



# STÝRIVEXTIR SEÐLABANKANS

17.5.2019 | Greining Íslandsbanka

## Samantekt

- Spáum 25 punkta vaxtalækkun 22. maí
- Stýrivextir verða 4,25%
- 50 punkta lækkun vaxta ekki útilokuð
- Verðbólguhorfur hafa batnað og verðbólguálag á markaði lækkað
- Efnahagshorfur til skemmri tíma hafa dökknad talsvert
- Frekari lækkun vaxta líkleg á komandi mánuðum

## Breyttar horfur kalla á lægri vexti

Við spáum 25 punkta lækkun stýrivaxta við næstu vaxtaákvörðun Seðlabankans þann 22. maí næstkomandi. Meginvextir bankans, vextir á 7 daga bundnum innlánnum, verða samkvæmt því 4,25% að nýju líkt og þeir voru fram á lokafjórðung síðasta árs.

Ekki er útilokað að peningastefnunefndin ákveði að taka stærra vaxtalækkunarskref nú, en við teljum þó líklegra að skrefin verði fleiri og smærri næsta kastið. Það kæmi okkur aftur á móti talsvert á óvart ef vextir yrðu ekki lækkaðir að þessu sinni enda er aðhald peningastefnunnar orðið hærra en efni standa til að mati okkar.

Einhugur var um óbreytta stýrivexti við síðustu vaxtaákvörðun peningastefnunefndar Seðlabankans í mars síðastliðnum. Við þá ákvörðun togust á annars vegar horfur á minnkandi spennu í þjóðarþéttunum og lækkandi verðbólguálag á skuldabréfamarkaði, og hins vegar skammtíma óvissa um niðurstöðu kjarasamninga ásamt tiltölulega háum langtíma verðbólguvæntingum heimila og fyrirtækja.

### Hvað vegur til óbreyttra vaxta?



- Verðbólga yfir markmiði og nokkuð í að hún hjaðni að markmiðinu
- Verðbólguvæntingar enn yfir markmiði á ýmsa 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 umtalsvert undanfarið
- Hægari gangur á íbúðamarkaði
- Skammtímahorfur í hagkerfinu hafa dökknad allnokkuð
- Dregur líklega hratt úr framleiðsluspennu á komandi fjórðungum
- Talsverður munur langtíma vaxta við útlönd
- Þrengri lausafjárstaða bankakerfis gæti falið í sér aukið peningalegt aðhald á næstunni

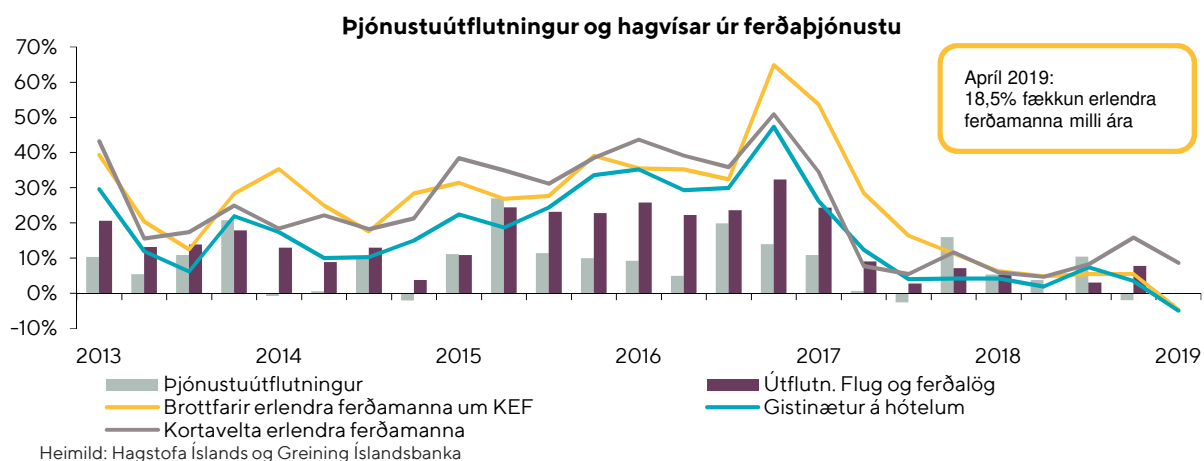
Frá vaxtaákvörðuninni í mars hafa flestir áhrifaþættir þróast á þann veg að minnka þörfina fyrir peningalegt aðhald. Skammtíma verðbólguhorfur hafa batnað og óvissa um innlendan kostnaðarþrýsting minnkað með tiltölulega hagfeldri niðurstöðu kjarasamninga á almennum markaði. Þá hafa efnahagshorfur fyrir yfirstandandi ár dökknad töluvert eftir fall Wow air og viðvarandi vandræði Icelandair vegna MAX-flugvéla sinna. Loks virðist trúverðugleiki peningastefnunnar enn sem komið er halda allvel sjó ef marka má nýlega þróun langtíma verðbólguálags og -væntinga, sem minnkar þörfina fyrir aðhald að öðru jöfnu.

