



# STÝRIVEXTIR SEÐLABANKANS

15.3.2019 | Greining Íslandsbanka

## Samantekt

- Spáum óbreyttum stýrivöxtum 20. mars
- Verðbólguhorfur hafa skánað og verðbólguálag á markaði lækkað
- Efnahagshorfur til skemmri tíma tvísýnni en áður
- Enn umtalsverður vaxtamunur við útlönd
- Óbreyttir vextir út áratuginn?

## Frekari vaxtahækkun út af borðinu?

Við spáum óbreyttum stýrivöxtum við næstu vaxtaákvörðun peningastefnuneftardar Seðlabankans, sem kynnt verður þann 20. mars næstkomandi. Meginvextir bankans verða samkvæmt því áfram 4,50%.

Einhugur var um óbreytta stýrivexti við síðustu vaxtaákvörðun peningastefnuneftardar Seðlabankans.

Var það í fyrsta sinn frá október síðastliðnum sem enginn nefndarmaður lagðist gegn tillögu Seðlabankastjóra um vaxtastigið. Horfur á minnkandi spennu í hagkerfinu og lækkun verðbólguvæntinga vógu þar þyngra en áhyggjur af tiltölulega dökkum skammtímahorfum um verðbólgu.

Vaxtaákvörðanir peningastefnuneftardar						
	Lagt til	Með	Móti	Kosið annað	Niðurstaða	Stýrivextir
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.	5/5	0	0	Óbr.	4,50
<b>mar.19</b>	<b>Óbr.</b>				<b>Óbr.</b>	<b>4,50</b>

## Hvað vegur til hærri vaxta?



- Verðbólga yfir markmiði og nokkuð í að hún hjaðni að ráði
- Verðbólguvæntingar yfir markmiði á flesta mælikvarða
- Myndarlegur hagvöxtur á síðasta ári
- Talsverðar líkur á að kjarasamningar feli í sér meiri hækkun launa en samrýmist verðstöðugleika og/eða minna aðhald ríkisfjármála

## Hvað vegur til lægri vaxta?



- Verðbólguálag hefur lækkað undanfarið
- Hægari verðhækkun á íbúðamarkaði
- Skammtímahorfur í hagkerfinu eru tvísýnni
- Dregur líklega hratt úr framleiðsluspennu á komandi misserum
- Talsverður munur langtímaxaxta við útlönd
- Þrengri lausafjárstaða bankakerfis gæti falið í sér aukið peningalegt aðhald á næstunni

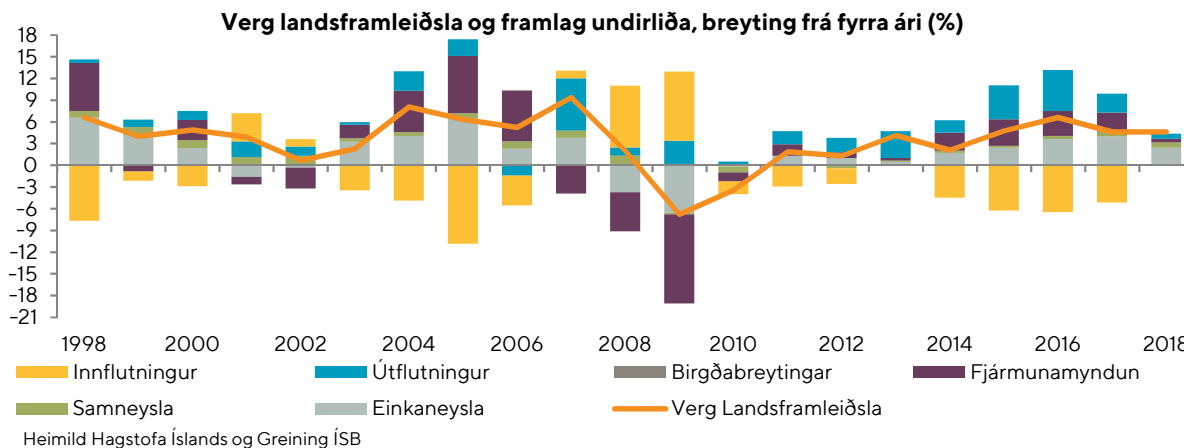
Frá vaxtaákvörðuninni í febrúar hafa skammtíma verðbólguhorfur heldur batnað og efnahagshorfur versnað. Vaxandi vísbendingar eru um að framleiðslupenna gæti minnkað enn hraðar á yfirstandandi ári en Seðlabankinn spáði í febrúar. Þörfin fyrir peningalegt aðhald á næstunni virðist því fara heldur minnkandi á sama tíma og aðhaldið hefur þokast upp á við á a.m.k. suma mælikvarða. Trúlega mun peningastefnuneftardin enn og aftur ítreka vilja sinn og getu til að halda verðbólgu og verðbólguvæntingum við markmið, sem geti kallað á aukið peningalegt aðhald á komandi mánuðum. Við teljum hins vegar að stýrivextir séu nokkuð líklegir til að haldast óbreyttir út þetta ár og að frekari hækkun vaxta sé sennilega út af borðinu í bráð nema launaþrýstingur verði óhóflega mikill í kjölfar kjarasamninga og/eða gengi krónu gefi umtalsvert eftir að nýju.



