

STÝRIVEXTIR SEÐLABANKANS

3.11. 2017 | Greining Íslandsbanka

Samantekt

- Spáum óbreyttum stýrivöxtum 15. nóvember
- Lækkun raunstýrivaxta og óvissa um opinber fjármál og vinnumarkað vegur þyngra en hægari hagvöxtur, rólegri íbúðamarkaður, stöðug króna og hóflegar verðbólguhorfur
- Vaxtalækkun ekki útilokuð, enda hefur fyrrisjáanleiki í peningastefnunni minnkað
- Spáum 50 punkta lækkun stýrivaxta á næsta ári

Vaxtaákvörðanir peningastefnufndar						
	Lagt til	Með	Móti	Kosið annað	Niðurstaða	Stýrivextir
ágú.16	-50	3/5	2(-25)	0	-50	5,25
okt.16	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	5,25
nóv.16	Óbr.	3/5	2(-25)	0	Óbr.	5,25
des.16	-25	4/5	1(óbr)	0	-25	5,00
feb.17	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	5,00
mar.17	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	5,00
maí.17	-25	5/5	0	0	-25	4,75
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.	4,25

Óbreyttir stýrivextir 15. nóvember?

Við spáum óbreyttum stýrivöxtum við næstu vaxtaákvörðun peningastefnufndar Seðlabankans, en ákvörðunin verður kynnt þann 15. nóvember næstkomandi. Gangi spáin eftir verða meginvextir Seðlabankans áfram 4,25%. Lækkun raunstýrivaxta vegna aukinnar verðbólgu og hækkandi verðbólguálags á sama tíma og þörf er fyrir nokkurt peningalegt aðhald, ásamt óvissu um aðhald opinberra fjármála og skammtímaþróun á vinnumarkaði mun þar að mati okkar hafa vinninginn á móti vísbendingum um hægari hagvöxt og meiri ró á íbúðamarkaði, stöðugu gengi krónu og allgöðum verðbólguhorfum til meðallangs tíma.



Hvað mælir með óbreyttum stýrivöxtum?

- Óvissa um aðhald ríkisfjármála
- Verðbólga jókst um 0,5% í október
- Spenna og óvissa á vinnumarkaði
- Einkaneysluvöxtur hraður og umfram vöxt kaupmáttar
- Horfur á vaxandi verðbólgu á komandi fjórðungum
- Þörf fyrir áframhaldandi peningalegt aðhald



Hvað mælir með lægri stýrivöxtum?

- Verðbólga enn undir verðbólguþröngun
- Verðbólguvæðingar enn við markmið
- Gengi krónu hefur verið stöðugt
- Hægari hækkun íbúðaverðs
- Minnkandi vöxtur ferðaþjónustu
- Minni framleiðsluspenna

Erfitt er hins vegar að ráða í áherslur peningastefnufndarinnar um þessar mundir. Af síðustu yfirlýsingu, sem og fundargerð eftir síðasta vaxtaákvörðunarfund, má merkja talsverðan almennan dúfuham á nefndarmönnum. Því er alls ekki útilokað að vextir verði lækkaðir um 25 punkta 15. nóvember.

Framsýna leiðsögnin yfirlýsingu peningastefnufndar í október var hlutlaus, líkt og hefur verið raunin undanfarið ár. Framsýn leiðsögn í yfirlýsingum hennar undanfarið hefur reynst

Vaxtaákvörðanir og framsýn leiðsögn peningastefnufndar					
Framvirk leiðsögn fyrir ákvörðun*		Ákvörðun	Stýrivextir	Kröfub. RÍKB25**	
Yfirlýsing	Fundargerð				
jún.16	↗	Óbr.	5,75	-10	
ágú.16	↗	-50	5,25	-56	
okt.16	→	Óbr.	5,25	-3	
nóv.16	→	Óbr.	5,25	9	
des.16	→	-25	5,00	-11	
feb.17	→	Óbr.	5,00	-11	
mar.17	→	Óbr.	5,00	2	
maí.17	→	-25	4,75	-16	
jún.17	→	-25	4,50	-1	
ágú.17	→	Óbr.	4,50	5	
okt.17	↘	-25	4,25	-27	

