



Gerum ráð fyrir að Seðlabankinn bíði með hækkun vaxta fram í desember

Við teljum að peningastefnunefnd Seðlabankans muni halda vöxtum óbreyttum á næsta fundi nefndarinnar, en ákvörðunin verður tilkynnt miðvikudaginn 7. nóvember. Seðlabankinn sendi frá sér [tilkynningu](#) á föstudaginn í síðustu viku um töluverða lækkun á bindiskyldu vegna innstreymis erlends gjaldeyris. Þessi ákvörðun bankans hefur þegar haft töluverð áhrif bæði á skuldabréfamarkað og gjaldeyrismarkað. Við opnun markaða í morgun styrktist gengi krónunnar um u.þ.b. 1,5% og ávöxtunarkrafa á óverðtryggðum ríkisskuldabréfum lækkaði um allt að 0,2 prósentustig.

Áður en tilkynnt var um þessar breytingar á fjármagnshöftunum áttum við von á að peningastefnunefndin myndi ákveða að hækka stýrivexti nú í nóvember. Nú teljum við hins vegar líklegra að nefndin ákveði að doka við og meta áhrifin af tilslökun haftanna á gengisþróun og verðbólguálag á skuldabréfamarkaði áður en ákvörðun verður tekin um hækkun vaxta.

Næsti vaxtaákvörðunarfundur nefndarinnar verður í desember. Að því gefnu að ekki komi til veruleg styrking krónunnar og/eða markverð lækkun verðbólguálags á skuldabréfamarkaði spáum við því að nefndin muni hækka vexti um 0,25 prósentur í desember.

Ný spá frá Seðlabankanum

Peningastefnunefndin getur nú stuðst við nýja þjóðhags- og verðbólguþá Seðlabankans. Síðasta verðbólguþá Seðlabankans var gefin út 29. ágúst. Síðan þá hefur gengisvísitala krónunnar hækkað um 11,8%. Meðal annars af þeirri ástæðu eigum við von á að verðbólguþá Seðlabankans verði hækkuð nokkuð frá fyrri spá.

Síðustu átta ákvarðanir nefndarinnar hafa verið að halda vöxtum óbreyttum og eru meginvextir Seðlabankans, bundin innlán til 7 daga, nú 4,25%. Í fyrstu sjö skiptin voru allir fimm nefndarmenn

	Lagt til	Með Móti	Kosið annað	7D bundin Innlán
feb 17	óbr.	5		5,00
mar 17	óbr.	5		5,00
maí 17	-0,25	5		4,75
jún 17	-0,25	5	GZ og KÓ (-0,50)	4,50
ágú 17	óbr.	5	GZ (-0,25)	4,50
okt 17	-0,25	5		4,25
nóv 17	óbr.	5		4,25
des 17	óbr.	5		4,25
feb 18	óbr.	5		4,25
mar 18	óbr.	5		4,25
maí 18	óbr.	5		4,25
jún 18	óbr.	5		4,25
ágú 18	óbr.	5		4,25
nóv 18	óbr.	5		4,25

Heimild: Seðlabanki Íslands



sammála um að halda vöxtum óbreyttum. Nú síðast var einn nefndarmeðlimur á því að herða þyrfti aðhaldið en greiddi þó ekki atkvæði á móti tillögu formanns nefndarinnar um óbreytta vexti.

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði nálgast 5%

Eitt af megináhyggjuefnum nefndarinnar síðustu mánuði hefur verið hækkun verðbólguvæntinga og mælast þær nú yfir verðbólgu markmiði á alla mælikvarða. Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur hækkað mjög hratt síðustu vikur og er nú um og yfir 4,5%.

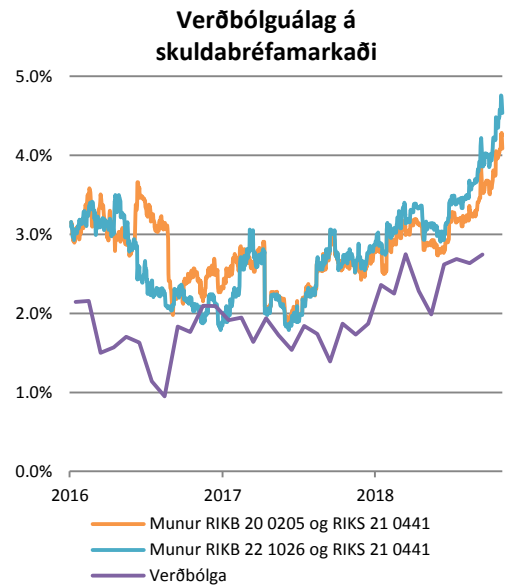
Nýjasta mæling á verðbólguvæntingum heimila og fyrirtækja er nú orðin nokkurra vikna gömul en líklegt má telja að verðbólguvæntingar þeirra séu hærri í dag en þá vegna þeirrar veikingar sem orðið hefur á gengi krónunnar frá því síðasta mæling var gerð.

Hefur Seðlabankinn nægan trúverðugleika til að „hleypa“ verðbólgunni vegna veikingar krónunnar í gegn?