Vaxtaákvörðanir peningastefnunefndar						
	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
mar.19	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	4,50
<b>maí.19</b>	<b>-0,25</b>				<b>-0,25</b>	<b>4,25</b>



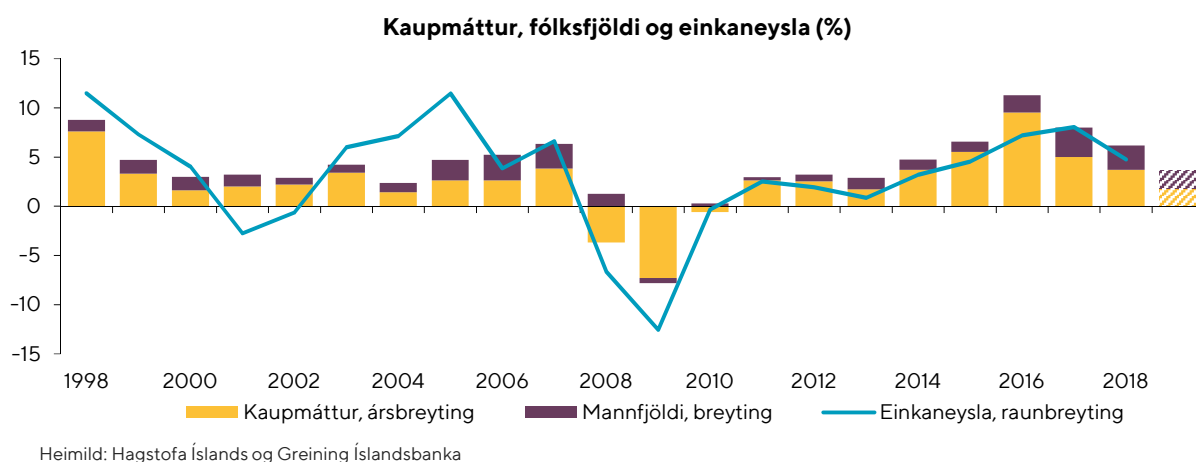
## Efnahagshorfur hafa dökknað talsvert

Mars og apríl 2019 hafa verið mánuðir mikilla efnahagslegra tíðinda. Horfur fyrir efnahagsþróun 2019 hafa dökknað talsvert frá síðustu þjóðhagsspá Seðlabankans, sem gefin var út í febrúar síðastiðnum. Gjaldprot Wow air í lok mars fækkaði störfum í ferðaþjónustu beint og óbeint væntanlega um riflega 1.400, eða 5%. Fyrstu áhrifa þessa gæti þegar í skráðu atvinnuleysi, en samkvæmt tölum Vinnuálastofnunar var atvinnuleysi í apríl 3,7% og jókst um 0,5 prósentur frá marsmánuði. Könnun á viðhorfum 400 stærstu fyrirtækja bendir til frekari fækkunar starfa í ár. 23% fyrirtækjanna hyggja á fækkun starfsmanna en 14% hyggja á fjölgun. Í ferðaþjónustu hyggja 31% á fækkun en 3% á fjölgun.



