



STÝRIVEXTIR SEÐLABANKANS

1.2.2019 | Greining Íslandsbanka

Samantekt

- Spáum óbreyttum stýrivöxtum 6. febrúar
- Verðbólguvæntingar og verðbólguhorfur hafa dempast nokkuð
- Efnahagshorfur hafa dökknad frá nóvemberspá Seðlabankans
- Aukið peningalegt aðhald þrátt fyrir óbreytta stýrivexti?
- Enn verulegur vaxtamunur við útlönd
- Óbreyttir vextir út áratuginn?

Meiri slaki í peningastefnuneftirfarandi?

Við spáum óbreyttum stýrivöxtum við næstu vaxtaákvörðun peningastefnuneftirfarandi Seðlabankans, sem kynnt verður þann 6. febrúar næstkomandi. Meginvextir bankans verða samkvæmt því áfram 4,50%.

Við síðustu vaxtaákvörðun í desember síðastliðnum stóð val peningastefnuneftirfarandi á milli þess að „staldra við og halda vöxtum óbreyttum eða hækka vexti um 25 prósentur“ svo vitnað sé í fundargerð frá síðasta vaxtaákvörðunarfundi. Einn nefndarmaður vildi á hækka vextina en hinir voru ásáttir um að halda þeim óbreyttum. Orðalagið „staldra við“ bendir til þess að nefndarmenn hafi í desember flestir verið þeirra skoðunar af frekari hækkun vaxta gæti þurft að koma til á næstunni.

Vaxtaákvörðanir peningastefnuneftirfarandi						
	Lagt til	Með	Móti	Kosið annað	Niðurstaða	Stýrivextir
okt.17	-25	5/5	0	0	-25	4,25
nóv.17	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	4,25
des.17	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	4,25
feb.18	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	4,25
mar.18	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	4,25
maí.18	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	4,25
jún.18	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	4,25
ágú.18	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	4,25
okt.18	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	4,25
nóv.18	+25	4/5	1(+50)	0	+25	4,50
des.18	Óbr.	4/5	1(+25)	0	Óbr.	4,50
feb.19	Óbr.				Óbr.	4,50

Hvað mælir með hærri stýrivöxtum?



- Verðbólga yfir markmiði og nokkuð í að hún hjaðni að ráði
- Verðbólguvæntingar yfir markmiði á flesta mælikvarða
- Myndarlegur vöxtur innlendrar eftirspurnar á fyrstu 9 mánuðum 2018
- Talsverðar líkur á að kjarasamningar feli í sér meiri hækkun launa en samrýmist verðstöðugleika og/eða minna aðhald ríkisfjármála
- Enn hefur ekki myndast slaki í hagkerfinu

Hvað mælir með óbreyttum stýrivöxtum?



- Verðbólguvæntingar hafa lækkað undanfarið
- Hægari verðhækkun á íbúðamarkaði
- Horfur á hægum hagvexti og óvissa til enn minni vaxtar
- Dregur líklega hratt úr framleiðsluspennu á komandi misserum
- Talsverður munur langtíma vaxta við útlönd
- Þrengri lausafjárstaða bankakerfis gæti falið í sér aukið peningalegt aðhald á næstunni