*→ = vænta má óbreyttra vaxta, ↗ = skýr leiðsögn um hækkun/lækkun og ↘ = hækkun/lækkun geti komið til greina

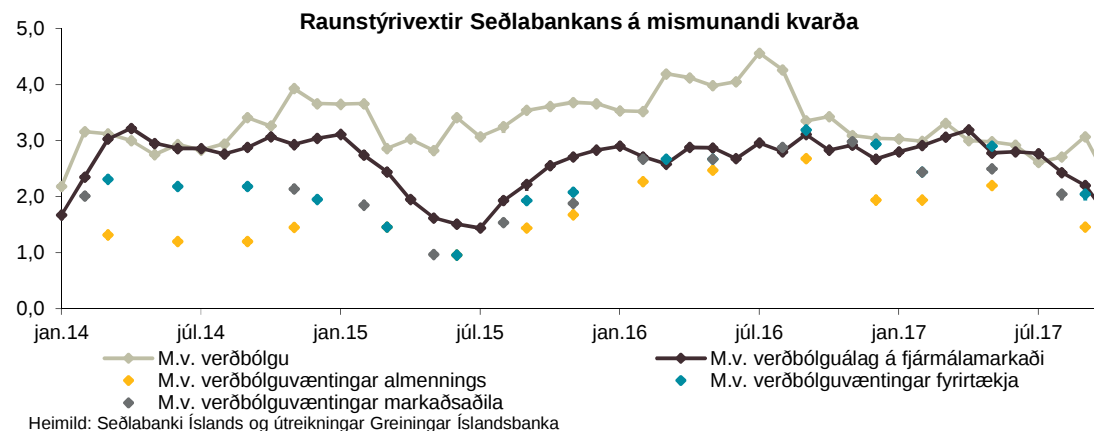
** Breyting lokakröfu frá degi fyrir vaxtaákvörðun til dags eftir vaxtaákvörðun

gagnslítill, enda hefur nefndin við undanfarin fimm vaxtalækkunarskref að mestu látið hjá líða að undirbúa þau með framsýnu leiðsögninni. Þá virðast áhrifaþættir á borð við pólitíska óvissu og gengisþróun krónu hafa verulega mismunandi vægi við ákvarðanatökuna frá einum tíma til annars.

Þegar vægi framsýnnar leiðsagnar minnkar leiðir það að öðru jöfnu til meiri óvissu um peningastefnuna til skemmri tíma lítið, og þar með meiri sveiflna í vaxtavæntingum og langtímaþvöxtum en æskilegt væri. Dæmi um þetta er hin óvænta vaxtalækkun í októberbyrjun sem orsakaði talsverða kröfulækkun á markaði. Að okkar mati væri heppilegra fyrir skilvirkni og gegnsæi peningastefnunnar að vaxtabreytingar væru oftár en ekki undirbúnar með framsýnni leiðsögn. Hefði það til að mynda verið gert í október (annað hvort með skýrri framsýnni leiðsögn til lækkunar í ágúst, eða óbreyttum vöxtum með lækkunarleiðsögn í október) hefðu viðbrögð á markaði væntanlega verið hófstiltari og dreifst með jafnari hætti yfir haustmánuðina.

Raunstýrivextir lækka

Öfugt við lækkun stýrivaxta á fyrri hluta ársins, sem fyrst og fremst hafði það hlutverk að halda aftur af lækkun raunstýrivaxta vegna hjaðnandi verðbólgu og verðbólguvæntinga, hafði vaxtalækkunin í október þann beina tilgang að lækka raunstýrivexti. Á flesta kvarða urðu litlar breytingar á raunstýrivöxtum á fyrri helmingi ársins. Frá miðju ári hafa þeir hins vegar lækkað um ríflega prósentu miðað við verðbólguálag ríkisbréfa og um 0,6 prósentur ef tekið er mið af liðinni verðbólgu. Á aðra kvarða lækkuðu raunstýrivextirnir einnig allnokkuð, eins og sjá má á myndinni hér að neðan.



