



STÝRIVEXTIR SEÐLABANKANS

2.11.2018 | Greining Íslandsbanka

Samantekt

- Spáum óbreyttum stýrivöxtum 7. nóvember
- Versnandi verðbólguhorfur togast á við versnandi efnahagshorfur
- Meiri óvissa en undanfarið um vaxtaákvörðunina og talsverðar líkur á hækkun vaxta fyrir áramót
- Óvissa um aðhaldspörf vegna niðurstöðu kjarasamninga gæti dregist á langinn
- Þróun langtíma verðbólguvæntinga verður lykilþáttur í stýrivaxtaþróun á komandi mánuðum
- Tímabært að endurstilla fjárstreymistækið

Verður mjótt á mununum í peningastefnunefnd?

Við spáum óbreyttum stýrivöxtum við næstu vaxtaákvörðun peningastefnunefndar Seðlabankans, sem kynnt verður þann 7. nóvember næstkomandi. Meginvextir bankans verða samkvæmt því áfram 4,25%. Gangi spáin eftir verður þetta níunda vaxtaákvörðunin í röð þar sem vöxtum er haldið óbreyttum.

Vaxtaákvörðanir peningastefnunefndar						
	Lagt til	Með	Móti	Kosið annað	Niðurstaða	Stýrivextir
jún.17	-25	5/5	0	2 (-50)	-25	4,50
ágú.17	Óbr.	5/5	0	1 (-25)	Óbr.	4,50
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	Óbr.				Óbr.	4,25

Óvissa um vaxtaákvörðunina og næstu skref í ákvörðunum peningastefnunefndar hefur hins vegar aukist umtalsvert síðustu vikur. Líklegt er að sitt muni sýnast hverjum í nefndinni, og talsverðar líkur eru á að vaxtahækkun verði ofan á þótt við teljum óbreytta stýrivexti líklegri niðurstöðu. Við síðustu vaxtaákvörðun var einn nefndarmaður á því að herða þyrfti aðhald peningastefnunnar að öðru óbreyttu. Þessi nefndarmaður mun væntanlega kjósa með vaxtahækkun nú og það mun ráða úrslitum um vaxtaákvörðunina hversu margir aðrir nefndarmenn snúast á sveif með honum. Þar verður svo líkast til lyklatríði hvernig nýjustu mælingar á verðbólguvæntingum munu líta út. Miðað við að enginn annar nefndarmaður skyldi hreyfa við möguleikanum á vaxtahækkun í október kæmi það hins vegar nokkuð á óvart ef samastaða yrði um hækkun nú.

Hvað mælir með hærri stýrivöxtum?



- Versnandi skammtíma verðbólguhorfur
- Hækkandi verðbólguálag
- Myndarlegur vöxtur innlendra eftirspurnar á fyrri árshelmingi 2018
- Talsverðar líkur á að kjarasamningar feli í sér bæði meiri hækkun launa en samrýmist verðstöðugleika og minna aðhald ríkisfjármála
- Enn hefur ekki myndast slaki í hagkerfinu

Hvað mælir með óbreyttum stýrivöxtum?



- Verðbólguvæntingar enn nokkuð nærri markmiði
- Hægari verðhækkun á íbúðamarkaði
- Horfur á að dragi hratt úr hagvexti
- Minni framleiðsluspenna á komandi misserum
- Aukinn munur langtímavaxta við útlönd
- Hækkun langtímavaxta felur þegar í sér aukið peningalegt aðhald

