



# STÝRIVEXTIR SEÐLABANKANS

17.8.2018 | Greining Íslandsbanka

## Samantekt

- Spáum óbreyttum stýrivöxtum 29. ágúst
- Aukin verðbólga og hækkandi verðbólguvæntingar vegast á við minnkandi spennu í hagkerfinu
- Óbreyttir vextir í samræmi við framsýna leiðsögn og nýlega efnahagsþróun
- Spáum óbreyttum vöxtum út árið 2018, en 25-50 punkta lækkun stýrivaxta á komandi ári haldist verðbólga nærri markmiði

## Sá á kvölina sem á völinu

Við spáum óbreyttum stýrivöxtum við næstu vaxtaákvörðun peningastefnuneftar Seðlabankans, sem kynnt verður þann 29. ágúst næstkomandi. Meginvextir bankans verða samkvæmt því áfram 4,25%.

Gangi spáin eftir verður þetta sjöunda vaxtaákvörðunin í röð þar sem vöxtum er haldið óbreyttum.

Peningastefnuneftindin mun nú standa frammi fyrir nokkuð erfiðara mati á réttu aðhaldsstigi en verið hefur upp á síðkastið. Annars vegar hefur verðbólga aukist og verðbólguvæntingar hækkað. Nefndarmenn þurfa því væntanlega að beina sjónum sínum í auknum mæli að því hvort trúverðugleika peningastefnunnar sé ógnað. Á móti virðist sem hraðar kunni að hægja á hjólum ýmissa hluta hagkerfisins á komandi fjórðungum en væntingar voru um fyrr á árinu.

## Hvað mælir með hærri stýrivöxtum?



- Aukin verðbólga
- Hærra verðbólguálag og -væntingar
- Óvissa um launapróun á komandi ári
- Þörf fyrir áframhaldandi peningalegt aðhald næsta kastið

## Hvað mælir með lægri stýrivöxtum?

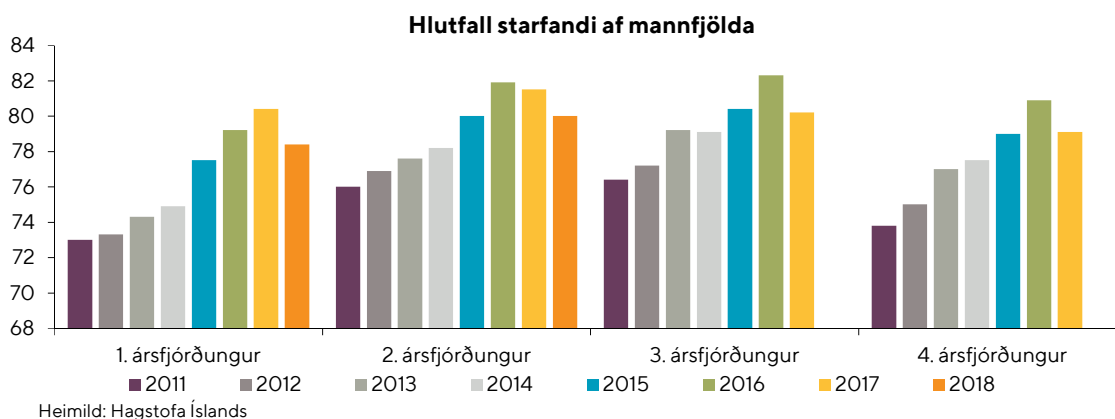


- Verðbólguvæntingar enn innan seilingar við markmið
- Hægari hækkun á íbúðamarkaði
- Hægari vöxtur þjónustuútflytnings, einkaneyslu og fjárfestingar
- Stöðug króna
- Talsverður vaxtamunur við útlönd