Frá og með vaxtaákvörðuninni í októberbyrjun hafa raunstýrivextir lækkað um ríflega hálfa prósentu miðað við verðbólguálag á markaði og liðna verðbólgu. Lækkun raunstýrivaxta er eðlileg í ljósi þess að horfur eru á að spenna í hagkerfinu fari minnkandi og verðbólguvæntingar hafa reynst nokkuð stöðugar undanfarna fjórðunga. Einnig er greinilegt að peningastefnunefndin telur raunstýrivexti á bilinu 2,0%-2,5%, líkt og voru að meðaltali í september, jafngilda peningalegu aðhaldi og þar með að jafnvægisvextir séu lægri en það um þessar mundir.

Það er meira vafamál hvort nefndin muni sjá ástæðu til að herða enn frekar á þeirri lækkun raunvaxtanna sem orðið hefur undanfarið með beinni lækkun stýrivaxta í nóvember, a.m.k. þar til skýrari vísbendingar eru komnar fram um hvert stefnir í ríkisfjármálum og á vinnumarkaði, meira jafnvægi á íbúðamarkaði, hægari snúning hjóla efnahagslífsins eða einhverja blöndu þessara þátta.

Skiptir pólitísk óvissa máli?

Nú liggur fyrir niðurstaða Alþingiskosninga, en vaxtaákvörðunin í októberbyrjun var tekin skömmu eftir stjórnsrít og boðun kosninga. Peningastefnunefndin hafði hins vegar fremur hóflegar áhyggjur

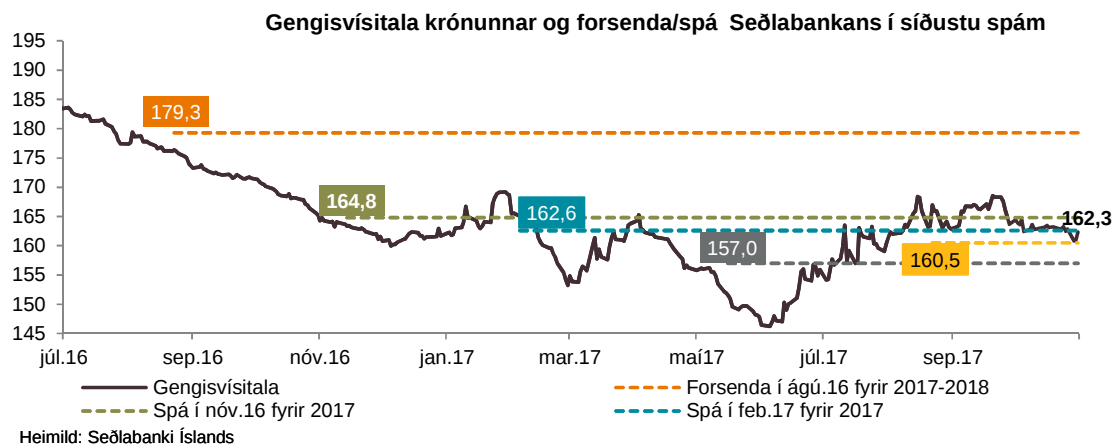
af þeirri pólitísku óvissu sem þá var uppi, og taldi hana jafnvel geta orðið til þess að hægja á innlendri eftirspurn. Þó var það einnig nefnt að óvissa um aðhald ríkisfjármála eftir komandi kosningar væri rök fyrir óbreyttum vöxtum. Þetta er talsverð stefnubreyting í afstöðu nefndarinnar til slíkrar óvissu, sem fram að þessu hafði oftast verið henni verulegur þyrnir í auga og gjarnan verið tínd til sem gild ástæða til varfærni við vaxtabreytingar. Nægir þar að benda á þessa setningu í yfirlýsingu nefndarinnar fyrir réttu ári. Þá eins og nú lágu fyrir úrslit kosninga en stjórnarmyndun var ólokið (feitiletrun er okkar):

