



STÝRIVEXTIR SEÐLABANKANS

20.6.2019 | Greining Íslandsbanka

Samantekt

- Spáum 25 punkta vaxtalækkun 26. júní
- Stýrivextir verða 3,75%
- Verðbólguhorfur allgóðar og verðbólguvæntingar hóflegar
- Efnahagshorfur til skemmri tíma hafa dökknað á undanförunum vikum
- Frekari lækkun vaxta um hálfu prósentu líkleg á seinni helmingi ársins

Vaxtalækkunarferli Seðlabankans heldur áfram

Við spáum 25 punkta lækkun stýrivaxta við næstu vaxtaákvörðun Seðlabankans þann 26. júní næstkomandi. Meginvextir bankans, vextir á 7 daga bundnum innlánum, verða samkvæmt því 3,75% og hafa meginvextir Seðlabankans þá ekki verið lægri frá 3F árið 2011.

Vaxtaákvörðanir peningastefnunefndar						
	Lagt til	Með	Móti	Kosið annað	Niðurstaða	Stýrivextir
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.	5/5	0	0	Óbr.	4,50
mar.19	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	4,50
maí.19	-0,50	5/5	0	0	-0,50	4,00
jún.19	-0,25				-0,25	3,75

Einhugur var um 50 punkta vaxtalækkun meðal meðlima peningastefnunefndar við síðustu vaxtaákvörðun í maí sl. Við þá ákvörðun var horft til þess að efnahagshorfur hefðu breyst verulega til hins verra miðað við spá Seðlabankans sem birt var samhliða vaxtaákvörðuninni. Einnig hefðu verðbólguhorfur batnað að mati bankans frá fyrri spám og verðbólguvæntingar lækkað. Síðast en ekki síst lagði peningastefnunefndin áherslu á það að svigrúm peningastefnunnar til að mæta mótvindi í efnahagslífinu væri töluvert að því gefnu að verðbólga og verðbólguvæntingar héldust hóflegar.

Hvað vegur til óbreyttra vaxta?



- Verðbólga yfir markmiði og nokkuð í að hún hjaðni að markmiðinu
- Verðbólguvæntingar enn yfir markmiði á suma mælikvarða
- Líkur á töluverðri hækkun launa þegar fram í sækir
- Aðhald opinberra fjármála líklegt til að minnka

Hvað vegur til lægri vaxta?



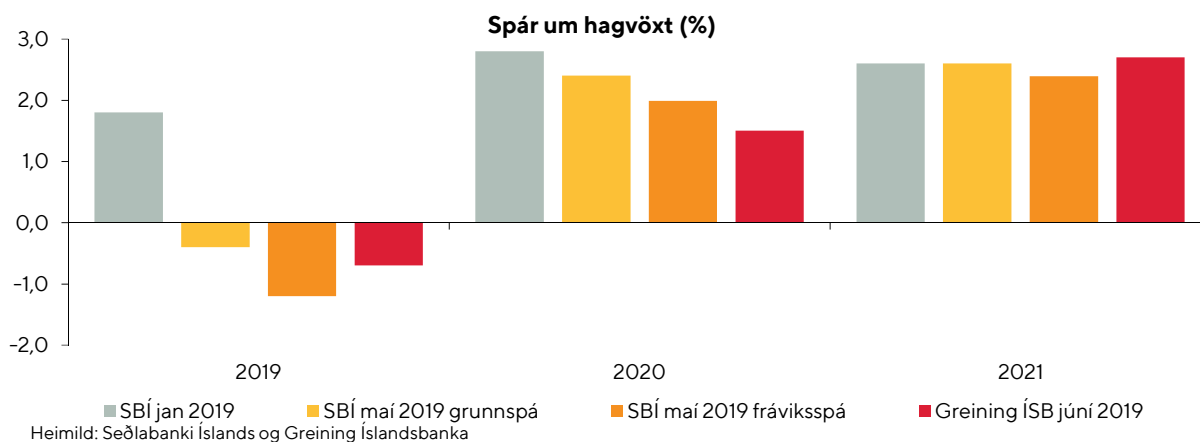
- Verðbólguálag hefur lækkað undanfarið
- Hægari gangur á íbúðamarkaði
- Skammtímahorfur í hagkerfinu dekkri en spáð var í maí
- Útlit fyrir að hagkerfið sé á hraðri leið úr framleiðsluspennu í -slaka
- Vaxtamunur við útlönd hefur þokast upp á við að nýju
- Þrengri lausafjárstaða bankakerfis gæti falið í sér aukið peningalegt aðhald á næstunni