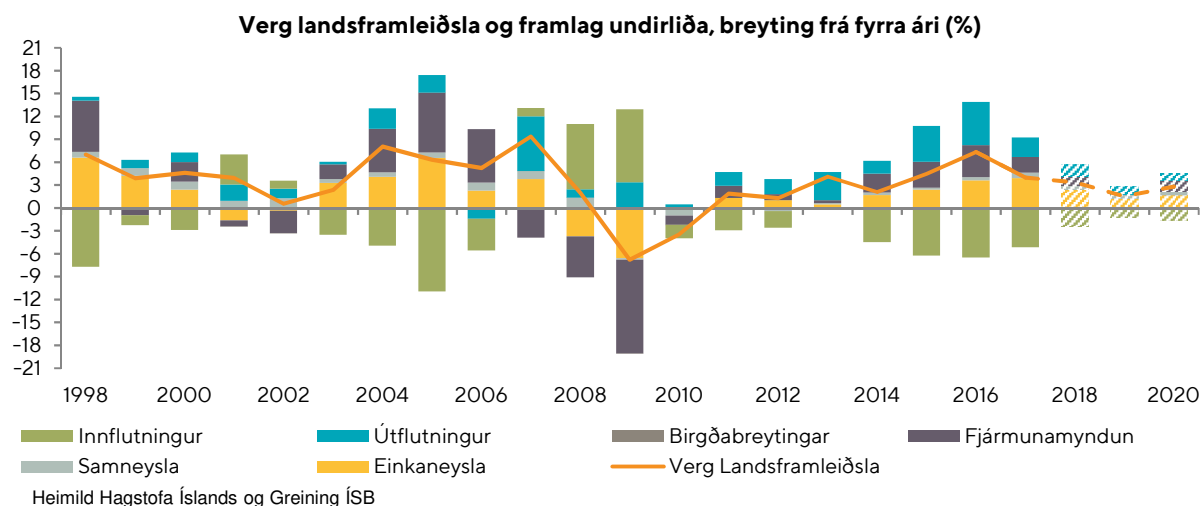
Framsýna leiðsögnin mun væntanlega verða fremur til hækkunar vaxta á næstunni og tónninn í yfirlýsingu peningastefnunefndar nokkuð harður í ljósi vaxandi óvissu og verri skammtíma verðbólguhorfa. Ef kemur á daginn að verðbólguvæntingar til lengri tíma eru að festa sig í sessi umtalsvert yfir verðbólguþröngun mun



peningastefnunefndin væntanlega bregðast við því með hækkun stýrivaxta fyrr en seinna, enda hefur hún ítrekað minnt á þann ásetning sinn að standa vörð um verðbólguþröskulkið við undanfarnar vaxtaákvörðanir.

Enn talsverður gangur í hagkerfinu en heimili og fyrirtæki að stíga þétt á bremsuna

Eftir myndarlegan hagvöxt á fyrri ársþriðingi eru sterkar vísbendingar um að vöxturinn á seinni þriðingi ársins reynist mun hægari. Væntingar fyrirtækja jafnt sem heimila um efnahagshorfur hafa lækkað hratt frá vordögum. Þá sýna tölur um kortaveltu og innflutning skýr merki um að nú sé að hægja verulega á vexti einkaneyslu. Vísbendingar eru einnig um hægari vöxt atvinnuvegafjárfestingar og jafnvel samdrátt í einstökum tegundum hennar.



Hagspá okkar frá september síðastliðnum gerir ráð fyrir 1,5% hagvexti á komandi ári í kjölfar 3,4% vaxtar í ár. Verði ný hagspá Seðlabankans í svipuðum dúr mun það endurspeglast í spá um minni framleiðsluspennu á komandi misserum en var í ágústspá bankans. Það ætti að öðru jöfnu að kalla á lægra raunvaxtastig en áður var útlit fyrir.

Fylgja verðbólguvæntingar hækkandi verðbólguálagi á markaði?

Frá síðustu vaxtaákvörðun í októberbyrjun hefur verðbólga aukist lítillega. Októbermæling Hagstofunnar hljóðaði upp á 2,8% verðbólgu og var mælingin í stórum dráttum í takti við væntingar. Verðbólga er því sem fyrr innan skekkjumarka við 2,5% markmið Seðlabankans.

Verðbólguhorfur til skemmri tíma hafa hins vegar versnað nokkuð undanfarinn mánuð að mati okkar. Kemur þar þrennt til:

- Gengi krónu hefur lækkað á nýjan leik. Miðað við gengisvísitölu er krónan nú u.þ.b. 6% veikari en hún var við síðustu stýrivaxtaákvörðun.
- Kröfur Starfsgreinasambandsins og VR fyrir komandi kjaraviðræður voru birtar í októbermánuði. Þær fela bæði í sér mun meiri hækkun launa en samrýmist verðstöðugleika og gætu einnig sett talsverðan þrýsting til minna aðhalds ríkisfjármála ef orðið verður við þeim að verulegu leyti.
- Nýjustu tölur af íbúðamarkaði benda til þess að verðhækkunartaktur þar sé enn nokkru hraðari en við væntum.