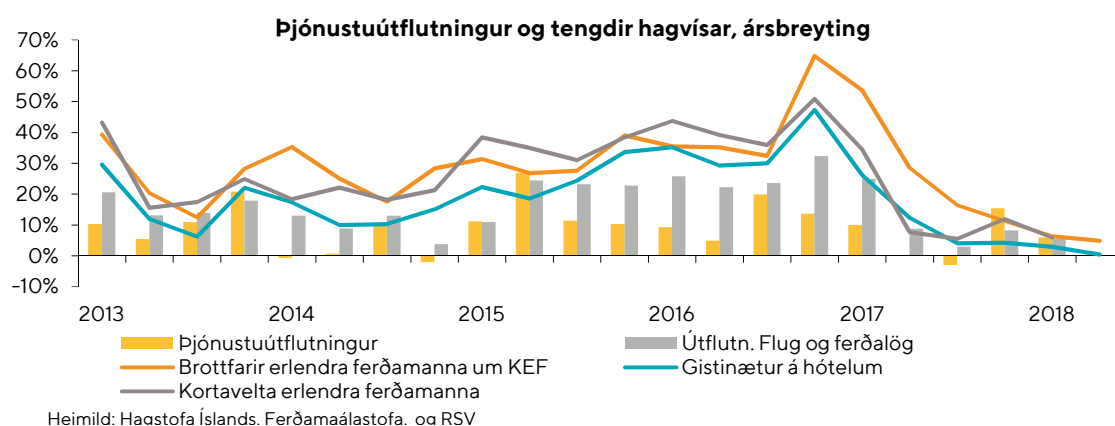
Framsýna leiðsögnin mun væntanlega verða hlutlaus líkt og raunin hefur verið undanfarið. Verðbólga hefur aukist og verðbólguvæntingar hækkað undanfarna mánuði. Gengi krónu hefur aftur á móti verið stöðugt og vísbendingar eru um að heldur dragi úr spennu á vinnumarkaði og í hagkerfinu almennt. Raunstýrivextir hafa lækkað undanfarið en vaxtamunur við útlönd er þó enn verulegur.

## Merki um minnkandi spennu í hagkerfinu

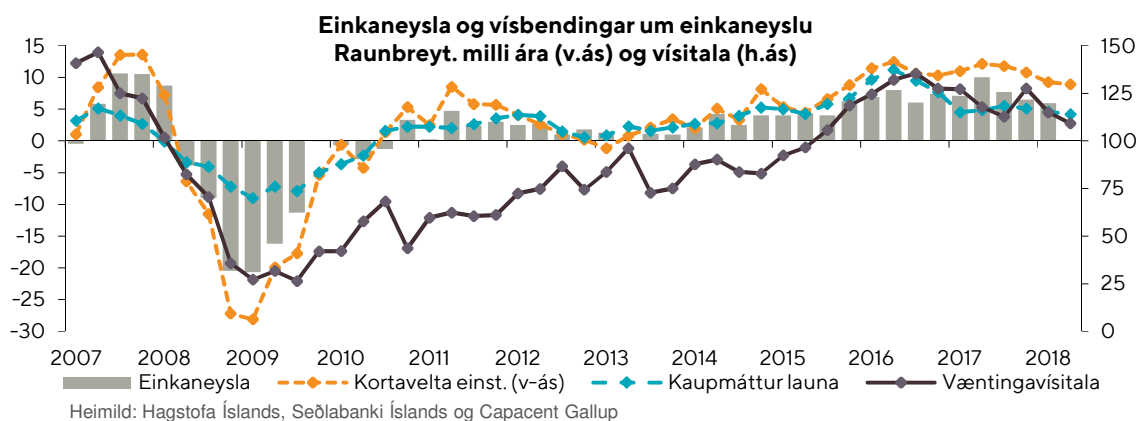
Nýlegir hagvísar benda til þess að farið sé að hægja á hagvexti og draga taki úr spennu í hagkerfinu. Hlutfall starfandi af mannfjölda fer nú lækkandi og á 2F hægði á fjölgun heildarvinnustunda frá fjórðungnum á undan.