Áfallið vegna Wow ásamt vandamálum Icelandair vegna MAX-véla sinna auka á þann samdrátt sem þegar var útlit fyrir í ferðaþjónustu þetta árið. Sumaráætlun Isavia gerir ráð fyrir 28% samdrætti í flugframboði til og frá landinu miðað við síðasta ár. Við það bætist að loðnuveiði verður engin þetta árið. Ljóst er því að umtalsverður samdráttur verður í útflytningstekjum í ár. Á móti vegur þó að hluta að innflytningur tengdur ferðaþjónustu og atvinnuvegafjárfestingum er líklegur til að dragast talsvert saman frá fyrra ári.

Einnig eru horfur á allnokkrum samdrætti í fjárfestingu atvinnuvega í ár. Ekki síst á það við um ferðaþjónustu. Á móti vegur að útlit er fyrir talsverðan vöxt í fjárfestingu hins opinbera sem og íbúðafjárfestingu.



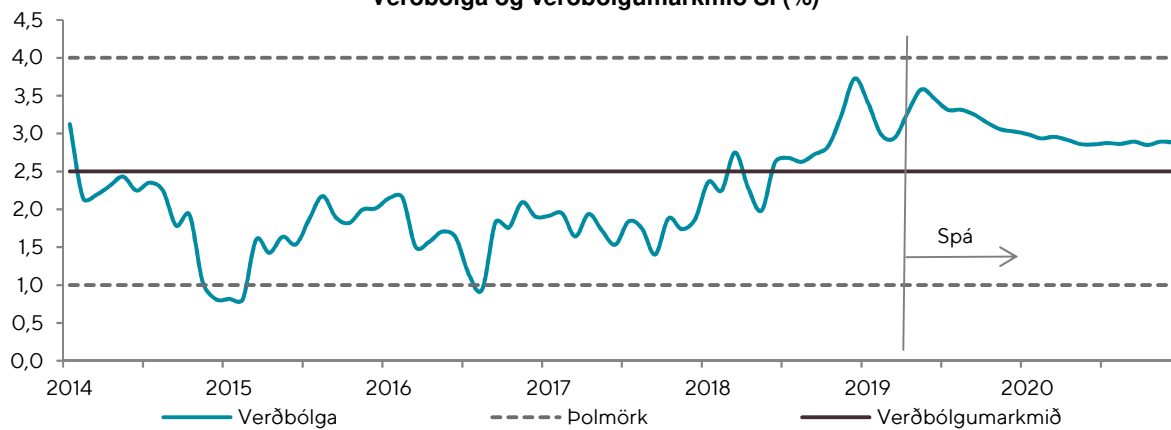
Raunvöxtur kortaveltu íslenskra heimila á fyrsta fjórðungi ársins 2019 var 0,9%, sá minnsti í sex ár. Mikil breyting hefur orðið á kortanotkun utan landsteinanna frá síðasta hausti eftir mjög hraðan vöxt misserin á undan. Aðrir hagvísar tengdir einkaneyslu á borð við Væntingavísitölu Gallup benda til þess að heimilin hyggi á aukið aðhald í heimilisrekstrinum í ár.



Dregið hefur úr raunhækkun launa undanfarna fjórðunga og verður vöxtur kaupmáttar að okkar mati nokkru hægari í ár en síðustu ár. Hóflegur kaupmáttarvöxtur og fremur lítil fólksfjölgun mun líklega leiða til talsvert hægari aukningar einkaneyslu í ár en verið hefur síðustu árin enda virðast íslensk heimili almennt ekki á þeim buxunum að fjármagna einkaneysluvöxt með lánsfé nú um stundir.