„Ákvörðun peningastefnunefndar um óbreytta vexti er tekin með hliðsjón af fyrirliggjandi spá og áhættumati nefndarinnar. **Má þar sérstaklega nefna óvissu um stefnuna í ríkisfjármálum, en aðhald hennar hefur slaknað nokkuð undanfarin tvö ár og óljóst er á þessu stigi hver efnahagsstefna næstu ríkisstjórnar verður.**“

Vandséð er að stöðugri verðbólguvæntingar dugi einar og sér til að skýra þetta breytta mat peningastefnunefndar á vægi pólitískrar óvissu í ákvörðunum sínum. Er þetta ein af ástæðum þess hversu erfitt er að átta sig á ákvarðanatöku hennar þessa dagana, og þar með næstu skrefum í stjórnun peningamála.

Stöðug króna frá októberbyrjun

Gengi krónu hefur verið nánast óbreytt frá vaxtaákvörðuninni í októberbyrjun. Má raunar segja að krónan hafi sveiflast á þröngu bili frá ágústbyrjun eftir snarpa veikingu í júní og júlí. Gengi krónu er einnig í takti við það gengi sem Seðlabankinn gerði ráð fyrir að jafnaði á lokaþriðjungi ársins í síðustu spá sinni.

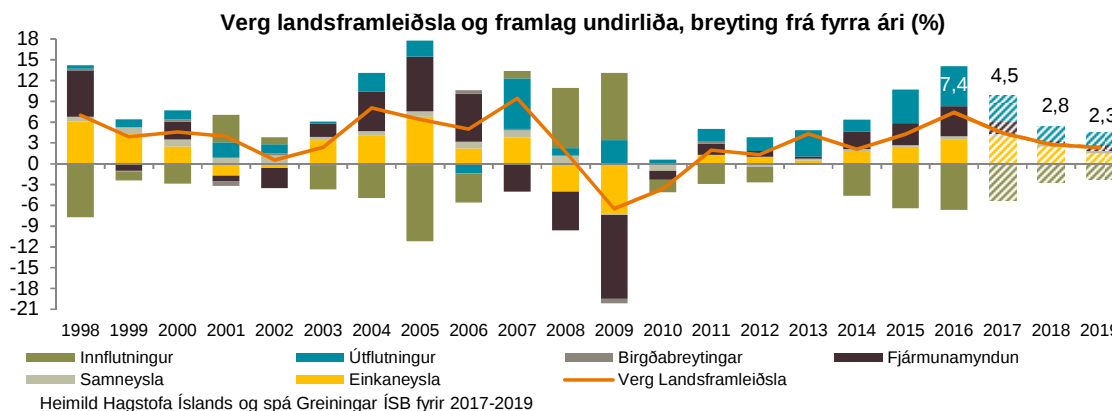


Í októberbyrjun nefndi peningastefnunefndin að ef gengi krónu næði jafnvægi á núverandi slóðum væri ólíklegt að gengisþróunin yrði til þess að auka á verðbólgu á næstunni. Þróun krónunnar undanfarinn mánuð ætti því að vera nefndinni ástæða til minna aðhalds ef eitthvað er, þótt líklega skipti hún ekki sköpum í vaxtaákvörðuninni nú.

Dregur úr hagvexti en einkaneysla vex hratt

Við síðustu vaxtaákvörðun nefndi peningastefnunefnd að skýrari merki um minnkandi spennu í þjóðarþróuninni gæfu svigrúm til að lækka vexti. Var þar bent á hægari hagvöxt í fyrri helmingi ársins en Seðlabankinn hafði spáð, minni vöxt ferðapjónustu, minnkandi bjartsýni forsvarsmanna fyrirtækja í væntingakönnun Gallup, hægari árshækkun húsnæðis og að dregið hefði úr skorti á vinnuafli.

Aðlögun að sjálfbærum hagvexti væri því hraðari en áður hefði verið talið og þar með væri hægt að ná verðbólguþröngunni við lægri raunvexti.

