsta ári og verði í námunda við það út spátímann. Þetta er áþekkt því sem gert var ráð fyrir í febrúar og vegast á áhrif þess að nú er gert ráð fyrir hærra gengi krónunnar fram eftir næsta ári á móti meiri hækkun launakostnaðar og lítillaga meiri framleiðsluspennu framan af spátímanum.

Gengi krónunnar hefur hækkað um 1½% gagnvart meðaltali annarra gjaldmiðla frá útgáfu *Peningamála* í febrúar og það sem af er öðrum ársfjórðungi er það liðlega 1% hærra en þá var gert ráð fyrir. Samkvæmt grunnsþá Seðlabankans er talið að gengi krónunnar hækki lítillaga til viðbótar í ár og verði 1½% hærra á árinu en að meðaltali í fyrra. Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir áframhaldandi hækkun á næsta ári og er gengisferillinn lítið breyttur frá febrúarsþánni. Talið er að hækkun jafnvægisraungengis hafi átt ríkan þátt í gengishækkun undanfarinna missera en núverandi raungengi er talið nálægt jafnvægi sínu.

Á síðasta ári bætti enn í hagvöxt í heiminum. Hann var 3,8% í fyrra og í helstu viðskiptalöndum mældist 2,4% vöxtur sem er sá mesti sem mælst hefur síðan árið 2010. Íslenskur þjóðarbúskapur hefur notið þessa bata og jókst útflutningur töluvert í fyrra og viðskiptakjör héldu áfram að batna. Bati ytri skilyrða í fyrra var þó hægari en á árunum 2015-2016. Þrátt fyrir mikla hækkun álverðs að undanfögnu er útlit fyrir að viðskiptakjör vöru og þjónustu versni um 0,4% í ár eftir fjögurra ára samfelldan bata. Mestu munar um 20% hækkun olíuverðs í ár og tæplega 6% hækkun verðs annarrar hrávöru.

Töluvert hægði á vexti útflutnings þjónustu í fyrra eftir hraðan vöxt árin á undan. Þróunin í ferðapjónustu vegur þar þyngst en hægt hefur á vexti hennar eftir gríðarlegan vöxt undanfarin ár. Eins og áður er talið að hægja muni á vexti útflutnings á spátímanum, m.a. vegna hækkunar raungengis. Gert er ráð fyrir að áfram dragi úr vexti ferðapjónustu en á móti vegur aukinn útflutningur sjávarafurða en talið er að hann muni aukast um 4% í ár eftir áþekkan samdrátt í fyrra og samtals ríflega 16% samdrátt undanfarin fjögur ár.

Samkvæmt bráðabirgðatölum Hagstofunnar var 3,6% hagvöxtur í fyrra eða áþekkur því sem gert var ráð fyrir í febrúarsþá *Peningamála*. Hagvaxtarhorfur fyrir þetta og næstu tvö ár breytast einnig lítið. Talið er að hagvöxtur verði svipaður í ár og hann var í fyrra eða 3,3% en að hann minnki enn frekar á næstu tveimur árum og nálgist tæplega 3% langtímahagvaxtargetu þjóðarbúsins. Þar leggjast á sömu sveif hægari vöxtur útflutnings og neyslu- og fjárfestingarútgjalda einkaaðila en á móti vega aukin umsvif hins opinbera. Þrátt fyrir að einnig dragi úr vexti þjóðarútgjalda eru horfur á að þau muni áfram vaxa hraðar en hagvöxtur og því muni afgangur á viðskiptum við útlönd minnka áfram.

Talið er að heildarvinnustundum fjölgi um 2,2% í ár og að hlutfall starfandi lækki lítillaga frá því í fyrra. Líkt og í febrúarsþá bankans er gert ráð fyrir að heildarvinnustundum fjölgi hægar á næstu tveimur árum í takt við hægari hagvöxt. Spáð er að atvinnuleysi verði að meðaltali svipað í ár og í fyrra eða 2,9% en að það þökist smám saman upp í 3½% sem er talið vera það atvinnuleysi sem samræmist verðstöðugleika.

Svo virðist sem launakostnaður hafi hækkað meira í fyrra en gert var ráð fyrir í febrúarsþá bankans. Þessi endurskoðun á árshækkun launa í fyrra hefur einnig áhrif á mælda árshækkun í ár. Við bætist að launaskrið hefur verið heldur meira það sem af er ári en gert var ráð fyrir í febrúar. Litlar breytingar eru hins vegar á áætluðum framleiðnivexti og er því talið að í fyrra og í ár hækki launakostnaður á framleidda einingu nokkru meira en áætlað var í febrúar. Talið er að hann hafi hækkað um 5,2% í fyrra og hækki um 6,7% í ár. Líkt og í febrúar er gert ráð fyrir að nokkuð dragi úr hækkun launakostnaðar á framleidda einingu á næstu tveimur árum og að hækkunin verði í samræmi við verðbólgu markmiðið í lok spátímans.