Dregið hefur verulega úr vexti ferðaþjónustunnar það sem af er ári miðað við árin á undan. Brottförum erlendra farþega um Keflavíkurflugvöll fjölgaði um 5,5% á fyrri helmingi ársins frá sama tíma í fyrra og gistinóttum á hótélum fjölgaði um 1,6%. Er þetta mikil breyting frá síðustu árum þar sem tveggja stafa prósentutölur hafa jafnan einkennt fjölgunartaktinn í þessum tölum.



Þá eru vísbendingar um að einkaneysluvöxtur reynist heldur hægari á 2F en raunin hefur verið síðustu misseri. Horfur eru einnig á hóflegri einkaneysluvexti á seinni helmingi ársins að mati okkar. Dregið hefur úr raunvexti kortaveltu, væntingar neytenda hafa minnkað og kaupmáttur launa hefur vaxið hægar undanfarið. Einnig hefur hægt á vexti innflutnings neysluvara og í sumum flokkum, t.a.m. einkabifreiðum, beinlínis orðið samdráttur samkvæmt tölum Hagstofunnar fyrir fyrri árshelming.

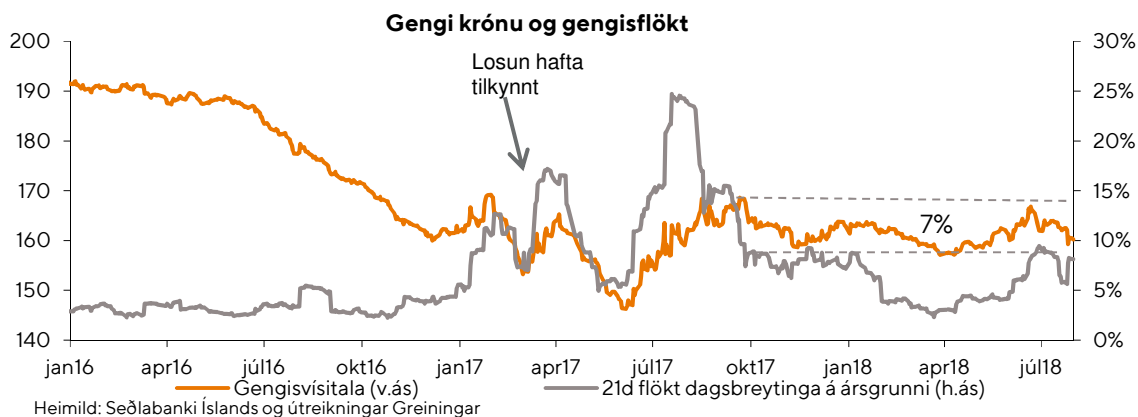




Samandregið má því teljast líklegt að ný hagspá sem birt verður í Peningamálum samhliða vaxtaákvörðuninni í ágúst hljóði upp á hægari vöxt og minni framleiðsluspennu en síðasta spá Seðlabankans. Verði það raunin munu það verða rök fyrir lægra raunvaxtastigi á komandi fjórðungum en verið hefur.

### Enn siglir krónan lyngnan sjó

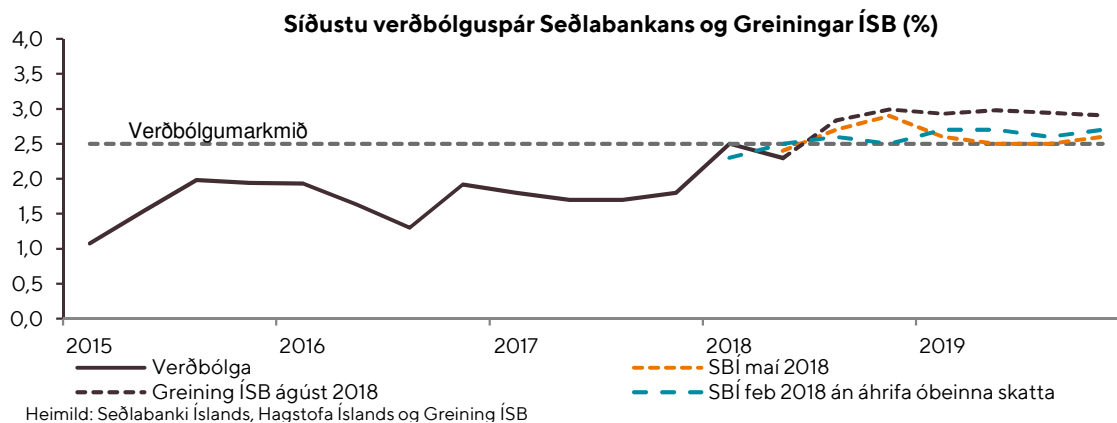
Gengi krónu hefur verið býsna stöðugt undanfarna ársfjórðunga þrátt fyrir að höftum hafi verið aflétt að mestu og Seðlabankinn sjáist ekki lengur á gjaldeyrismarkaði. Þótt flökt hafi aukist yfir hásumarið hefur krónan haldið áfram að sveiflast á tiltölulega þröngu bili og ekki er hægt að sjá skýr merki um leitni hvorki til styrkingar né veikingar.