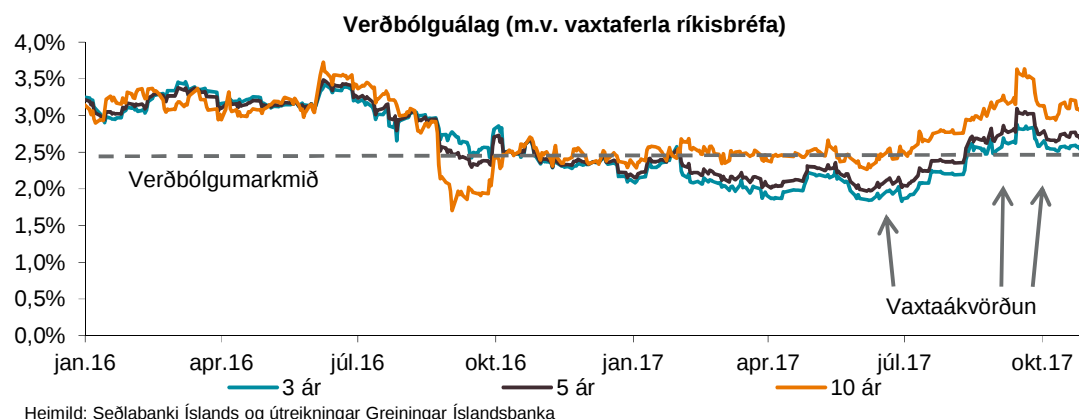


Ýmislegt sem fram hefur komið síðan styður þessa greiningu nefndarinnar. Í októbermælingu VNV lækkaði markaðsverð húsnæðis lítillega, en það hafði þá ekki gerst frá júní 2015. Nýjustu tölur úr ferðaþjónustu bera einnig skýr merki um hægari vöxt. Þá eru vísbendingar um minni vöxt fjárfestingar atvinnuvega upp á síðkastið, og væntingavísitala Gallup hefur lækkað undanfarna mánuði.

Hins vegar eru enn fá merki um að hægt hafi á vexti einkaneyslu. Kortatölur sýna til að mynda álíka hraðan vöxt á 3. ársfjórðungi og var á fyrri hluta ársins, þegar einkaneysluvöxtur mældist 8,3%. Samsetning hagvaxtar er því að verða óhagstæðari, en peningastefnunefndin hefur oft á tíðum gert töluvert úr samsetningu hagvaxtarins ekki síður en vaxtarhraðanum sjálfum. Einhverra hluta vegna sá nefndin þó ekki ástæðu til að fetta fingur út í þá þróun við vaxtalækkunina í október.

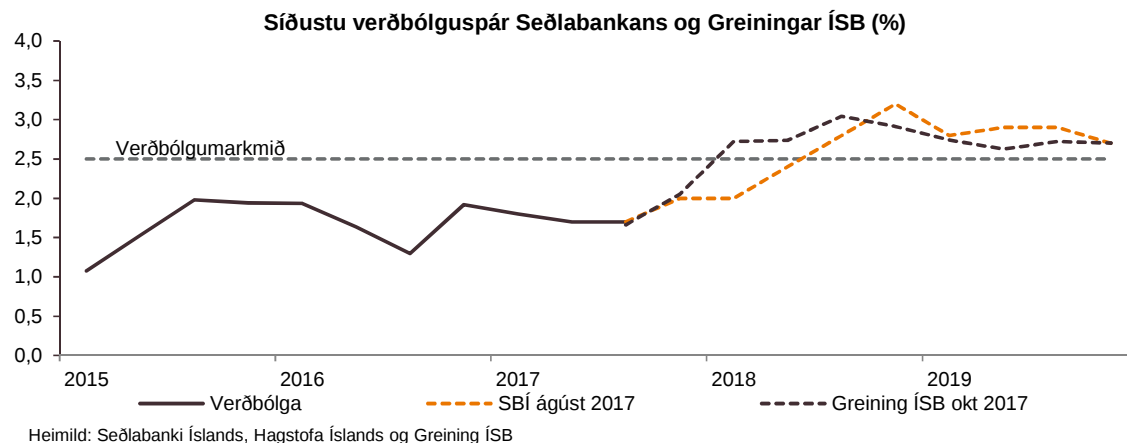
Verðbólga eykst en verðbólguvæntingar enn nærri markmiði