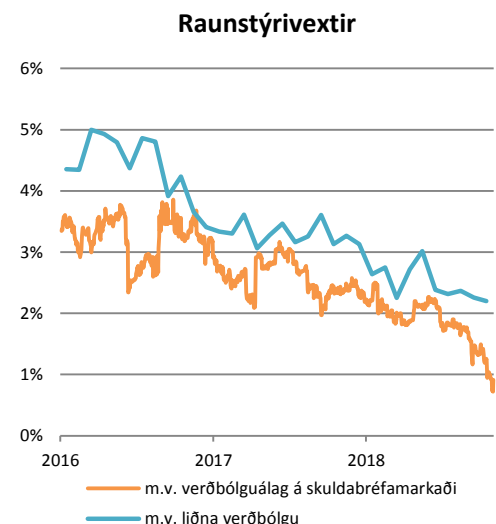
Þróunin á skuldabréfamarkaði síðustu vikur bendir til þess að Seðlabankinn kunni að vera að missa tókin á verðbólguvæntingunum. Það er því kominn tími erfiðra ákvarðana hjá peningastefnunefndinni. Tími til þess að bíða og sjá eins og nefndin hefur oft gert er brátt liðinn. Með hvaða hætti hyggst nefndin og Seðlabankinn sannfæra almenning, fyrirtæki og fjárfesta um að verðbólga næstu árin verði að jafnaði í námunda við 2,5% verðbólgu markmiðið? Sögulega séð hefur verðbólguþróun fylgt gengisþróun krónunnar afar náið. Það er því eðlilegt að verðbólguvæntingar vaxi þegar jafn mikla breytingar verða á gengi krónunnar eins og á síðustu vikum. Seðlabankinn hefur hins vegar haft sig mjög lítið í frammi á gjaldeyrismarkaði og einungis gripið tvisvar inn í á markaðinn, nú síðast 23. október síðastliðinn.

Yfirsíkt á gjaldeyrismarkaði?

Krónan hefur veikt töluvert á síðustu vikum án þess að Seðlabankinn hafi gert mikið með það. Vissulega er Seðlabankinn á verðbólgu markmiði, en ekki gengismarkmiði, og því ekki eðlilegt að hann sé að skipta sér af breytingum á gengi krónunnar sem



Heimild: Kodiak pro, Hagstofa Íslands



Fundið út frá mun RIKB22 og RIKS21
Heimild: Kodiak pro, Hagstofa Íslands



ætla má að komi til vegna breytinga á efnahagslegum undirstöðum gjaldmiðilsins.

Seðlabankastjóri hefur lýst því yfir í viðtölum að: „Væntingarnar hafa snúist. Það á eftir að koma í ljós hvort að leiðréttingin er búin.“¹ Seðlabankastjóri virðist þar með gefa til kynna að gengi krónunnar hafi með einhverjum hætti verið of hátt. Því skyldi þó haldið til haga að Seðlabankinn ber hér talsverða ábyrgð því gengi krónunnar ákvarðast í raun ekki á frjálsum markaði. Fjármagnshöft á útlæði fjármagns hafa að mestu verið afnumin ef frá eru taldir rúmlega 200 milljarðar króna í eign erlendra fjárfesta sem enn eru læstar vegna fjármagnshaftanna. Að sama skapi eru verulegar hömlur á nýtt innflæði erlends fjármagns inn í íslensk skuldabréf og innlán. Innflæðið er takmakað með svokölluðu fjárstreymistæki sem hefur verið þannig stillt að binda þurfti 40% upphæðarinnar á vaxtalausum reikningi í eitt ár, allt þar til í síðustu viku þegar ákveðið var að lækka þetta hlutfall niður í 20%. Það er því veruleg einföldun að halda því fram að gengi krónunnar hafi einfaldlega ráðist á markaði. Verðið er jú vissulega ákveðið á markaði, en markaðurinn er bjagaður.

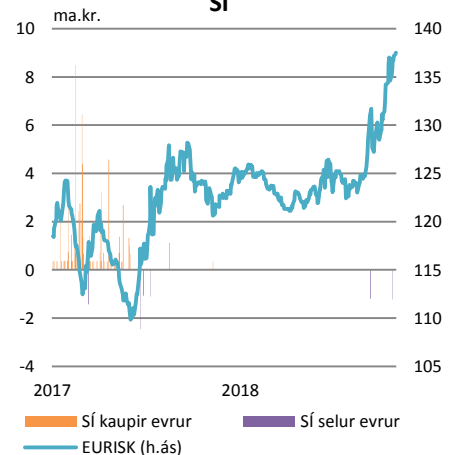
Sú veiking sem orðið hefur á síðustu vikum verður að teljast mun meiri en svo að hægt sé að rekja hana eingöngu til aðlögunar að nýju jafnvægi. Mjög líklegt verður að teljast að einhver hluti af veikingunni sé hreinlega yfirskot. Gjalddeyrismarkaðurinn er grunnur og því þarf litlar upphæðir til að hreyfa verulega við gengi krónunnar. Við slíkar aðstæður eru meiri líkur á yfirskotum í aðra hvora áttina.