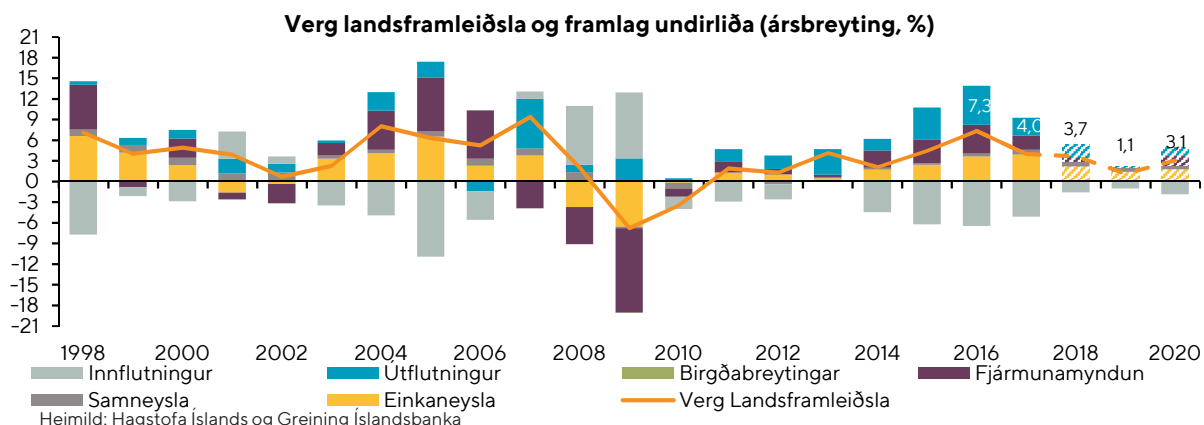
Frá vaxtaákvörðuninni í desember hefur hins vegar ýmislegt komið á daginn sem gæti gert peningastefnuneftirfarandi minna vígreifa í hækkunarhamnum. Verðbólguvæntingar janúarmánaðar var í hóflegri kantinum og verðbólguvæntingar hafa hjaðnað á ýmsa mælikvarða undanfarnar vikur. Þá eru vísbendingar um að framleiðslupenna gæti hjaðnað allhratt á yfirstandandi ári. Þörfir fyrir peningalegt aðhald á næstunni virðist því fara heldur minnkandi. Eftir sem áður er líklegt að framsýn leiðsögn peningastefnuneftirfarandi verði fremur í átt til vaxtahækkunar en hitt, en við teljum hins vegar að stýrivextir gætu haldist óbreyttir út þetta ár.



Horfur á hægum vexti og óvissan niður á við

Tölur fyrir fyrstu 9 mánuði ársins 2018 hljóða upp á 5,0% hagvöxt á tímabilinu. Skýrðist myndarlegur vöxtur ekki sist af allhröðum vexti einkaneyslu, örum vexti íbúðafjárfestingar og hagstæðu framlagi utanríkisviðskipta til vaxtar. Ýmis merki eru hins vegar um að hægt hafi talsvert á vextinum á lokafjórðungi ársins og gerum við því ráð fyrir að vöxtur hafi verið 3,7% á árinu 2018 í heild.

Útlit er fyrir mun hægari vöxt á árinu 2019. Drifkraftar vaxtar undanfarinna missera munu allir verða í einhvers konar hvíldarstöðu á árinu. Einkaneysluvöxtur verður hægur, vöxtur þjónustuútflytnings mjög lítill og samdráttur verður í fjárfestingu atvinnuvega frá fyrra ári samkvæmt nýbirtri þjóðhagspá okkar, sem hljóðar upp á 1,1% hagvöxt á yfirstandandi ári. Það er mun hægari vöxtur en Seðlabankinn gerði ráð fyrir í nóvemberspá sinni (2,7%).