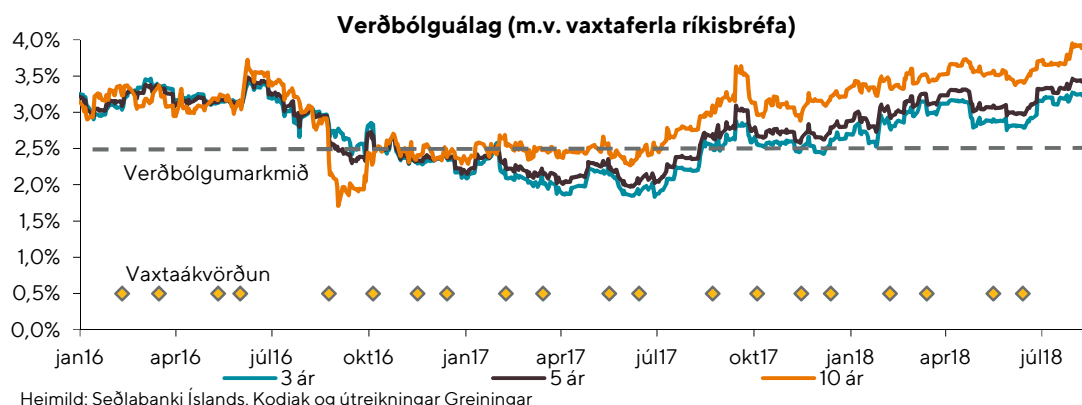
Líkt og fyrri daginn munu meðlimir peningastefnunefndar væntanlega gleðjast yfir stöðugri krónu og er gengisþróunin til þess fallin að liðka fyrir lægri raunvöxtum en ella.

### Aukin verðbólga og hærri verðbólguvæntingar

Frá vaxtaákvörðuninni í júní sl. hefur verðbólga aukist úr 2,0% í 2,7%. Verðbólga er því ekki lengur undir 2,5% markmiði Seðlabankans og við teljum að hún eigi ekki afturkvæmt undir markmiðið á komandi fjórðungum. Nýjasta spá okkar hljóðar upp á verðbólgu í grennd við 3,0% út árið 2019.