### Myndarlegur hagvöxtur 2018 en vaxandi blikur á lofti

Vöxtur þjóðarútgjalda á síðasta ári var sá hægsti í 5 ár og útflutningur hefur ekki vaxið minna síðan árið 2012. Myndarlegan hagvöxt á árinu 2018 má hins vegar ekki síst þakka því að innflutningur jókst nánast ekkert á milli ára. Hagvöxtur á síðasta ári var 4,6%. Það var sami vöxtur og árið 2017 en samsetning vaxtarins var hins vegar nokkuð ólík. Skýr merki eru um að umsvif í hagkerfinu hafi aukist minna eftir því sem leið á nýliðið ár.

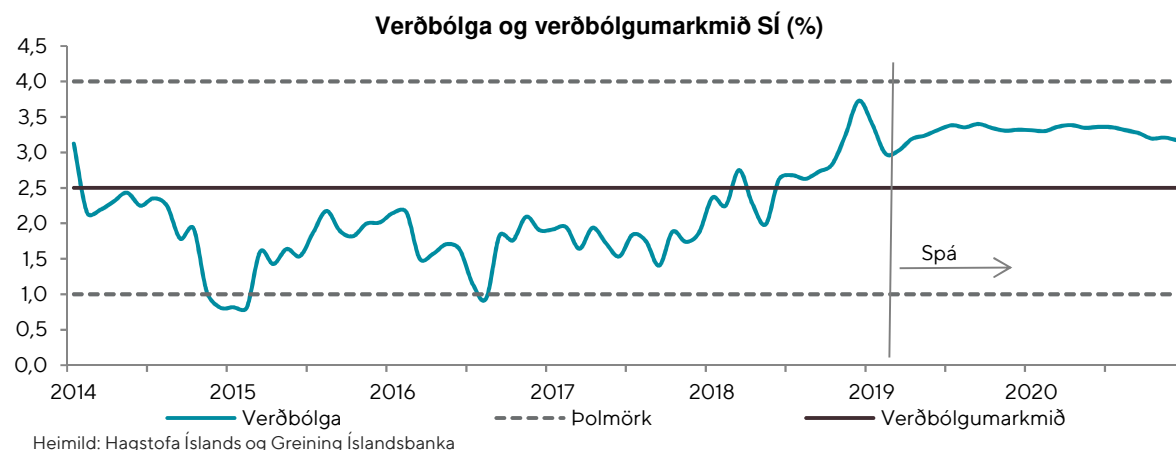
Útflutningur, sem var helsti drifkraftur vaxtar um miðbik áratugarins, lagði lítið til vaxtar á síðasta ári. Vöruinnflutningur skrapp saman um 4% og skýrir það jákvætt framlag utanríkisviðskipta til vaxtar á árinu.