Frá vaxtaákvörðuninni í maí hafa efnahagshorfur að okkar mati dökknað umfram þá sviðsmynd sem dregin var upp í grunnspá Seðlabankans. Því er útlit fyrir að hagkerfið verði komið í nokkurn framleiðsluslaka áður en árið er úti og að það gæti orðið lengur að rétta úr kútnum en Seðlabankinn spáði í maí. Yfirlýsing og ummæli peningastefnunefndarmanna gefa einnig sterklega í skyn að þau séu tilbúin að lækka vexti frekar til að bregðast við ágjöf á efnahagslífið og væntanlega ekki eftir neinu að bíða þar sem nýlegar hagtölur samræmast framangreindum forsendum um skaplegar verðbólguhorfur og -væntingar. Loks virðist trúverðugleiki peningastefnunnar enn halda allvel sjó ef marka má nýlega þróun langtíma verðbólguálags og -væntinga, sem minnkar þörfina fyrir aðhald að öðru jöfnu.



Efnahagshorfur dekkri en Seðlabankinn spáði í maí

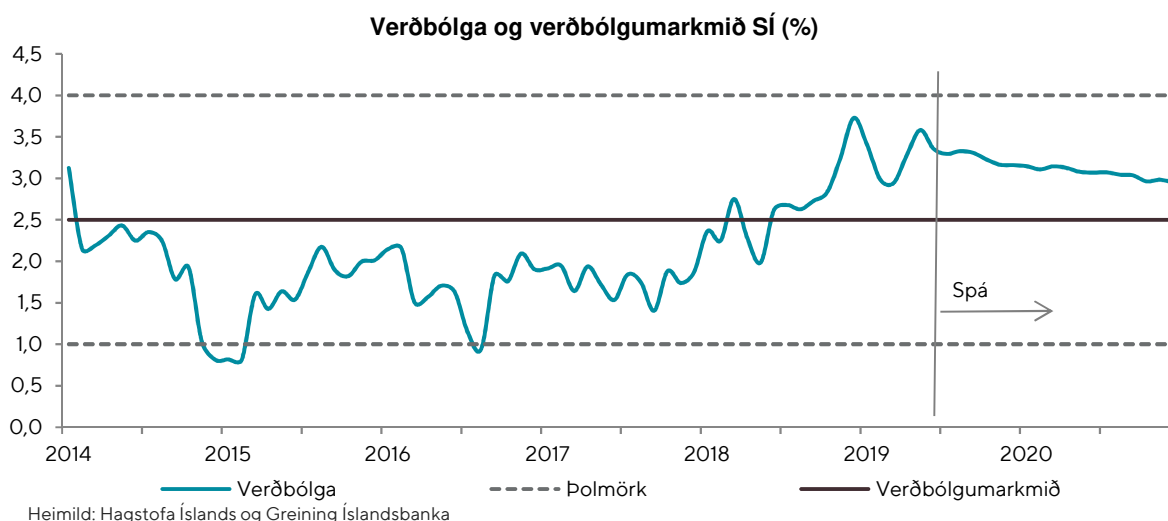
Í maí gaf Seðlabankinn út Peningamál, þar sem finna mátti nýja þjóðhagsspá bankans. Sú spá var töluvert dekkri en spá bankans frá janúar, en þó var þar gert ráð fyrir mjög mildu og skammvinnu samdráttarskeiði í ár og fremur myndarlegum hagvexti strax á næsta ári.



Nýleg hagspá okkar, sem birt var í júníbyrjun, gerir ráð fyrir töluvert meiri ágjöf á hagkerfið á komandi misserum en felst í maíspá Seðlabankans. Frá því Seðlabankaspáin var birt hafa ýmis kurl komið til grafar sem styrkja þá skoðun okkar. Nýbirt farþegaspá Ísavia hljóðar til að mynda upp á u.þ.b. 17% fækkun ferðamanna til Íslands á milli ára, en í maíspá Seðlabankans var gert ráð fyrir 10,5% fækkun í ár. Seðlabankinn birti einnig í maí fráviksspá þar sem gert var ráð fyrir meiri fækkun ferðamanna í ár og hægari fjölgun þeirra í kjölfarið en í grunnspánni. Þróunin undanfarid hefur aukið líkur á að framhaldið verði í takti við þessa fráviksspá frekar en grunnspá Seðlabankans, en í fráviksspánni er gert ráð fyrir 1,2% samdrætti VLF í ár og nokkru hægari hagvexti næstu tvö ár en í grunnspánni.