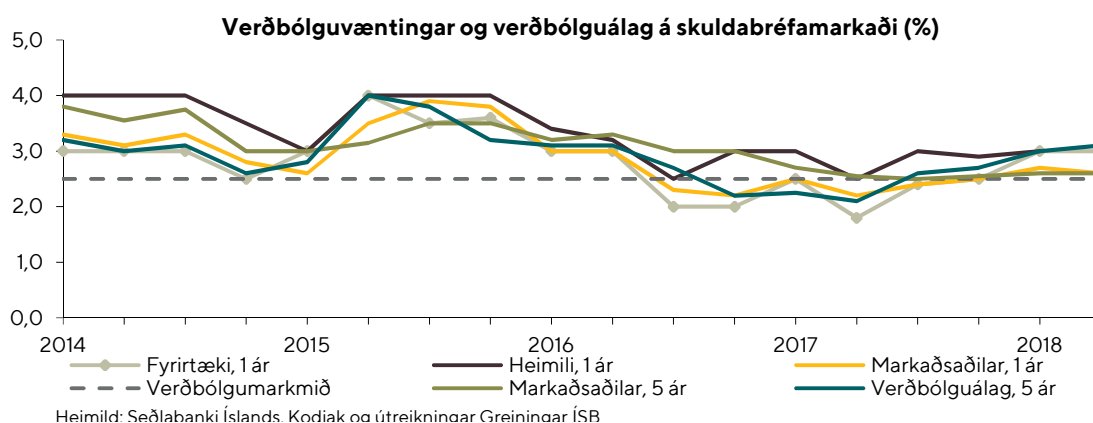


Gangi spá okkar eftir hefur Seðlabankinn að sama skapi verið full bjartsýnn á verðbólguhorfur í síðustu spám sínum. Munurinn er þó ekki mikill í ljósi þess hversu sveiflukennd verðbólga er gjarnan til skemmri tíma hér á landi. Það er samt sem áður erfitt að ímynda sér að nefndarmenn fagni beinlínis þessari þróun verðbólgunnar undanfarið. Eins er líklegra en ekki að mati okkar að ný verðbólguþáttir Seðlabankans verði heldur svartsýnni en síðustu spár.



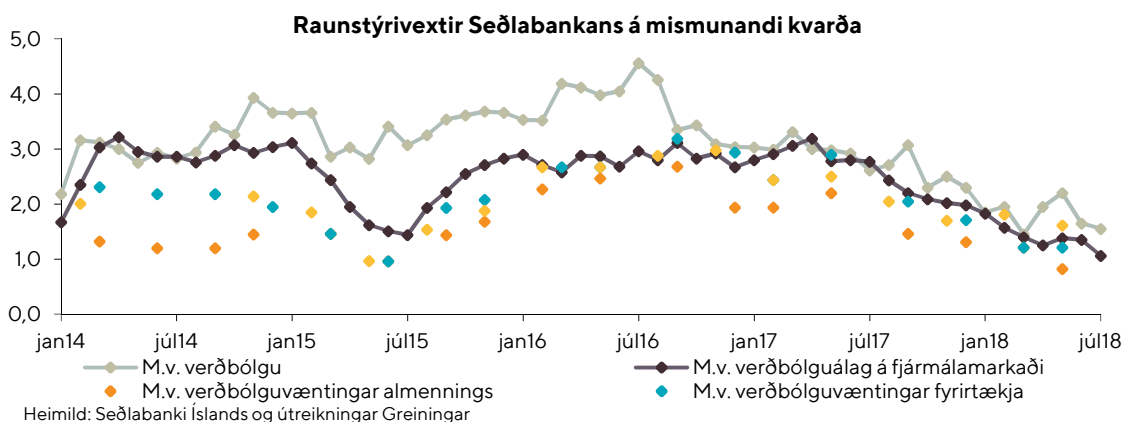
Verðbólguálag á markaði hefur hækkað talsvert frá síðustu vaxtaákvörðun. Þann 13. júní var verðbólguálag til 5 ára rétt um 3,0% á skuldabréfamarkaði. Það sem af er ágúst mánuði hefur álagið hins vegar verið ríflega 3,4% að jafnaði og hefur það ekki verið hærra í 2 ár. Skýring hækkandi álags er að hluta mun takmarkaðra framboð á verðtryggðum ríkisbréfum en óverðtryggðum. Álagið endurspeglar líka að einhverju leyti óvissu um raunávöxtun óverðtryggðra bréfa. Þó verður erfitt fyrir peningastefnunefndina að hafna því alfarið að þessi þróun endurspegli að hluta hærri verðbólguvæntingar á markaði, eða a.m.k. meiri óvissu um verðbólguþróunina.