2,1% vöxtur fjárfestingar á síðasta ári var borinn uppi af ríflega 21% vexti fjárfestingar hins opinbera og tæplega 17% vexti íbúðafjárfestingar. Hins vegar brá svo við í fyrra að atvinnuvegafjárfesting skrapp saman um ríflega 5% en það gerðist síðast árið 2013.

Einkaneysla óx um 4,8% á liðnu ári. Var það hægari vöxtur en tvö árin á undan, en engu að síður allmyndarlegur vöxtur. Jafnt og þétt dró úr vexti einkaneyslu eftir því sem leið á árið. Rímar þetta við þróun þeirra hagvísu sem gefa hvað skýrasta mynd af þróun einkaneyslunnar, en þeir gefa til kynna að heimilin hafi haldið öllu fastar um budduna eftir því sem óvissa um skammtímahorfur jókst á síðasta ári.

Hagvísar á borð við kortaveltu, nýskráningar bifreiða og innflutning neysluvara gefa tóninn um að einkaneysluvöxtur sé mun hægari á fyrstu mánuðum nýs árs en raunin var fyrir ári síðan. Þá er sú skoðun okkar óbreytt að samdráttur muni verða í fjárfestingu atvinnuvega í ár frá síðasta ári. Loðnubrestur og samdráttur í framboði flugferða á fyrri hluta ársins hefur svo dekkj horfur um þróun útflutnings nokkuð frá janúarspá okkar þar sem gert var ráð fyrir 0,3% útflutningsvexti í ár. Hagvöxtur verður því hægur í ár, jafnvel þótt ekki komi til frekari skakkaföll vegna óróa á vinnumarkaði eða áfalla hjá ferðaþjónustufyrirtækjum. Slíkar ákomur gætu svo dregið enn frekar úr vexti.