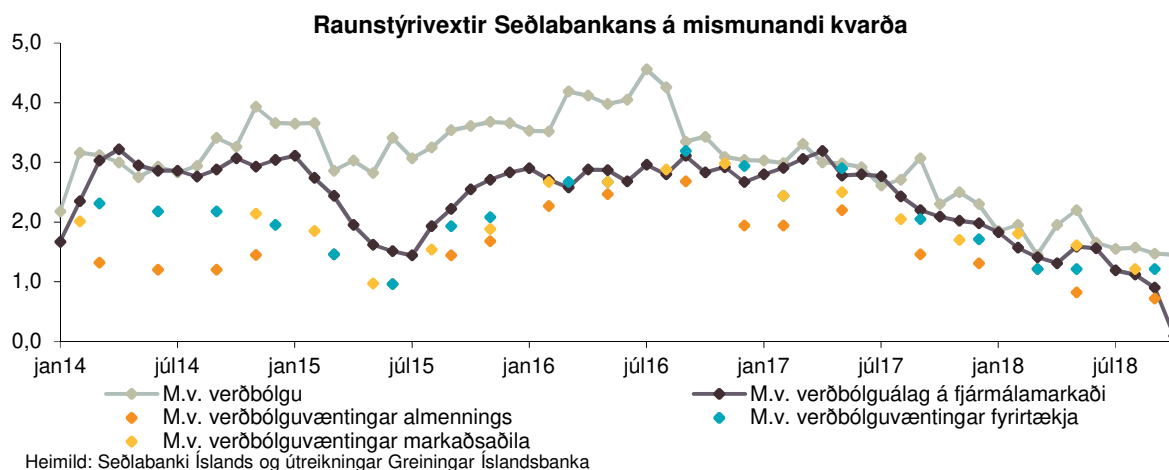


eftirspurnar verðtryggðra og óverðtryggðra ríkisbréfa. Má til að mynda benda á að verðbólguálag miðað við sértryggð skuldabréf hefur undanfarið verið nokkru lægra en álagið á ríkisbréfamarkaðinum. Sé þetta raunin má færa rök fyrir því að hækkun óverðtryggðra langtímavaxta á markaði feli í sér hærra aðhaldsstig hvað þennan hluta vaxtamarkaðar varðar. Þegar sjást merki um að verðlagning útlánavaxta sé farin að taka mið af hækkun óverðtryggðu kröfunnar á markaði. Ætti þar með síður að vera þörf á hærri skammtímavöxtum til að hafa áhrif á langtíma vaxtastig um þessar mundir.

Okkar mat er að nýjar mælingar á verðbólguvæntingum muni hafa mun meiri áhrif á peningastefnunefndina en fyrrnefnd þróun verðbólguálags á markaði. Ný mæling á væntingum markaðsaðila verður birt mánudaginn 5. nóvember og sýni hún umtalsverða hækkun verðbólguvæntinga gæti það orðið kornið sem fyllir vaxtahækkunarmælinn þann 7. nóvember.

Hverjir eru raunstýrivextirnir?

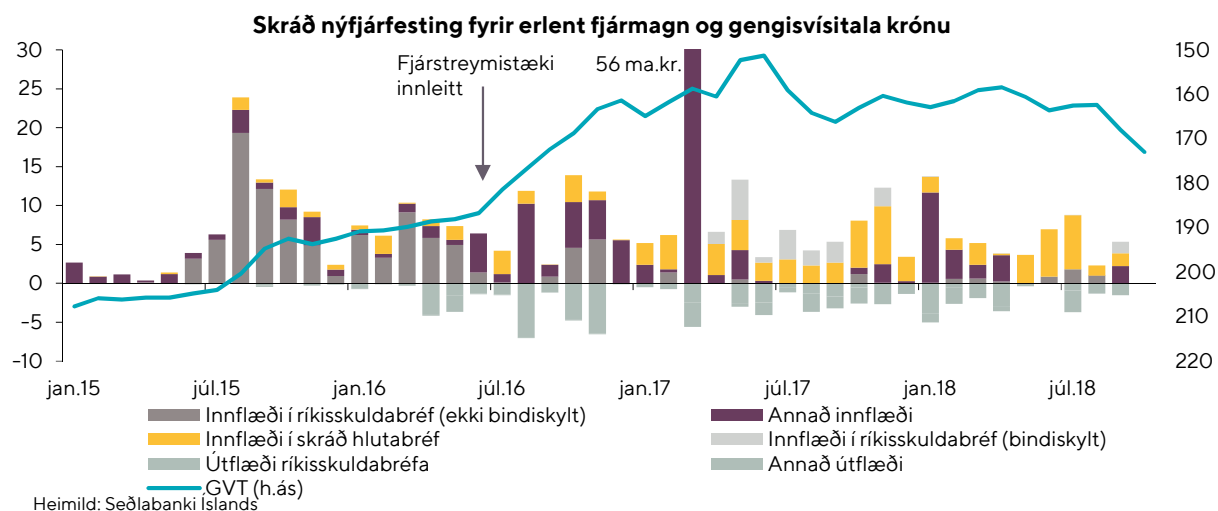
Undanfarið hefur dregið nokkuð í sundur með mismunandi mælikvörðum á raunstýrivexti. Á mælikvarða liðinnar verðbólgu eru þeir enn nokkuð háir, en hafa hins vegar lækkað ef miðað er við verðbólguvæntingar og sé tekið mið af verðbólguálagi á markaði eru raunstýrivextirnir orðnir mjög lágir. Rétt er þó að taka síðastalda mælikvarðanum með miklum fyrirvara, samanber umfjöllun um verðbólguálag á markaði hér að ofan. Að þeim mælikvarða undanskildum reiknast okkur til að virkir raunstýrivextir séu nú u.þ.b. 1,1% miðað við einfalt meðaltal mismunandi mælikvarða. Bilið er þó óvenju breitt, allt frá 0,1% (sé miðað við 5 ára verðbólguálag) og upp í 1,5% miðað við liðna verðbólgu. Sem fyrr segir munu nýjar mælingar á verðbólguvæntingum draga upp skýrari mynd af því hvar raunstýrivextirnir og þar með aðhaldsstig peningastefnunnar liggja.