Aðrir mælikvarðar á verðbólguvæntingar hafa einnig margir hverjir hækkað undanfarna fjórðunga. Í júní var það mat peningastefnunefndar að verðbólguvæntingar virtust á heildina litið í ágætu samræmi við verðbólguálag Seðlabankans. Það gætu þó farið að renna tvær grímur á einhverja nefndarmenn hvað þetta verðar eftir þróun síðustu mánaða.

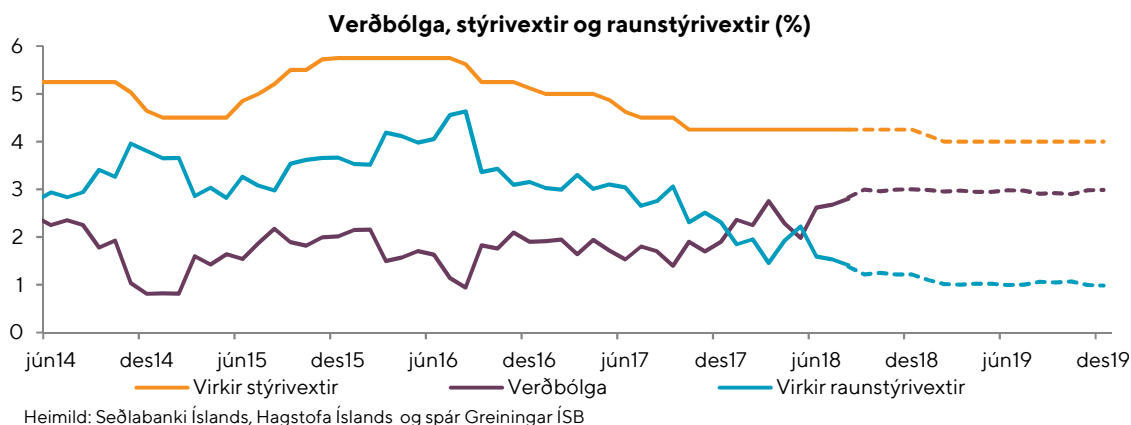


### Raunstýrivextir hafa lækkað verulega undanfarið ár

Undanfarið ár hafa raunstýrivextir lækkað umtalsvert á alla mælikvarða. Miðað við einfalt meðaltal mismunandi mælikvarða eru raunstýrivextir nú í kring um 1,3%, en voru 1,4% við vaxtaákvörðunina í júní og 2,9% um mitt síðasta ár. Lækkun raunstýrivaxta er eðlileg í ljósi þess að margt bendir til þess að farið sé að draga úr spennu í hagkerfinu og trúverðugleiki peningastefnunnar hefur staðist ágætlega álagsprófið sem fólst í afléttingu hafta á fyrri hluta síðasta árs.



Enn sem komið er hefur peningastefnunefndin talið lækkandi raunstýrivexti haldast í hendur við minnkandi þörf fyrir peningalegt aðhald og því látið vera að hreyfa við nafnvöxtunum. Það gæti hins vegar oltið á því hvernig nýjustu mælingar á raunstýrivöxtunum, sem birtast í Peningamálum samhliða vaxtaákvörðuninni, líta út hvort nefndarmönnum muni þykja lækkun þeirra öllu meiri en efni standa til.



#### Líkur á lítilsháttar lækkun vaxta á komandi ári

Vaxandi verðbólga mun að mati okkar áfram leiða til nokkurrar lækkunar raunstýrivaxta á næstu mánuðum að öðru óbreyttu. Þar sem verðbólguhorfur virðast þokkalegar og útlit er fyrir að hægi á hjólum hagkerfisins þegar frá líður er samt sem áður ekki útilokað að Seðlabankinn muni lækka vexti þegar fram í sækir, spenna í hagkerfinu minnkar og verðbólguhorfur haldast stöðugar. Nafnstýrivextir gætu því lækkað um 25-50 punkta á árinu 2019 samkvæmt spá okkar.