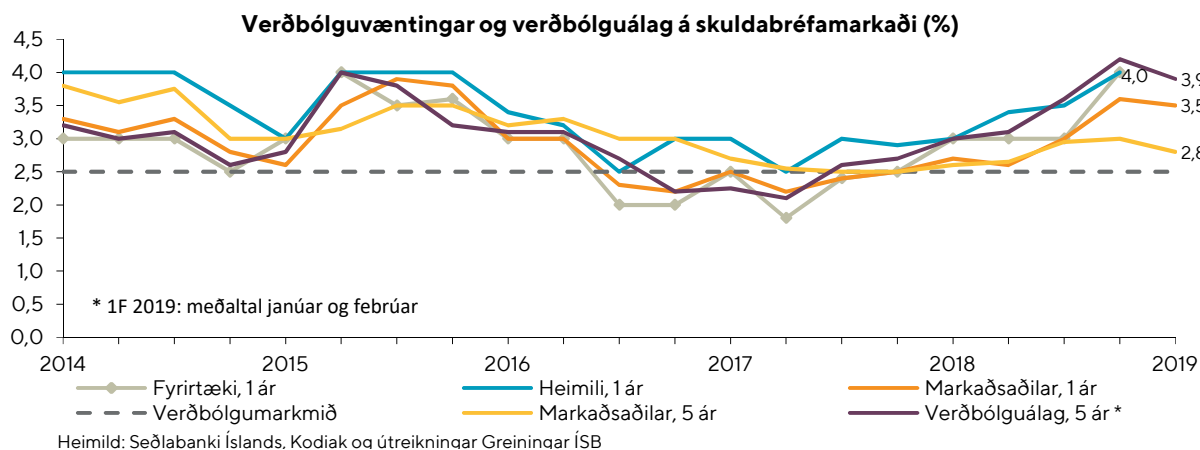




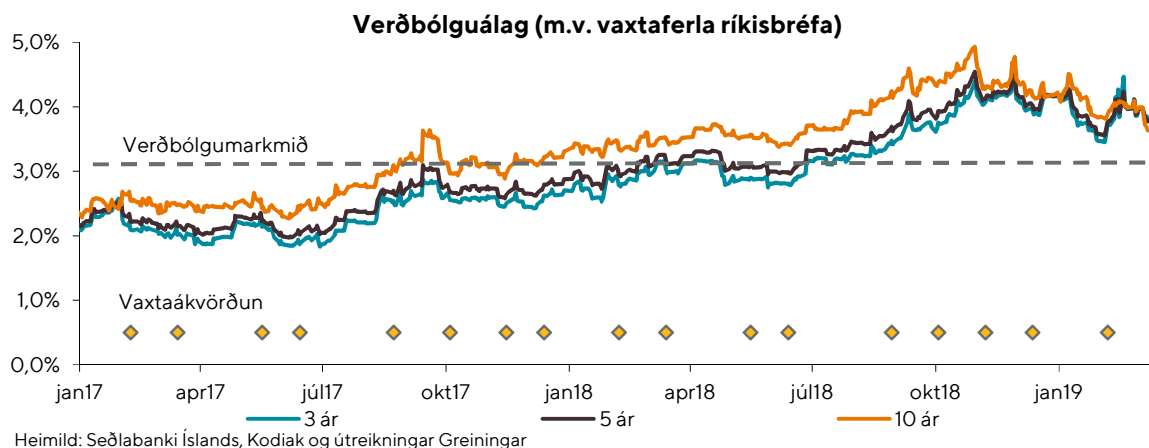
## Verðbólguvæntingar þokast niður

Frá síðustu vaxtaákvörðun Seðlabankans hefur verðbólga hjaðnað nokkuð. Verðbólgan mældist 3,0% í febrúar 2019 en við febrúarákvörðun bankans var nýjasta verðbólguvæntingin frá janúarmánuði og hljóðaði upp á 3,4% verðbólgu. Skammtíma verðbólguhorfur eru einnig nokkuð hagfelldari en Seðlabankinn spáði í febrúar, en þá spáði hann 3,6% verðbólgu að jafnaði á árinu 2019. Okkar nýjasta verðbólguvænting hljóðar upp á 3,3% verðbólgu að jafnaði í ár.

Peningastefnunefndin gladdist í febrúar yfir því að verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefði lækkað frá desemberfundi nefndarinnar. Það ætti því að gleðja nefndarmenn enn frekar að frá vaxtaákvörðuninni í febrúar hefur verðbólguálag á markaði lækkað nokkuð til viðbótar. Verðbólguálagið er nú í kring um 3,5% hvort sem horft er til 5 eða 10 ára, en við síðustu vaxtaákvörðun var 5 ára álagið 3,8% og 10 ára álagið 3,9%. Ýmislegt bendir til að lækkun verðbólguálagsins tengist að hluta afnámi bindiskyldu vegna fjárfestinga erlendra aðila í innlendum vöxtum, en á móti má segja að skuldabréfamarkaður hafi verið skekktur af áhrifum framangreindrar bindiskyldu fram að því.