Á vaxtaákvörðunarfundinum í maí nefndu peningastefnunefndarmenn hættu á að efnahagssamdrátturinn yrði þungbærari en grunnspá Seðlabankans hljóðaði upp á sem ein rökin fyrir því að lækka vexti um 0,5 prósentur frekar en að stíga smærra vaxtalækkunarskref. Við eigum von á að nefndin deili áhyggjum okkar af því að líkur á þessari þróun hafi aukist síðustu vikurnar.

Í grunnspánni í maí gerði Seðlabankinn ráð fyrir að framleiðslulaki yrði 0,3% af VLF að jafnaði á yfirstandandi ári. Trúlegt er að nefndarmenn muni hallast á þá sveif að framleiðslulakinn verði meiri í ár og hagkerfið taki lengri tíma að ná aftur fullri framleiðslugetu en spáð var í maí. Það ætti að kalla á frekari slaka peningastefnunnar að öðru jöfnu.

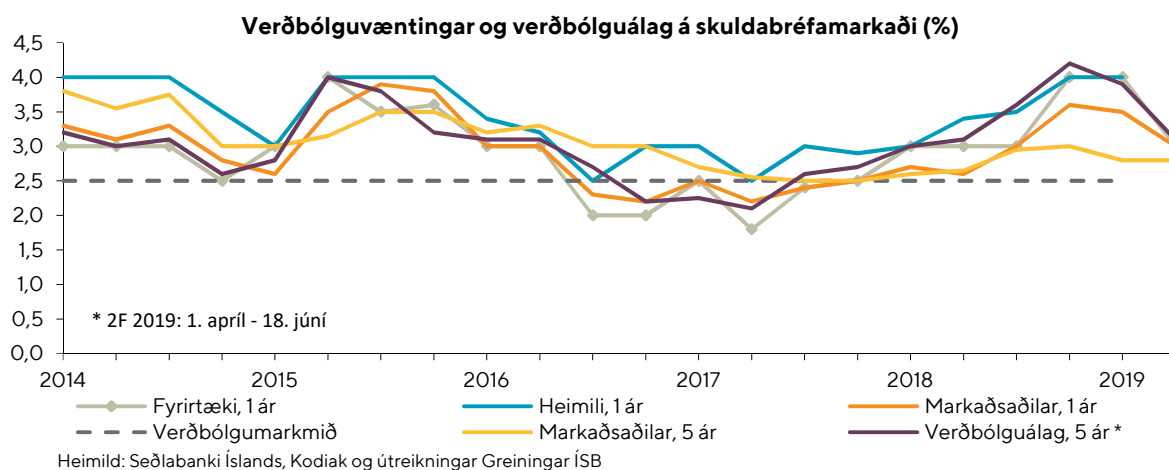




Verðbólguvæntingar nálgastr markmið

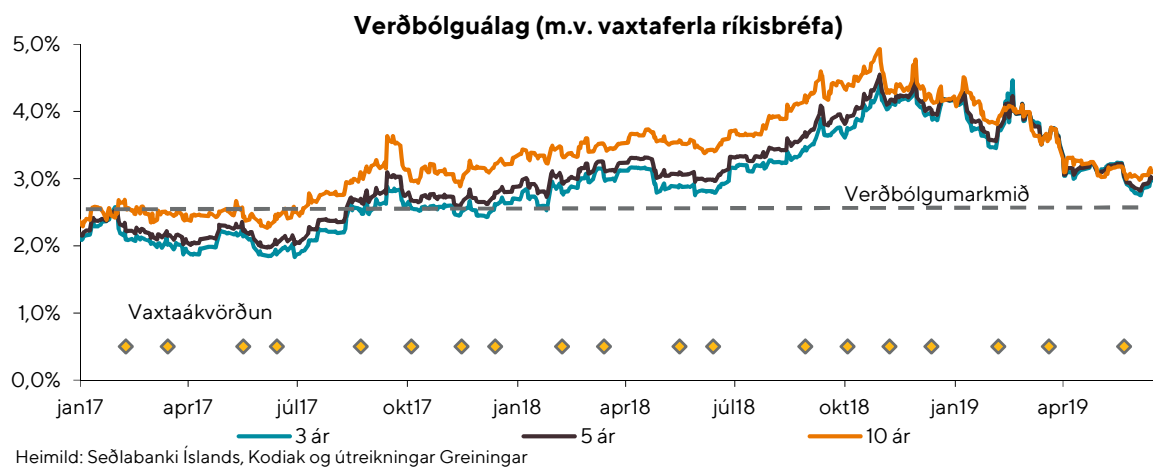
Frá síðustu vaxtaákvörðun Seðlabankans í maí hefur verðbólga aukist lítillega. Verðbólgan mældist 3,6% í maí 2019 en við ákvörðun bankans í maí var nýjasta verðbólguvæntingin frá aprílmánuði og hljóðaði upp á 3,3% verðbólgu. Þróunin er þó í samræmi við máispá Seðlabankans, þar sem spáð var 3,4% verðbólgu að jafnaði á 2F. Við eigum von á að verðbólga hjaðni í 3,4% í júní. Í kjölfarið er útlit fyrir að verðbólga hjaðni nokkuð á næstu fjórðungum vegna hagfelldara útlits um launaþróun í ár og hægari hækkun íbúðaverðs. Við spáum því að verðbólga verði 2,9% í lok árs 2019 og því gæti verðbólguvænting Seðlabankans verið í sjónmáli fyrir árslok. Við gerum í kjölfarið ráð fyrir því að verðbólga verði 2,8% í lok árs 2020 og 2021.