Fari verðbólga hins vegar að ráði yfir markmið á komandi vetri, t.d. vegna mikillar hækkunar launa, áframhaldandi spennu á íbúðamarkaði og/eða veikingar krónu mun Seðlabankinn tæpast lækka vexti frekar. Jafnvel gæti komið hækkunarhljóð í strokkinn þar á bæ þegar líða tekur á veturinn.



## Umsjón og tengslaupplýsingar

Umsjón: Greining Íslandsbanka, netfang: [greining@islandsbanki.is](mailto:greining@islandsbanki.is):

Ábm.: Jón Bjarki Bentsson, aðalhafgæðingur Íslandsbanka (440 4634)

## Lagalegur fyrirvari

Skýrsla þessi er tekin saman af Greiningu Íslandsbanka hf. (Íslandsbanki).

Upplýsingar í skýrslu þessari eru upprunnar frá innlendum og erlendum upplýsinga- og fréttaveitum, sem taldar eru áreiðanlegar, ásamt opinberum upplýsingum, eiginúrvinnslu Greiningar og mati á hverjum tíma. Upplýsingarnar hafa ekki verið kannaðar sjálfstætt af Íslandsbanka og ábyrgist bankinn ekki nákvæmni upplýsinganna, áreiðanleika eða réttmæti þeirra. Skoðanir höfunda geta breyst án fyrirvara og ber Íslandsbanki ekki skylda til að uppfæra, lagfæra eða breyta skýrslunni við breyttar forsendur.

Skýrslan er einungis birt í upplýsingaskyni og skal því ekki litið á hana sem ráðleggingu/ráðgjöf um að ráðast eða ráðast ekki í tiltekna fjárfestingu eða tilboð um að kaupa, selja eða skrá sig fyrir tilteknum fjármálagerningum. Íslandsbanki og starfsmenn bankans bera ekki ábyrgð á viðskiptum sem kunna að vera gerð á grundvelli þeirra upplýsinga sem fram koma í skýrslunni. Þeim aðilum sem hafa hug á viðskiptum er bent á að leita sér sérfræðilegrar ráðleggingar og kynna sér vel hina ýmsu fjárfestingarkosti sem í boði eru. Fjárfestingum fylgir ávallt fjárhagsleg áhætta og ber m.a. að hafa í huga áhættu vegna alþjóðlegra fjárfestinga og gengisflöks gjaldmiðla. Fjárfestingamarkmið og fjárhagsstaða fjárfesta er mismunandi. Bent skal á að árangur í fortíð er ekki trygging um árangur í framtíð.

Skýrslur og aðrar upplýsingar sem berast frá Íslandsbanka eru einungis ætlaðar til einkanota. Hvorki má afrita efnið, vitna í það né dreifa því, í heild eða að hluta, án skriflegs leyfis frá Íslandsbanka.

Skýrsla þessi er stutt samantekt og ber ekki að líta svo á að í henni sé að finna allar tiltækar upplýsingar um þau viðfangsefni sem hún fjallar um.

Eftirlitsaðili: Fjármálaeftirlitið ([www.fme.is](http://www.fme.is)).

## BANDARÍKIN

Skýrslu þessari eða afritum hennar má ekki dreifa í Bandaríkjunum eða til viðtakenda sem eru bandarískir ríkisborgarar í andstöðu við takmarkanir sem kveðið er á um í

bandarískum lögum. Dreifing skýrslunnar í Bandaríkjunum kynni að teljast brot á þeim lögum.

## KANADA

Upplýsingarnar í skýrslu þessari eru ekki ætlaðar til dreifingar eða útbreiðslu með neinum hætti í Kanada og því ber ekki að líta á þær sem fjármálaráðgjöf eða

ráðleggingu um fjárfestingar í skilningi kanadískra verðbréfalaga.

## ÖNNUR LÖND

Lög og reglugerðir í öðrum löndum kunna einnig að takmarka dreifingu skýrslu þessarar.

Frekari upplýsingar varðandi efni Greiningar Íslandsbanka má finna á vefsíðunni: <http://islandsbanki.is>