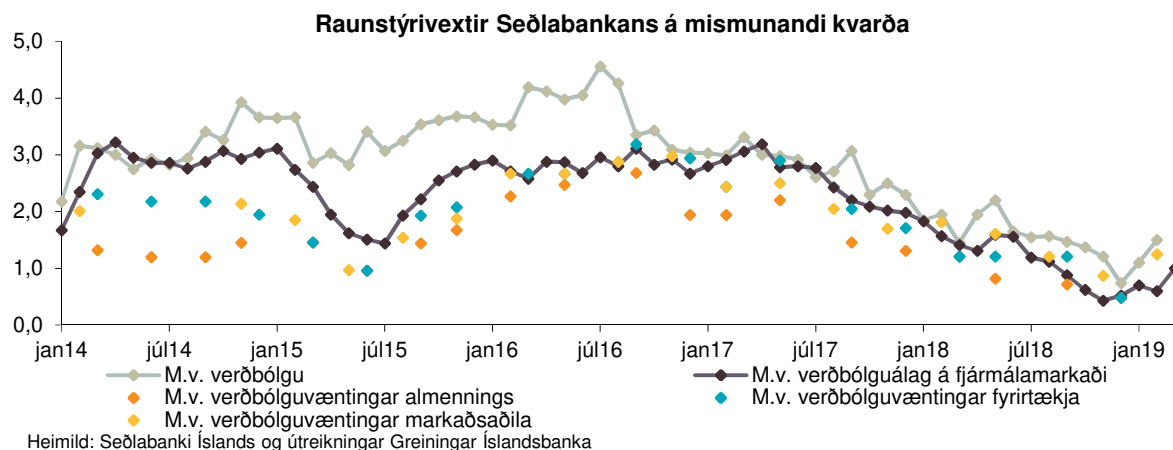


Vissulega eru bæði verðbólguálag og verðbólguvæntingar enn nokkuð fyrir ofan verðbólguvæntingarmarkmiðið en að okkar mati er jákvætt að leitni þessara mælikvarða virðist undanfarið hafa verið niður á við. Haldi slík lækkunarþróun áfram boðar það gott fyrir trúverðugleika peningastefnu Seðlabankans og minnkar að öðru jöfnu þörfina á peningalegu aðhaldi þótt verðbólga verði tímabundið nokkuð yfir markmiði.



## Raunstyrivextir þokast upp

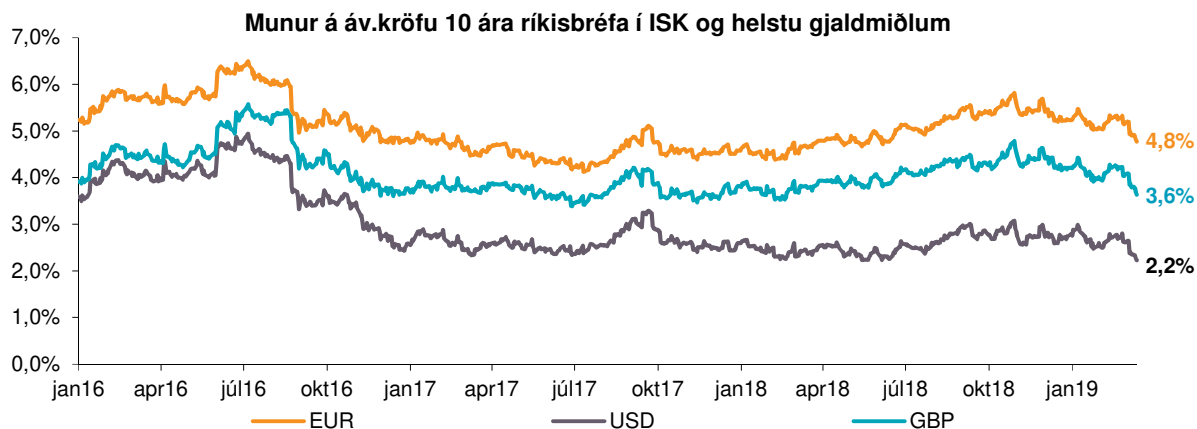
Lækkun verðbólguvæntinga og -álags undanfarið endurspeglar í hækkun raunstyrivaxta. Eftir verulega lækkun skammtíma raunvaxta á alla mælikvarða frá miðju ári 2017 hefur sú þróun snúist við upp á síðkastið. Raunstyrivextir eru nú á bilinu 0,5% - 1,5% á mismunandi kvarða. Vert er að hafa í huga að lægstu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