Líkt og í febrúarspá bankans er talið að framleiðsluspennan hafi náð hámarki í árslok 2016. Endurskoðun á hagvaxtartölum síðustu ára leiðir þó til þess að framleiðsluspenna mældist 1/3 úr prósentu meiri í lok síðasta árs en gert hafði verið ráð fyrir í febrúar. Horfur eru einnig á lítillega meiri spennu í ár og á næsta ári en árið 2020 er talið að spennan verði nánast horfin líkt og gert var ráð fyrir í febrúar.

Grunnspá Seðlabankans endurspeglar mat á líklegustu framvindu efnahagsmála á spátímanum. Hún byggist á spám og forsendum um þróun ytra umhverfis íslensks þjóðarbúskaðar 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. Þyngst vegur óvissa um launaþróun næstu missera. Þótt ekki hafi komið til uppsagnar kjarasamninga í febrúar sl. er undirliggjandi óánægja með launakjör og tekjuskiptingu enn til staðar sem gæti leitt til enn meiri launahækkana en grunnspáin gerir ráð fyrir, sérstaklega í ljósi þess að atvinnuleysi er lítið og spenna á vinnumarkaði nokkur. Launaskrið gæti einnig verið vanmetið. Ýmsar aðrar ástæður gætu valdið því að verðbólga verði meiri á spátímanum en grunnspá gerir ráð fyrir. T.d. gæti alþjóðleg verðbólga aukist hraðar og gengi krónunnar orðið lægra en gert er ráð fyrir, hækkun húsnæðisverðs reynst þrálátari og spenna í þjóðarbúinu verið vanmetin, sérstaklega ef slökun á aðhaldsstigi opinberra fjármála reynist meiri en spáð er. Hversu traust nýfengin kjölfesta verðbólguvæntinga er mun ráða miklu um hver áhrif þessara þátta verða á verðbólgu eins og rakið er hér að framan.

Ekki er heldur útilokað að verðbólga verði minni en búist er við í grunnspánni. Gengi krónunnar gæti hækkað meira en spáin gerir ráð fyrir, t.d. ef ytri skilyrði reynast hagfelldari. Hægari alþjóðlegur hagvöxtur og lægra heimsmarkaðsverð hrávöru og olíu gæti hægt enn frekar á innlendum efnahagsumsvifum og lækkað innflutningsverð. Hækkun húsnæðisverðs gæti einnig hjaðnað hraðar en spáð er. Grunnspáin gæti einnig vanmetið framleiðnivöxt og vöxt framleiðslugetu þjóðarbúsins og þar með vanmetið hversu hratt dregur úr spennu í þjóðarbúinu.

## II Vaxtaákvörðunin

Nefndin fjallaði um nýlega skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika*, stöðu fjármálastofnana og áhættu í fjármálakerfinu. Um nokkurn tíma hefur verið unnið að úttekt á stjórnstækjum Seðlabankans innan bankans, þ.m.t. á fyrirkomulagi hinnar almennu bindiskyldu á innlán innlánsstofnana í Seðlabankanum. Nefndin ræddi stöðu þeirrar vinnu og næstu skref. Staða vinnu við endurskoðun á ramma hinnar sérstöku bindiskyldu á innflæði fjármagns til landsins var einnig rædd. Í því samhengi var fjallað um möguleg áhrif hinnar sérstöku bindiskyldu á miðlun peningastefnunnar í aðra vexti en um það er fjallað í sérstakri rammagrein í *Peningamálum 2018/2*.

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

Nefndarmenn tóku í því sambandi mið af nýrri þjóðhagsspá Seðlabankans sem birtist í máíhefti *Peningamála* en samkvæmt henni eru horfur á að hagvöxtur verði aðeins minni í ár en í fyrra. Nefndarmenn veittu því athygli að samkvæmt spánni færi þar saman hægari vöxtur útflutnings

og minni vöxtur innlendrar eftirspurnar en á móti vægju aukin umsvif hins opinbera, en hagvöxtur væri svipaður og gert var ráð fyrir í febrúarspá bankans. Nefndarmenn ræddu að eins og í febrúar gerði ný spá bankans ráð fyrir að áfram myndi hægja á hagvexti eins og nefndin hafði stefnt að með peningalegu aðhaldi. Þeir höfðu þó áhyggjur af því að gert væri ráð fyrir að aðhald hins opinbera slakni. Þótt hægt hefði á hagvexti væri enn sem komið er ekki þörf á örvun frá hinu opinbera því að töluverð spenna væri enn til staðar í þjóðarbúskapnum. Einnig var nefnt að þótt skýrar vísbendingar væru um að það hægði á hagvexti gæti verið að umsvif í þjóðarbúskapnum hefðu verið meiri árið 2017 en nú væri gert ráð fyrir. Miðað við sögulega reynslu væri t.d. mögulegt að vöxtur fjárfestingar í fyrra væri vanmetinn.