Tímabært að endurstilla fjárstreymistækið

Undanfarið hefur það nánast verið fastur liður á kynningarfundum eftir vaxtaákvörðanir að stjórnendur Seðlabankans séu spurðir um mögulegar breytingar á hinu svokallaða fjárstreymistæki. Fjárstreymistækið felur í sér kvöð um að vilji erlendir aðilar koma með fjármuni til landsins til ávöxtunar í vaxtaberandi eignum eða innlánnum í íslenskum krónum verði þeir að leggja 40% af viðkomandi fjárhæð inn á vaxtalaus reikninga sem bundnir eru til 12 mánaða.

Fjárstreymistækinu er ætla að draga úr hvata til vaxtamunarviðskipta og þar með hættu á óhóflegum gengissveiflum vegna stöðutöku erlendra aðila í krónu. Eftir því sem gengi krónu hefur gefið eftir og dregið hefur úr vaxtarkrafti hagkerfisins og þar með þrýstingi til hærri raunvaxta en ella hefur ásýnd þessara hafta á innflæði fjármagns orðið einkennilegri. Það hlýtur að teljast sérstök staða að hagkerfi sem býr við afgang af utanríkisviðskiptum og sterka erlenda stöðu horfi upp á þrýsting til lækunar á gengi gjaldmiðils vegna þess að innlendir fjárfestar hafa ríkan vilja til að auka við erlendar eignir sínar á sama tíma og erlendum aðilum er gert erfitt fyrir af yfirvöldum að ávaxta sitt pund (eða evru og dollar) í innlendum vaxtaberandi eignum.



Að okkar mati er orðið tímabært að slakað verði á innflæðishöftunum, svo fjárstreymistækið sé kallað sínu rétta nafni. Gæti slík aðgerð orðið til þess að minnka þörfina á hækkun stýrivaxta á næstunni að því marki sem stöðugri króna vegna betra jafnvægis í fjárfestingarflæði hefði jákvæð áhrif á verðbólguvæntingar. Bæði mætti huga að því að undanskilja þá flokka vaxtaberandi eigna þar sem markaðsáhætta er umtalsverð, s.s. fyrirtækjaskuldabréf og eignavarin skuldabréf, lækka bindingarhlutfallið og/eða stytta binditíma á hinum vaxtalausum reikningum. Í hagkerfi þar sem eftirspurnarþrýstingur fer þverrandi og þörfin á háum raunvöxtum ætti því að minnka hlýtur að vera ákjósanlegra að stuðla að eðlilegu og gagnkvæmu flæði fjármagns milli landa en að auka við vaxtamun í þeirri viðleitni að hægja á flæði innlendrar fjárfestingar út fyrir landsteinana. Verður forvitnilegt að sjá hvort ráðist verður í að snúa tökkunum á fjárstreymistækinu næstkomandi miðvikudag.



Umsjón og tengslaupplýsingar

Umsjón: Greining Íslandsbanka, netfang: 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).

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>