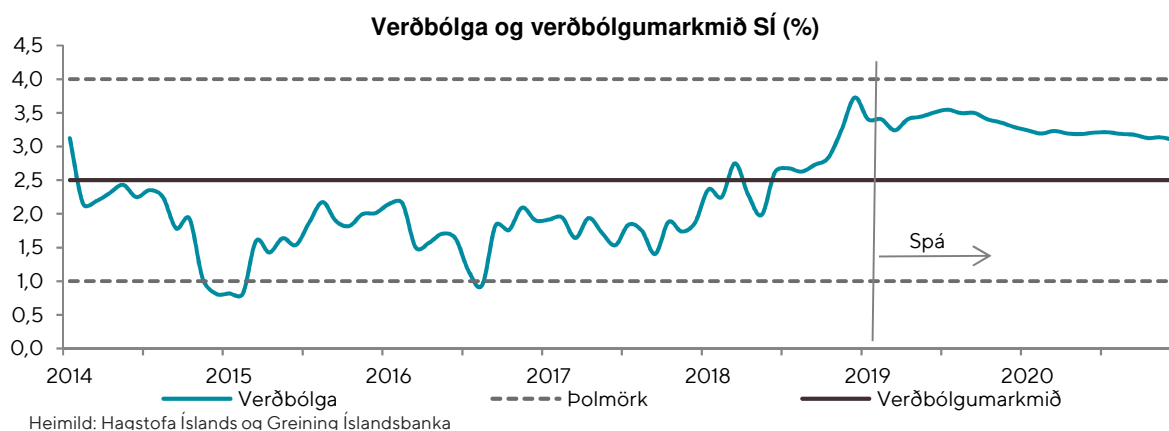


Nýlegar fréttir af neikvæðri mælingu á loðnustofninum og spá Ísavia um 2% samdrátt í heimsóknnum ferðamanna til Íslands í ár rennir stöðum undir að nóvemberspáin hafi verið of bjartsýn. Þá er lítið að rofa til í kjaraviðræðum á almennum markaði og hafa líkur á verkfallsaðgerðum eða öðrum óróa á vinnumarkaði aukist nokkuð að mati okkar. Slíkar aðgerðir gætu hæglega haft talsverð neikvæð skammtímaáhrif á gangverk hagkerfisins og eftir sem áður ríkir óvissa um hvort þær myndu skila samningum sem samræmast hóflegri verðbólgu eða hvort áhrifin yrðu ört vaxandi kostnaðarþrýstingur og/eða minnkandi aðhald opinberra fjármála.

Að því gefnu að uppfærð spá bankans, sem birt verður í Peningamálum samhliða vaxtaákvörðuninni, verði meira í ætt við spá okkar en nóvemberspá bankans sjálfs dregur því talsvert hraðar úr spennu í þjóðarbúskapnum í ár en útlit var fyrir samkvæmt nóvemberspánni á sama tíma og óvissa um skammtímaþróun virðist fremur vera niður á við, þ.e. til enn minni skammtímafaxtar. Það ætti öðru jöfnu að kalla á lægri raunstýrivexti.

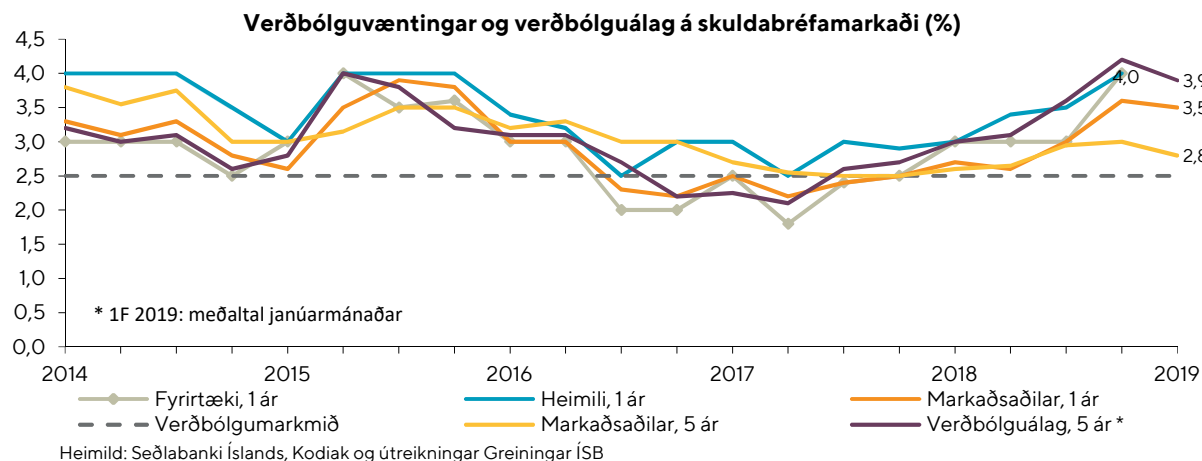
Verðbólguvæntingar þokast niður

Frá síðustu vaxtaákvörðun Seðlabankans hefur verðbólga aukist örlítið. Verðbólgan mældist 3,4% í janúar 2019 en við desemberákvörðun bankans var nýjasta verðbólguvæntingin frá nóvembermánuði og hljóðaði upp á 3,3% verðbólgu. Skammtíma verðbólguhorfur eru hins vegar að okkar mati í samræmi við spána sem Seðlabankinn birti í nóvember, en þá spáði hann 3,5% verðbólgu á fyrri helmingi ársins 2019.