Nefndin ræddi verðbólguþróunina en verðbólga hafði í stórum dráttum verið í samræmi við 2½% verðbólguþröun Seðlabankans síðustu mánuði. Þótt verðbólga hefði farið yfir markmiðið í mars benti spá bankans til að hún myndi sveiflast í kringum markmið á spátímanum. Nefndarmenn horfðu einnig til þess að undirliggjandi verðbólga væri á svipuðu róli. Eins og nefndin hafði búist við hafði dregið úr árshækkun húsnæðisverðs en gagnstæð áhrif gengisbreytinga krónunnar á verðbólguna dvínað. Að mati nefndarinnar væri líklegt að þessi þróun héldi áfram á næstunni. Nefndin tók einnig mið af því að gengi krónunnar var nær óbreytt frá síðasta fundi peningastefnufundar og að gjaldeyrismarkaðurinn hefði áfram verið í ágætu jafnvægi. Var það mat nefndarinnar að hvorki verðbólguhorfur né verðbólguvæntingar hefðu breyst að neinu marki frá síðasta fundi nefndarinnar. Hækkun verðbólguvæntinga á suma mælikvarða gæfi engu að síður tilefni til að vera á varðbergi. Nefndarmenn voru sammála um að það myndi skipta miklu fyrir þróun verðbólgu hversu vel kjölfesta verðbólguvæntinga myndi halda á komandi misserum.

Í ljósi þess að ekki hefðu orðið verulegar breytingar frá síðustu spá bankans taldi enginn nefndarmaður ástæðu til að breyta vöxtum að þessu sinni. Nokkur umræða var hins vegar á fundinum um óvissuþætti spárinnar. Voru nefndarmenn sammála um að mest óvissa tengdist framvindu á vinnumarkaði á komandi vetri. Niðurstöður kjarasamninga gætu leitt til töluvert meiri launahækkana en samræmdist stöðugu verðlagi. Bent var á að viðhorf á vinnumarkaði væru þó mismunandi og að sumir legðu áherslu á að tryggja kaupmátt launa og að hægari hagvöxtur og meira atvinnuleysi kynni að draga úr launaþrýstingi. Bent var á að aðlögun þjóðarbúskaparins gæti orðið snarpari ef t.d. drægi hraðar úr ferðamannastraumi en gert væri ráð fyrir í spánni. Hraður samdráttur í ferðaþjónustu gæti bæði haft í för með sér að verðbólga yrði meiri en spáð væri en einnig gæti hún orðið minni. Dragi úr komu ferðamanna til landsins gæti gengi krónunnar veikst og leitt til meiri verðbólgu en jafnframt gæti minni eftirspurn ferðamanna eftir gistingu leitt til lægra húsnæðisverðs og því minni verðbólgu en gert er ráð fyrir í spánni. Í því sambandi var einnig nefnt að framboð af íbúðum í byggingu hefði aukist og þótt áhrif aukins framboðs á húsnæðisverð komi ekki fram strax gæti áhrifanna farið að gæta í auknum mæli þegar líða tekur á árið. Bent var á að ekki væri líklegt að hægari vöxtur útflutnings eða jafnvel lítills háttar samdráttur leiddi til verulegs umróts á gjaldeyrismarkaði eða í fjármálakerfinu, enda væri afgangur á viðskiptajöfnuði og lítið um gengistryggð lán óvarinna aðila. Gengisaðlögun krónunnar gæti því í ríkari mæli stuðlað að hæfilegri aðlögun þjóðarbúskaparins að breyttum ytri skilyrðum.

Með hliðsjón af umræðunni lagði seðlabankastjóri til að vextir bankans yrðu óbreyttir. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum, 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.

Að mati nefndarinnar eru horfur 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 innlendra eftirspurnar. Þótt dregið hefði úr hættu á ósjálfbærum launahækkunum til skamms tíma litið voru nefndarmenn sammála um að undirliggjandi spenna á vinnumarkaði væri 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 peningastefnufundarinnar verður birt miðvikudaginn 13. júní 2018.