Verðbólguálag á markaði, mælt út frá mun á verðtryggðum og óverðtryggðum vaxtaferlum á skuldabréfamarkaði, hefur hækkað lítillega frá síðustu vaxtaákvörðun. 5 ára álag hefur farið úr 2,7% í 2,8% og 10 ára álag úr 3,0% í 3,1%. Álagið endurspeglar enn í grófum dráttum verðbólguvæntingar í samræmi við markmið Seðlabankans, að teknu tilliti til óvissuálags á langtíma nafnvexti.



Verðbólga í október reyndist nokkru meiri en almennt hafði verið spáð, sér í lagi vegna snarprar hækkunar á matvöruverði. VNV hækkaði um 0,5% í mánuðinum, og jókst 12 mánaða taktur verðbólgunnar þar með úr 1,4% í 1,9%. Verðbólguálagið í október fól í sér blendin skilaboð um undirliggjandi þróun til peningastefnunefndarinnar. Annars vegar kom framangreind hækkun á

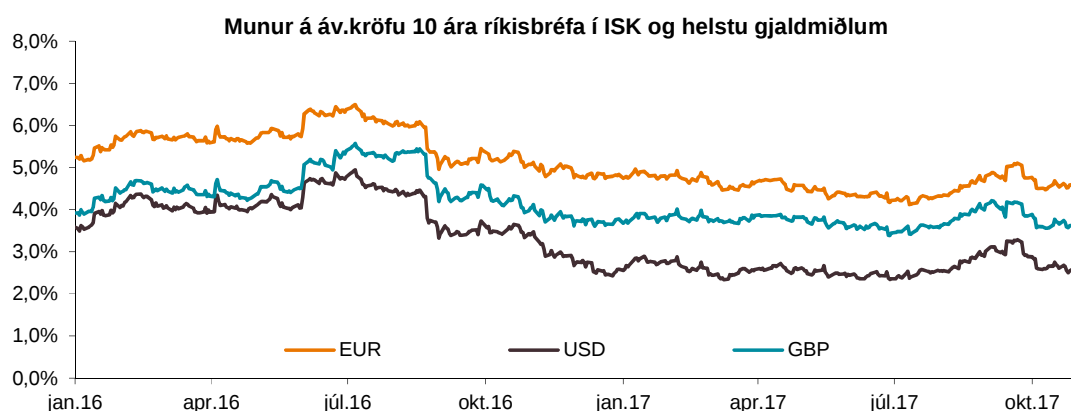
matvöruverði óþægilega þvert á þá skoðun nefndarinnar í október að undirliggjandi verðbólga virtist fara hjaðnandi. Á hinn bóginn kom lítilsháttar lækkun reiknaðrar húsaleigu vel heim og saman við það mat nefndarinnar í októberbyrjun að draga gæti farið hratt úr hækkun húsnæðisverðs.



Seðlabankinn birtir nýja verðbólguþspá samhliða vaxtaákvörðuninni 15. nóvember. Ekki er ólíklegt að sú spá verði öllu bjartsýnni á verðbólguhorfur en ágústspá bankans, en í þeirri spá var gert ráð fyrir að verðbólga næði hámarki í 3,2% á 3F 2018 og hjaðnaði aftur að verðbólguþspá Seðlabankans, nema hvað við teljum verðbólgu munu aukast öllu hraðar í ljósi októbermælingar VNV. Verðbólguhorfur virðast á heildina litið góðar þótt vaxandi verðbólga muni að öðru jöfnu draga nokkuð úr aðhaldi peningastefnunnar á komandi fjórðungum.