Í maí spáði Seðlabankinn því að verðbólga yrði að jafnaði 3,1% á lokafjórðungi ársins og yrði komin niður í 2,5% verðbólguvænting bankans um mitt næsta ár. Þróunin síðan ætti ekki að hafa breytt mati bankans á verðbólguhorfunum til muna.



Í maí nefndu Seðlabankamenn að lækkandi verðbólguvæntingar á markaði væru jákvæð þróun og svigrúm peningastefnunnar til að mæta efnahagssamdrætti væri töluvert ef verðbólga og verðbólguvæntingar héldust við markmið bankans. Þótt ekki séu miklar breytingar á hinum ýmsu mælikvörðum á verðbólguvæntingar hefur þó birst ný mæling á væntingum fyrirtækja þar sem vænt verðbólga næstu 12 mánaða lækkar úr 4% í 3% frá síðustu mælingu.

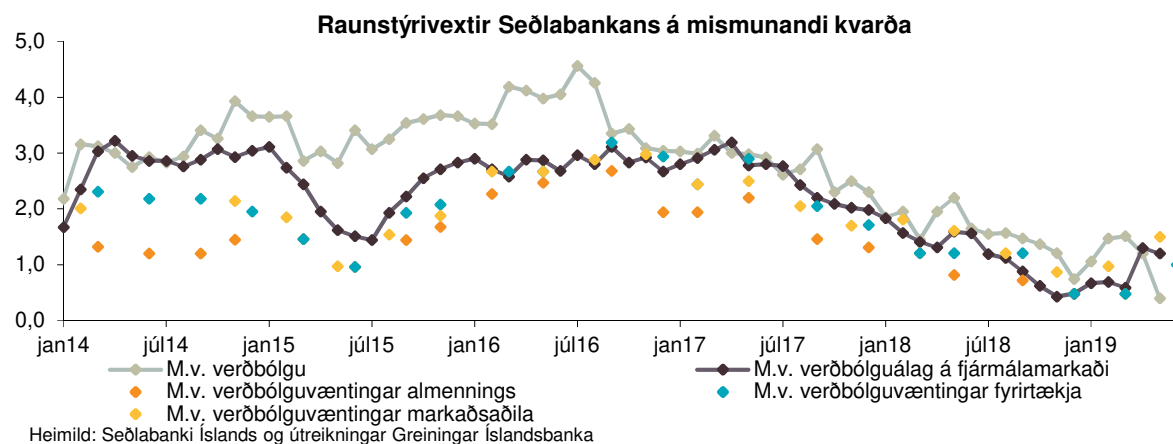
Einnig virðist lægra verðbólguálag hafa fest sig í sessi á skuldabréfamarkaði, en þar hefur álagið til meðallangs tíma sveiflast á bilinu 2,8% - 3,2% það sem af er 2F. Hefur álagið til 10 ára t.a.m. ekki verið lægra frá áramótunum 2017 - 2018. Peningastefna Seðlabankans virðist því hafa öðlast aukinn trúverðugleika á nýjan leik eftir talsverða hækkun verðbólguvæntinga og -álags á seinni hluta síðasta árs. Líkt og peningastefnunefndin bendir sjálf á gefur þessi þróun bankanum meira rými en ella til þess að milda nýlegan framboðsskell á hagkerfið með slökun peningastefnunnar.