Á heildina lítur því að okkar mati út fyrir að hratt dragi úr framleiðsluspennu í íslensku hagkerfi þessa dagana og að hagvöxtur verði lítill sem enginn í ár. Ný hagspá Seðlabankans sem birt verður samhliða vaxtaákvörðuninni nú er líkleg til að teikna upp áþekka mynd. Í febrúar spáði bankinn 1,8% hagvexti fyrir árið 2019. Ef sú spá verður lækkuð umtalsvert, eins og við teljum nánast borðleggjandi, skapast að öðru óbreyttu svigrúm til lægri raunvaxta en áður var útlit fyrir.

Verðbólga og verðbólguþáttur Sí (%)

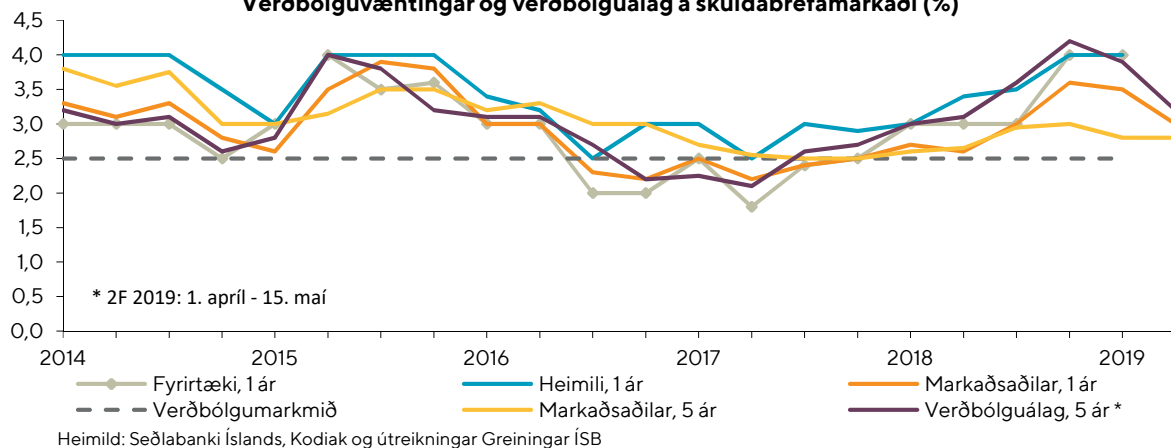


Heimild: Hagstofa Íslands og spá Greiningar Íslandsbanka

### Verðbólguvæntingar í humátt að markmiði

Frá síðustu vaxtaákvörðun Seðlabankans í mars hefur verðbólga aukist lítillega. Verðbólgan mældist 3,3% í apríl 2019 en við ákvörðun bankans í mars var nýjasta verðbólguþátturinn frá febrúarmánuði og hljóðaði upp á 3,0% verðbólgu. Við eigum von á að verðbólga aukist í 3,6% í maí en taki að hjaðna að nýju í kjölfarið. Gerum við ráð fyrir 3,3% verðbólgu á 3F og 3,0% verðbólgu á 4F 2019. Spá okkar fyrir árið 2020 hljóðar svo upp á 2,9% verðbólgu að jafnaði. Í febrúarspá sinni áætlaði Seðlabankinn að verðbólga yrði 3,8% á 3F og 3,3% á 4F í ár. Frá því sú spá var gerð hafa horfur um innlendan kostnaðarþrýsting í ár batnað talsvert þar sem kjarasamningar á almennum vinnumarkaði voru á hóflegri nótum hvað varðar yfirstandandi ár en margir höfðu óttast auk þess sem minnkandi eftirspurnarþrýstingur í hagkerfinu mun væntanlega bæði draga úr launaskriði og viðhalda þrýstingi á álagningu innlendra fyrirtækja. Við teljum því líklegt að Seðlabankinn muni verða bjartsýnni á skammtíma verðbólguhorfur í nýrri spá sinni nú í maí.