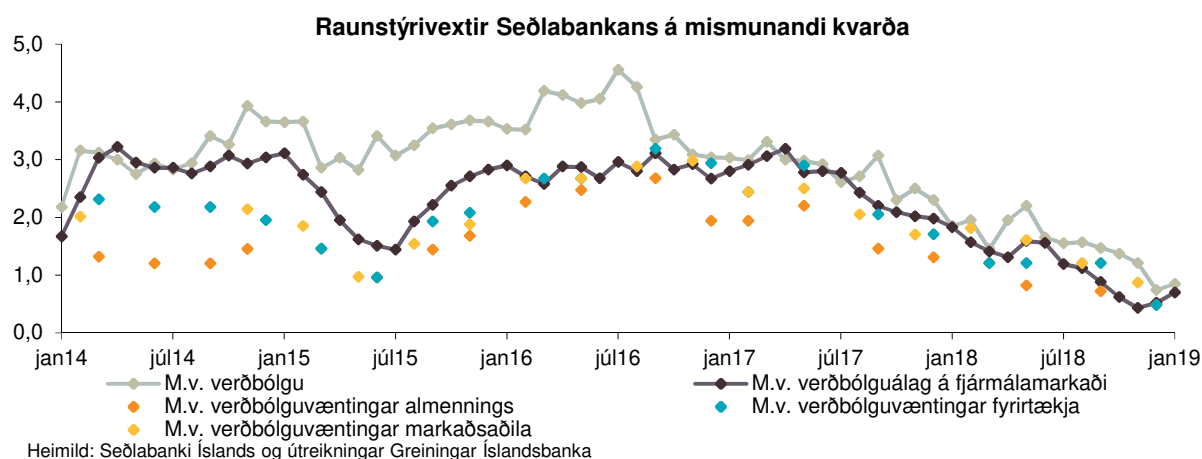
Peningastefnunefndin hefur undanfarið haft vaxandi, og skiljanlegar, áhyggjur af hækkandi verðbólguvæntingum og -álagi enda viku verðbólguvæntingar á alla mælikvarða talsvert frá markmiði bankans eftir því sem leið á síðasta ár. Það ætti því að gleðja nefndarmenn að nýjustu mælingar á verðbólguvæntingum markaðsaðila sýna að væntingar hafa þokast niður á við að nýju hvort sem lítið er til skamms eða meðallangs tíma. Sömu sögu má segja af verðbólguálagi á skuldabréfamarkaði, sem náði hámarki í nóvembermánuði og hefur lækkað nokkuð að nýju.



Vissulega eru bæði verðbólguálag og verðbólguvæntingar enn nokkuð fyrir ofan verðbólgu markmiðið en að okkar mati er ekki síður mikilvægt að miðað við nýjustu mælingar hefur leitni sumra þessara kvarða snúist við eftir linnulitla hækkun á árinu 2018. Haldi slík lækkunarþróun áfram boðar það gott fyrir trúverðugleika peningastefnu Seðlabankans og minnkar að öðru jöfnu þörfina á peningalegu aðhaldi þótt verðbólga fari tímabundið yfir verðbólgu markmiðið.

Raunstýrivextir þokast upp

Lækkun verðbólguvæntinga og -álags undanfarið endurspeglast í hækkun raunstýrivaxta. Eftir verulega lækkun skammtíma raunvaxta á alla mælikvarða frá miðju ári 2017 hefur sú þróun snúist við upp á síðkastið. Raunstýrivextir eru nú á bilinu 0,5% - 0,9% á mismunandi kvarða. Vert er að hafa í huga að lægstu gildi fyrir raunstýrivextina byggja á 1-2 mánaða gömlum væntingakönnunum og ættu því e.t.v. að vigta minna í mati nefndarmanna á peningalegu aðhaldi en nýrri mælingar.