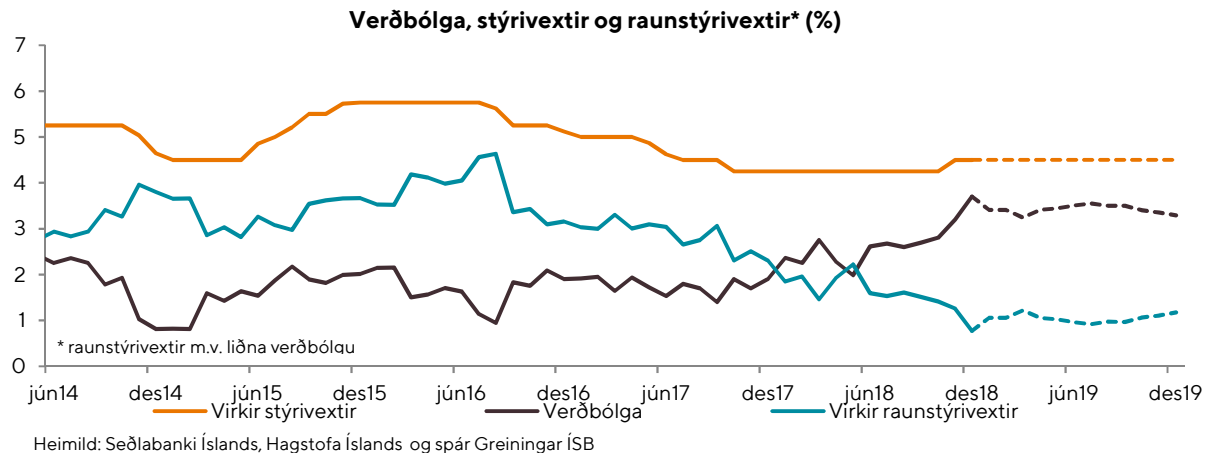
Ef þessi þróun er sett í samhengi við neikvæðari skammtímahorfur í hagkerfinu má færa rök fyrir því að aðhald peningastefnunnar sé líklegra til að duga við óbreytta styrivexti en það var fyrir nokkrum mánuðum síðan. Við það má svo bæta að peningaleg skilyrði í fjármálakerfinu virðast heldur vera að þrengjast, sem eykur í raun við peningalegt aðhald að öðru óbreyttu.

### Enn verulegur vaxtamunur við útlönd

Undanfarið hefur vaxtamunur við útlönd minnkað ef horft er til helstu gjaldmiðla. Miðað við 10 ára ríkisbréf er vaxtamunurinn á bilinu 2,2% (m.v. USD) og 4,8% (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 stærstu hagkerfa heims á komandi fjórðungum en verið hefur. 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. Líkur á slíkri þróun hafa hins vegar minnkað undanfarið.



### Óbreyttir stýrivextir út áratuginn?

Líkt og undanfarið ítrekaði peningastefnunefndin í febrúar að..

„...hún hefði bæði vilja og þau tæki sem þyrfti til að halda verðbólgu og verðbólguvæntingum við markmið til lengri tíma litið og var sammála um að það gæti kallað á harðara taumhald peningastefnunnar á komandi mánuðum.“

Það eru þó að okkar mati mestar líkur á að stýrivextir verði óbreyttir enn um sinn. Leiðandi vísendingar og hátiðnihagvísar benda til þess að hagkerfið sé að kólna allhratt. Þá bendir flest til þess að framundan séu frekari átök á vinnumarkaði sem gætu valdið talsverðum tímabundnum búsifjum í hagkerfinu á sama tíma og ekki er búið að bíta úr nálinni með hvort ferðapjónustan siglir klakklaust í gegnum það brimrót sem hefur verið í geiranum síðustu mánuði, sér í lagi hvað varðar flugframboð. Það væri því líklega ekki á bætandi að herða á peningalegu aðhaldi þegar slíkar aðstæður eru uppi, sér í lagi ef verðbólguþrýstingur vegna krónu og íbúðamarkaðar hjaðnar áfram á komandi mánuðum.



## Umsjón og tengslaupplýsingar

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