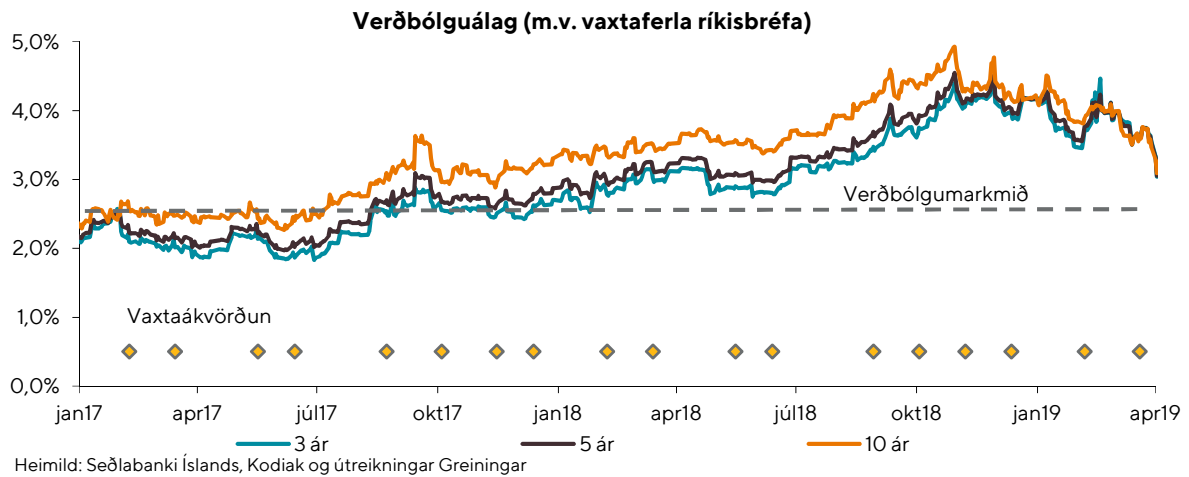
Verðbólguvæntingar og verðbólguálag á skuldabréfamarkaði (%)



Heimild: Seðlabanki Íslands, Kodiak og útreikningar Greiningar ÍSB

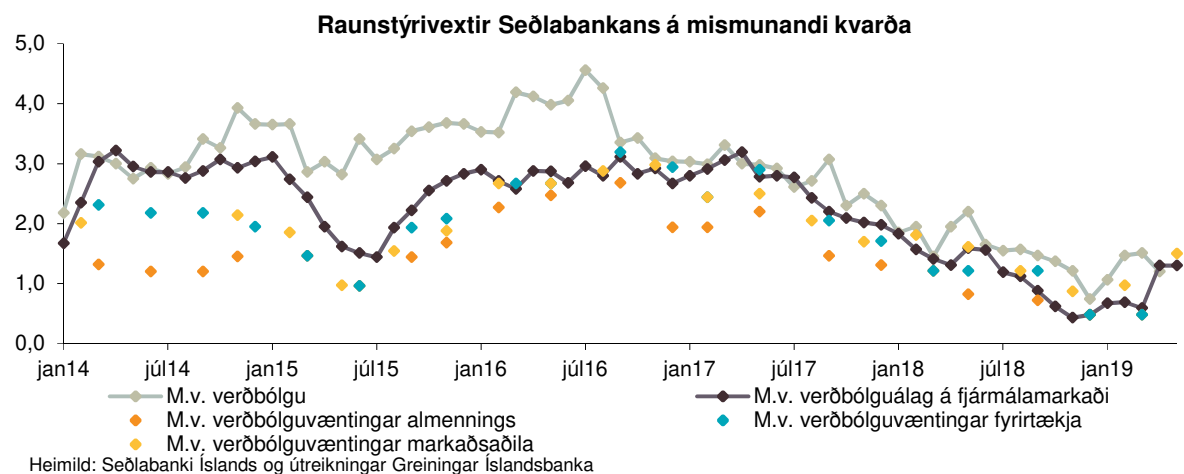


Peningastefnunefnd Seðlabankans hafði töluverðar áhyggjur af því í mars að langtíma verðbólguvæntingar væru yfir verðbólguþröngunarmarkið á alla mælikvarða. Þróunin síðan hlýtur því að létta nokkuð brún nefndarmanna þegar kemur að því að meta þörf á peningalegu aðhaldi á komandi mánuðum. Hér þarf líka að gefa því gaum að leitnin skiptir máli en ekki eingöngu punktstaða verðbólguvæntinga/álags á hverjum tíma. Rétt eins og hækkandi verðbólguvæntingar lögðust illa í peningastefnunefndina ætti leitnin í áttina að markmiði að kæta nefndina nú.