Vaxtamunur við útlönd minnkar

Langtíma vaxtamunur við útlönd hefur minnkað lítillega frá síðustu vaxtaákvörðun. Miðað við 10 ára ríkisbréf er vaxtamunur nú 4,6% gagnvart EUR, 3,6% gagnvart GBP og 2,6% gagnvart USD. Í októberbyrjun var vaxtamunurinn 4,8% gagnvart EUR, 3,9% gagnvart GBP og 2,9% gagnvart USD. Breytingin er fyrst og fremst vegna lækkandi langtímakröfu íslenskra ríkisbréfa í kjölfar lækkunar stýrivaxta í október.

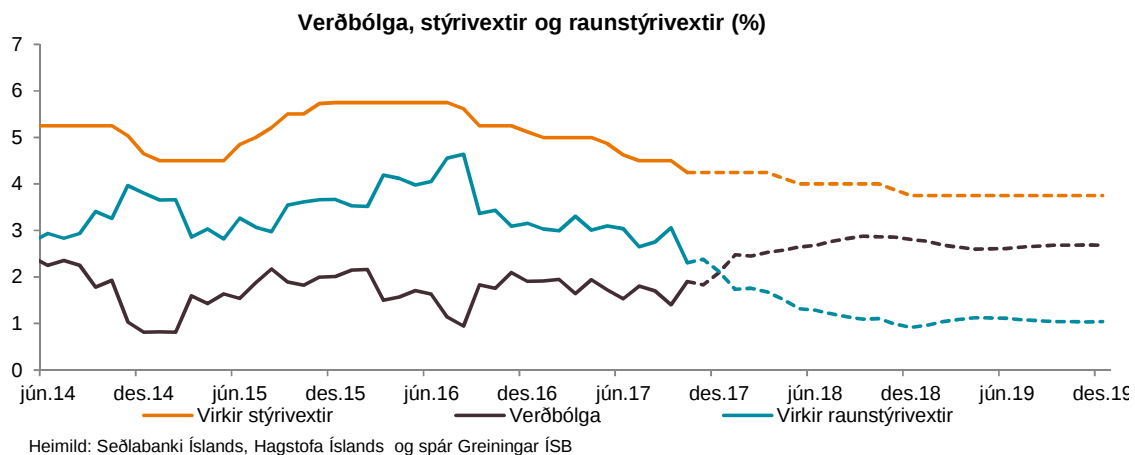


Síðastliðinn fimmtudag hækkaði Englandsbanki stýrivexti í fyrsta sinn í áratug. Eru þar með bæði hann og Seðlabanki Bandaríkjanna komnir í vaxtahækkunarferli, þótt fyrrnefndi bankinn hafi raunar gefið í skyn að hækkunarferli hans verði hægt. Skammtímaþextir erlendis

munu því áfram verða lágir næsta kastið og vaxtamunur talsverður nema til komi frekari lækkun á íslenskum stýrivöxtum.

Spáum vaxtalækkun á næsta ári

Vaxandi verðbólga mun leiða til lækkandi raunstýrivaxta á komandi mánuðum að öðru jöfnu, og teljum við því að virkum stýrivöxtum verði haldið óbreyttum næsta kastið til að herða ekki á lækkun raunstýrivaxta. Við teljum þó að þróunin muni haldast nokkurn veginn í hendur við minni þörf fyrir peningalegt aðhald eftir því sem hægir á hjólum hagkerfisins og framleiðsluspenna minnkar. Þegar líður á næsta ár, verðbólga nær jafnvægi og frekar dregur úr framleiðsluspennu gæti hins vegar skapast svigrúm fyrir frekari lækkun stýrivaxta á þann veg að raunstýrivextir fari niður undir 1% fyrir árslok 2018. Eftir það er ekkert sem bendir sérstaklega til breytinga á stýrivöxtum til annarar áttar fremur en hinnar út spátímann, þ.e. til ársloka 2019, en vart þarf að taka fram að óvissan um vaxtaþróunina eykst hratt eftir því sem lengra er skyggst fram í tímann.



Umsjón og tengslaupplýsingar

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 gengisflöktis 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>