Raunstyrivextir tiltölulega háir miðað við stöðu hagkerfisins

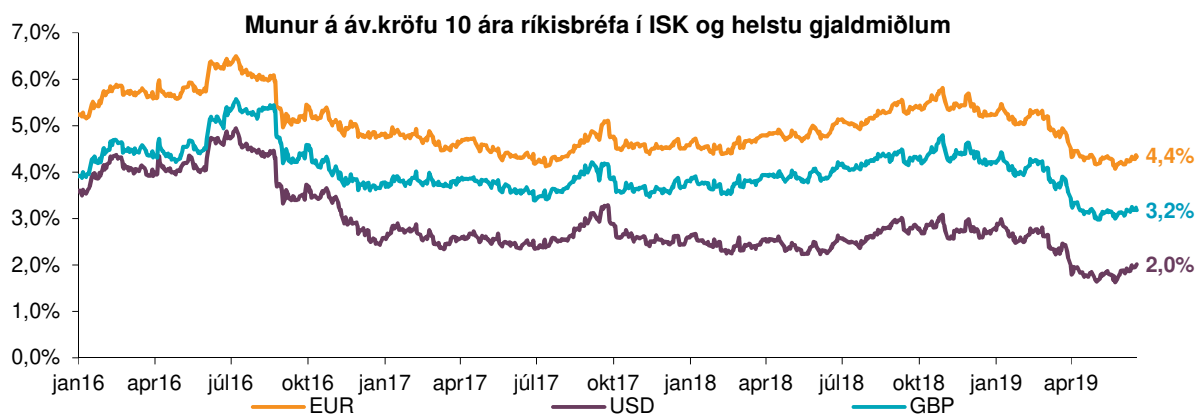
Lækkun verðbólguvæntinga og -álags undanfarið hefur endurspeglast í hækkun raunstyrivaxta á flesta mælikvarða. Eftir verulega lækkun skammtíma raunvaxta á alla mælikvarða frá miðju ári 2017 hefur sú þróun snúist við upp á síðkastið, nema hvað vaxandi verðbólga síðustu mánaða hefur þrýst niður raunstyrivöxtum miðað við liðna verðbólgu. Eins og að framan segir er þar þó um tímabundinn verðbólguþopp að ræða auk þess sem Seðlabankafólk horfir síður í þennan mælikvarða en framsýna kvarða. Raunstyrivextir miðað við verðbólguvæntingar og -álag á markaði eru nú á bilinu 1,0% - 1,5% á mismunandi kvarða.



Með hliðsjón af því hversu mikið skammtímahorfur í efnahagslífinu hafa breyst til hins verra og hve hratt virðist draga úr framleiðsluspennu er hægt að færa allsterk rök fyrir því að peningalegt aðhald sé enn sem komið er hærra en heppilegt er þrátt fyrir vaxtalækkunina í maí. Við það má svo bæta að peningaleg skilyrði í fjármálakerfinu virðast vera að þrengjast, sem eykur í raun við peningalegt aðhald að öðru óbreyttu. Gæti jafnvel farið svo að virkir styrivextir myndu hækka á skömmum tíma frá því að liggja á innlánahlið yfir í að ráðast af útlánum Seðlabankans til viðskiptabankanna einhvern tíma á komandi fjórðungum. Ef sú yrði raunin ætti Seðlabankinn að öðru óbreyttu að bregðast við með því að lækka allan vaxtagang skammtímaxta um 50-75 punkta.