#### Raunstyrivextir hærrí á flesta mælikvarða

Lækkun verðbólguvæntinga og -álags undanfarið endurspeglast 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 á myndinni hér fyrir neðan byggja á nokkurra mánaða gömlum væntingakönnunum meðal heimila og fyrirtækja á meðan nýjustu væntingakannanir og verðbólguálag á markaði síðustu vikur gefa mun hærra mat á raunstyrivöxtum. Síðarnefndu kvarðarnir hljóta því að veða talsvert þyngra í mati nefndarinnar nú.

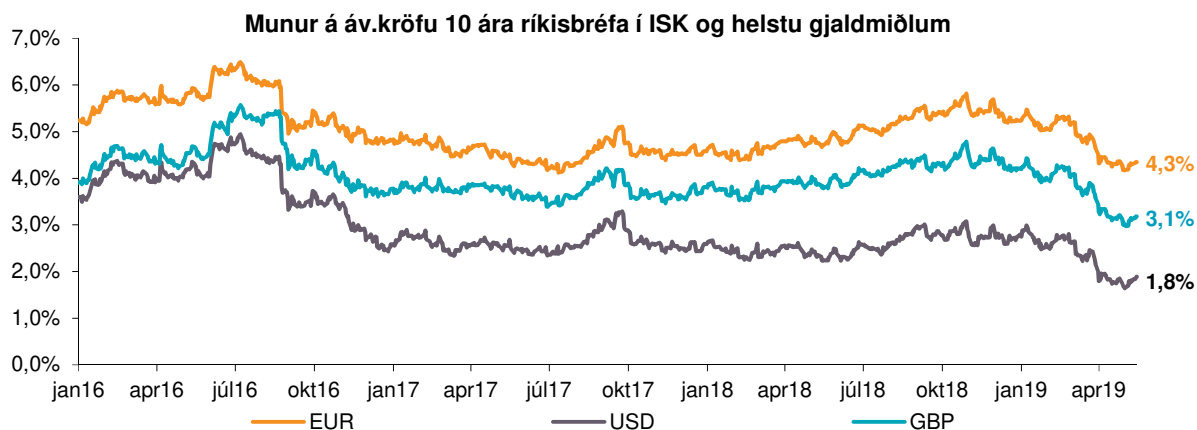


Ef þessi þróun er sett í samhengi við versnandi skammtímahorfur í hagkerfinu og minnkandi framleiðsluspennu má færa rök fyrir því að aðhald peningastefnunnar sé orðið hærra en heppilegt er. Við það má svo bæta að peningaleg skilyrði í fjármálakerfinu virðast vera að þrengjast, sem eykur í raun við peningalegt aðhald að öðru óbreyttu. Gæti jafnvel farið svo að virkir styrivextir myndu hækka á skömmum tíma frá því að liggja á innlánaðlið 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 skammtíma vaxta um 50-75 punkta.