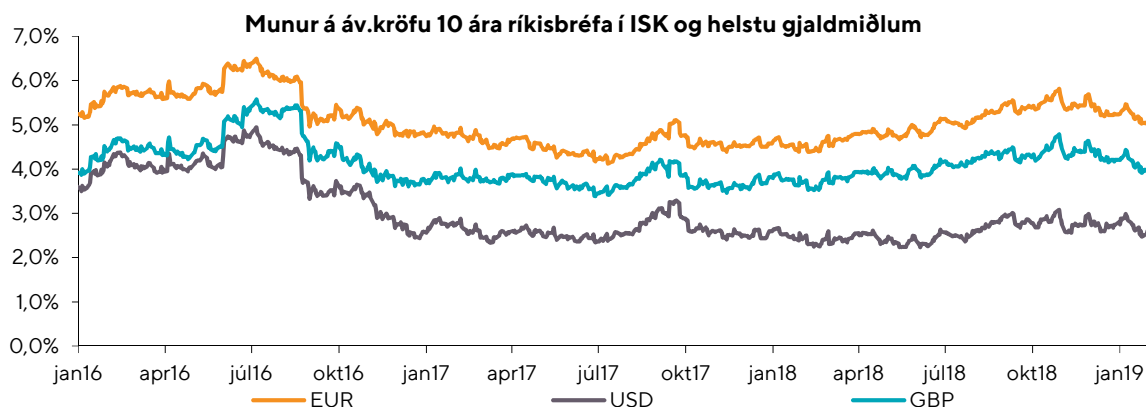


Ef þessi þróun er sett í samhengi við neikvæðari skammtímahorfur í hagkerfinu og vísbendingar um að trúverðugleiki peningastefnunnar kunni að vera að aukast má leiða að því líkur að nefndarmenn þurfi ekki að hafa jafn miklar áhyggjur af ónógu aðhaldi peningastefnunnar og viðraðar voru í nóvember og desember.



Enn verulegur vaxtamunur við útlönd

Undanfarið hefur vaxtamunur við útlönd nokkuð minnkað ef horft er til helstu gjaldmiðla. Miðað við 10 ára ríkisbréf er vaxtamunurinn á bilinu 2,5% (m.v. USD) og 5,0% (m.v. EUR). Eins og sjá má af myndinni er vaxtamunurinn þó enn verulegur, sér í lagi þegar haft er í huga að talsvert minni munur verður líkast til á vaxtartakti íslenska hagkerfisins og hagkerfanna sem neðangreindar myntir tilheyra en raunin var fyrir nokkrum misserum. Á móti vegur vissulega að verðbólga hér á landi hefur aukist umtalsvert meira en raunin er í samanburðarlöndunum og framleiðsluspenna verið talsverð síðustu fjórðunga.

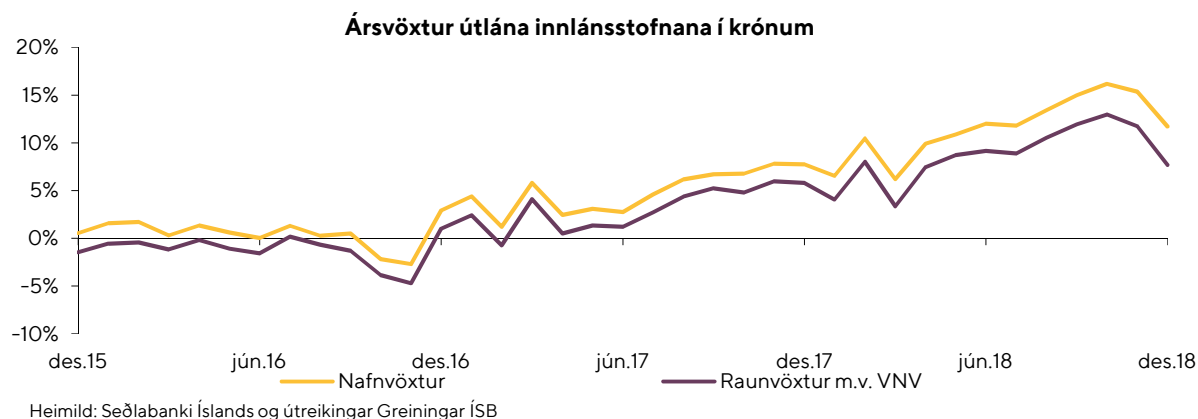


Í þessu samhengi er væntanlega lykilatriði hvort þörf sé á að toga upp langtíma raunvaxtastigið hérlandis vegna dvínandi trúverðugleika peningastefnunnar, en líkt og fjallað er um að framan fara líkurnar á slíkri þróun líkast til minnkandi.

Aukið aðhald þrátt fyrir óbreytta vexti?

Fleira hefur áhrif á skammtíma vaxtastig í hagkerfinu en stýrivextirnir sjálfir. Til að mynda eru nú vísbendingar um að nokkuð sé að þrengjast um lausafjárstöðu í bankakerfinu í heild eftir býsna rúma stöðu undanfarin ár. Verði framhald á þeirri þróun mun það endurspeglast í minni útlánagetu bankanna en ella og færa virka skammtíma vexti frá lægri enda vaxtagangs Seðlabankans upp í efri hluta hans, þar sem útlánavextir bankans ráða för. Áhrifin á hagkerfið af slíkri þróun eru á endanum sambærileg við beina hækkun stýrivaxta og ættu því að minnka þörfina fyrir vaxtahækkun.