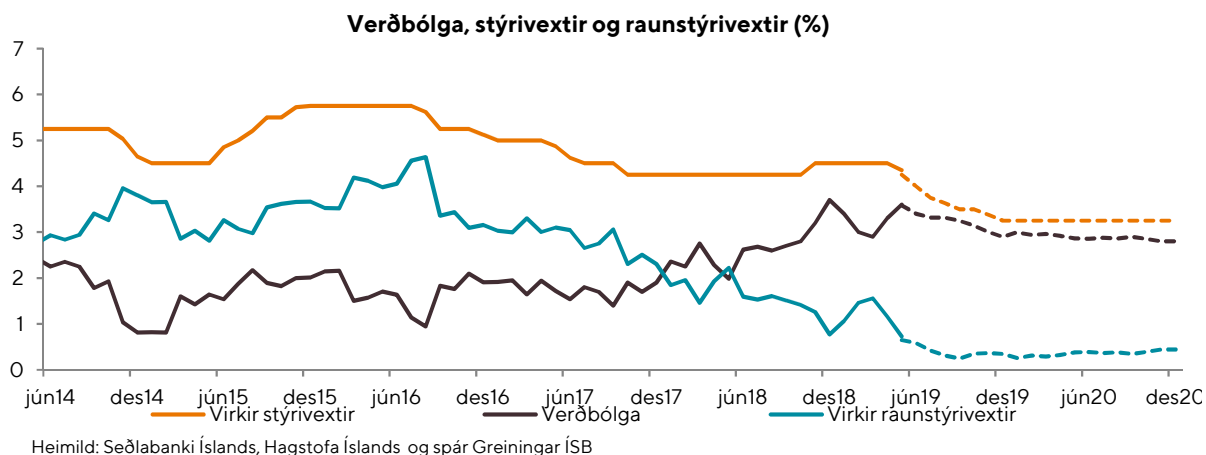
Vaxtamunur við útlönd vex að nýju

Undanfarið hefur vaxtamunur við útlönd aukist lítillega ef horft er til helstu gjaldmiðla. Miðað við 10 ára ríkisbréf er vaxtamunurinn á bilinu 2,0% (m.v. USD) og 4,4% (m.v. EUR). Frá vaxtaákvörðuninni í maí hefur þessi munur aukist um 0,1-0,4% vegna lækkandi vaxta erlendis. Eins og sjá má af myndinni er vaxtamunurinn verulegur, sér í lagi þegar haft er í huga að íslenska hagkerfið er að færast nær hagkerfunum umhverfis okkur hvað varðar framleiðsluspennu og stöðu vinnumarkaðar. Á móti vegur vissulega að verðbólga hér á landi hefur verið töluvert meiri undanfarið en raunin er í samanburðarlöndunum og framleiðsluspenna verið talsverð síðustu fjórðunga. Raunvaxtamunur hefur þó einnig verið töluverður. Má sem dæmi nefna að ávöxtunarkrafa verðtryggðra ríkisbréfa með 5 ára meðaltíma er nú rétt um 0,9%. Til samanburðar er krafa sambærilegra bandarískra bréfa 0,3% og þýskra bréfa -1,3%.





Í þessu samhengi skiptir einnig miklu máli hvort raunvaxtastigið þarf að veða gegn skorti á trúverðugleika peningastefnunnar og raunvaxtamunur að vera meiri en ella þess vegna. Í ljósi vaxandi trú á verðbólguþægni Seðlabankans ætti þörf fyrir slíkt raunvaxtaálag að fara minnkandi.



Fleiri vaxtalækkunarskref líkleg á árinu

Í ljósi batnandi verðbólguhorfa og versnandi efnahagshorfa til skemmri tíma litið þykir okkur líklegt að peningastefnunefndin lækki stýrivexti enn frekar á komandi mánuðum, eftir því sem betur skýrist hversu mikið efnahagslífið er að kólna og hve mikill innlendur kostnaðarþrýstingur vegna kjarasamninga verður í ár. Sé tekið mið af verðbólguþægni okkar og vaxandi þörf fyrir peningalegan slaka meðan hagkerfið réttir úr kútnum eru að mati okkar horfur á því að virkir stýrivextir verði komnir niður í 3,25% fyrir árslok. Gerum við ráð fyrir að vextirnir verði í kjölfarið á þeim slóðum út næsta ár.

Þá er rétt að halda því til haga að ofangreind spá gildir um virka stýrivexti. Ef þrengri peningaleg skilyrði leiða til þess að útlánvextir Seðlabankans verða virkir vexti í stað innlánsvaxta mun bankinn væntanlega lækka allan vaxtaganginn til mótvægis um 50 – 75 punkta. Viku innlánsvextir gætu því verið orðnir í námunda við 2,5% og veðlánvextir (nú 4,75%) gætu farið í 3,25–3,50% fyrir árslok ef slík hliðrun verður á virkni vaxtagangsins.



Umsjón og tengslaupplýsingar

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

Ábm.: Jón Bjarki Bentsson, aðalhogfræðingur 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 gengisflökts 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>