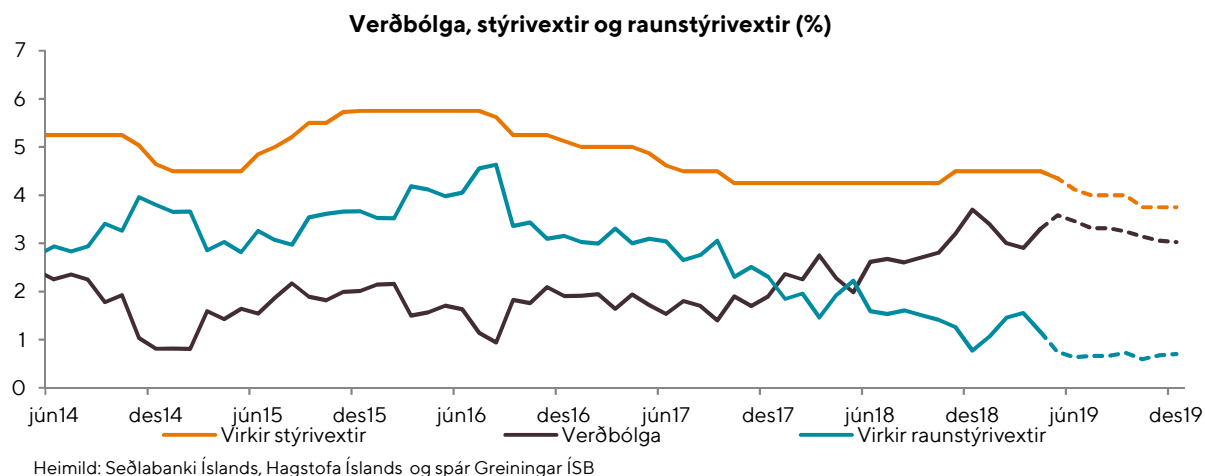


### Vaxtamunur við útlönd hefur minnkað

Undanfarið hefur vaxtamunur við útlönd minnkað ef horft er til helstu gjaldmiðla. Miðað við 10 ára ríkisbréf er vaxtamunurinn á bilinu 1,8% (m.v. USD) og 4,3% (m.v. EUR). Frá vaxtaákvörðuninni í mars hefur þessi munur minnkað um 0,4 – 0,5%. Eins og sjá má af myndinni er vaxtamunurinn þó enn 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 nokkru 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 er nú rétt um 1,0%. Til samanburðar er krafa sambærilegra bandarískra bréfa 0,5% og þýskra bréfa -1,0%.



Í þessu samhengi er væntanlega lykilatriði hvort þörf sé á að toga upp langtíma raunvaxtastigið hérlendis vegna dvinandi trúverðugleika peningastefnunnar. Þróun verðbólguvæntinga og -álags bendir hins vegar til þess að trú á verðbólgu markmiðinu sé heldur að aukast en hitt, og því ætti þörf fyrir slíkt raunvaxtaálag að fara minnkandi.



### Fleiri vaxtalækkunarskref líkleg á árinu

Í ljósi breyttra verðbólgu- og efnahagshorfa þykir okkur líklegt að peningastefnunefndin endurmeti verulega hæfilegt aðhaldsstig peningastefnunnar á komandi mánuðum. Verði ekki stigið 50 punkta lækkunarskref í maí eru talsverðar líkur á því að annað 25 punkta skref verði tekið í júnímánuði. Einungis líða 5 vikur milli ákvarðana í maí og júní og í millitíðinni fær nefndin þjóðhagsreikninga og greiðslujafnaðartölur 1. ársfjórðungs að móða úr.

Í kjölfarið gætu vextir lækkað nokkuð til viðbótar á seinni hluta ársins, þegar betur skýrist hversu mikið efnahagslífið er að kólna og hve mikill innlendur kostnaðarþrýstingur vegna kjarasamninga verður í ár. Miðað við okkar spá um hjaðnandi verðbólgu væri jafnvel þörf á slíkri vaxtalækkun til þess eins að halda aftur af hækkuðum raunvaxta á meðan



hagkerfið er að rétta úr kútnum á nýjan leik. Virkir stýrivextir verða því að okkar mati líklega komnir niður fyrir 4,0% fyrir lok árs.

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 innlásvextir gætu því verið orðnir í námunda við 3,0% og veðlánvextir (nú 5,25%) gætu farið í 3,75 – 4,0% fyrir árslok ef slík hliðrun verður á virkni vaxtagangsins.

### Umsjón og tengslaupplýsingar

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