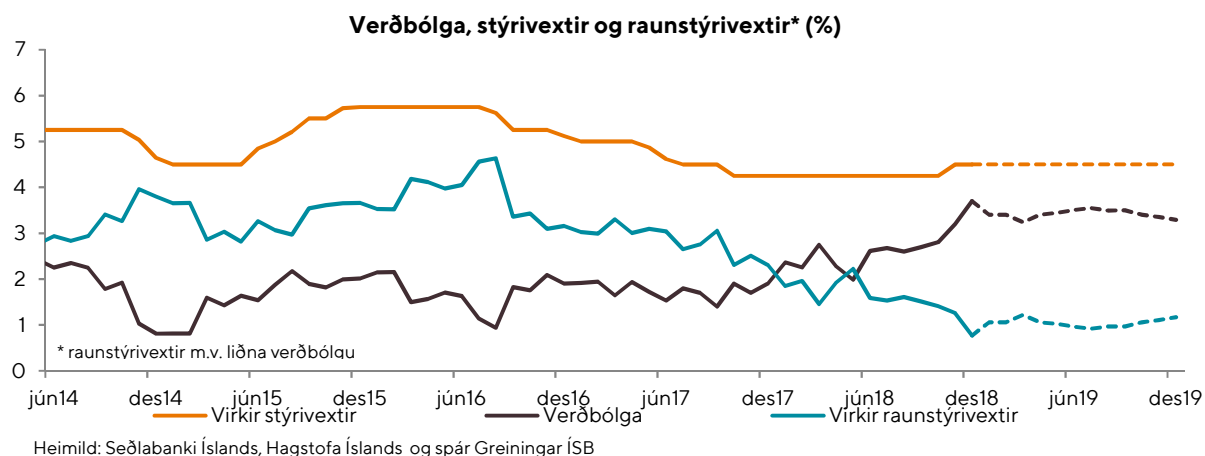
Í því ljósi kemur það okkur nokkuð spánskt fyrir sjónir að rætt var á síðasta vaxtaákvörðunarfundi um það hvort ástæða væri til þess að hækka almenna bindiskyldu í ljósi aukins útlánavaxtar að undanfögnu. Útlánavöxtur innlánsstofnana náði hámarki í októbermánuði síðastliðnum ef leiðrétt er fyrir verðlagsþróun, en allhratt hefur dregið úr vextinum undanfarið. Ætti það að slá eitthvað á þessar áhyggjur nefndarmanna. Í öllu falli myndi slík aðgerð verða til þess að auka peningalegt aðhald enn frekar að óbreyttum stýrivöxtum.





Hver kýs hvað?

Sú nýbreytni var tilkynnt fyrir áramót að frá og með vaxtaákvörðuninni í febrúar myndi koma fram í fundargerð vaxtaákvörðunarfunda hvernig atkvæði einstakra nefndarmanna hefðu fallið. Er þetta jákvæð breyting sem er til þess fallin að auka gagnsæi í ákvarðanatöku peningastefnuneftirlitsins. Því mun liggja fyrir þann 20. febrúar næstkomandi á hvern veg nefndarmenn kusu í vaxtaákvörðuninni sem hér er til umfjöllunar.



Óbreyttir stýrivextir út áratuginn?

Í nýlegri þjóðhagsspá okkar gerðum við ráð fyrir að stýrivextir Seðlabankans yrðu óbreyttir út árið 2020. Miðað við þá spá verða raunstýrivextir áfram lágir næsta kastið á meðan verðbólga helst á svipuðu róli og nú. Hægari vöxtur innlendra eftirspurnar og stöðugri verðbólguhorfur og -væntingar ættu hins vegar að kalla á lága raunvexti að öðru jöfnu. Er verðbólga tekur að hjaðna á nýjan leik helst það í hendur við þörf fyrir heldur hærri raunvexti eftir því sem meiri gangur færir í hagvöxt á nýjan leik, sér í lagi ef peningalegt aðhald eykst einnig á sama tíma vegna þrengri lausafjárstöðu í bankakerfinu. Það er því ekkert sem bendir sérstaklega til þess að stýrivextir Seðlabankans þurfi að hækka frekar það sem eftir lifir áratugarins.



Umsjón og tengslupplýsingar

Umsjón: Greining Íslandsbanka, netfang: greining@islandsbanki.is:

Ábm.: Jón Bjarki Bentsson, aðalhafgræðingur 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).

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>