Seðlabankastjóri tjáði sig um efnið í sjónvarpsviðtali nýlega: „Það er alltaf þannig að þegar gengi er að leiðrétta, hvort sem það er upp eða niður, þá er alltaf hætta á ákveðnum yfirskotum. Það getur vel verið að það hafi átt sér stað núna. Það á bara eftir að koma ljós.“²

Er markaðurinn að veðja á frekari veikingu krónu?

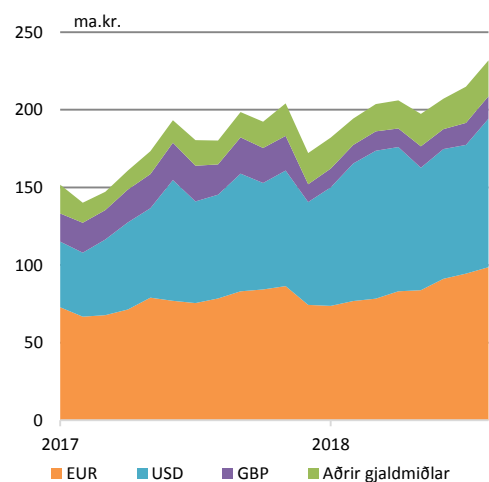
Upphafið að veikingu krónunnar síðustu vikur má m.a. rekja til mikillar fjölmiðlaumræðu um fjármögnunarferðleika WOW air. Ekki er ólíklegt að sú veiking sem kom í kjölfarið hafi aukið væntingar

Gengisþróun ásamt inngripum Sí



Síðasta dags. 30. október 2018
Heimild: Seðlabanki Ísland

Gjalddeyrissinnlán innlendra aðila



Staða í lok mánaðar, allar tölur á föstu gengi (30.9.2018).
Heimild: Seðlabanki Íslands

¹ <http://www.visir.is/g/2018181018648>

² <http://www.visir.is/g/2018181018648>



um enn frekari veikingu sem síðan hafi raungerst. Það eru ákveðnar vísbendingar um að innlendir aðilar, útflytjendur og aðrir, hafi verið að veðja á frekari veikingu krónunnar og að þeir hafi þá verið að bíða með að skipta gjaldeyri sínum yfir í krónur eða keypt gjaldeyri í skiptum fyrir krónur. Hækkandi stöðu innlána má einnig rekja að töluverðu leyti til aukinna kaupa lífeyrissjóða á gjaldeyri en innlán þeirra á gjaldeyrisreikningum hafa aukist um 37 ma.kr. frá ársbyrjun og fram í september.

Milli ársloka 2017 og september fór staða innlána innlendra aðila í erlendum gjaldmiðlum úr 171 ma.kr. í 234 ma.kr. á föstu gengi krónunnar. Upphæðin hækkaði um 63 ma.kr., eða um 37%. Til samanburðar nam heildarvelta á gjaldeyrismarkaði á þessu tímabili tæpum 148 mö.kr. Hækkun innlána á gjaldeyrisreikningum var því 43% af heildarveltu á gjaldeyrismarkaði.

Erfiðar ákvarðanir bíða peningastefnunefndar

Eftir tiltölulega rólegt og átakalítið tímabil í stjórn peningamála síðustu ár, lengst af í skjóli fjármagnshafta, er peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands nú ákveðinn vandi á höndum. Verðbólgan er komin upp fyrir verðból gumarkmið Seðlabankans eftir næstum fjögurra ára tímabil stöðugrar verðbólgu sem hefur haldist við eða rétt undir verðból gumarkmiðinu. Hækkun verðbólgunnar síðustu mánuði má fyrst og fremst rekja til verðhækkana á innfluttum vörum, bæði vegna veikingar krónunnar og mikillar hækkunar á olíuverði. Ef trúverðugleiki Seðlabankans væri mikill myndi það endurspeglast í stöðugum verðbólguvæntingum til næstu fimm og tíu ára nálægt markmiðinu þrátt fyrir tímabundna hækkun verðbólgunnar vegna þátta utan áhrifasviðs Seðlabankans. Við þannig aðstæður gæti Seðlabankinn horft framhjá tímabundinni aukningu verðbólgunnar og haldið stýrivöxtum óbreyttum. Ef verðbólguvæntingarnar haldast hins vegar háar, eða jafnvel hækka enn frekar, mun peningastefnunefndin þurfa að bregðast við með hækkun stýrivaxta til að vinna á svokölluðum annarrar umferðar áhrifum vegna veikingar krónunnar og hækkunar eldsneytisverðs.



Sú þróun sem er lýst hér að ofan kemur á fremur óheppilegum tíma fyrir vaxtahækkunarir. Hagkerfið er að koma út úr tímabili mikils hagvaxtar og framleiðsluspennu inn í nýtt tímabil hóflegs hagvaxtar og framleiðsluslaka. Undir venjulegum kringumstæðum, þ.e.a.s. með verðbólguvæntingum kirfilega kjölfestum við verðbólgu markmiðið í 2,5%, væri peningastefnunefndin líklega að setja sig í vaxtalækkunarstillingar til að mæta minnkandi spennu í þjóðarþúskapnum. Þess í stað eigum við von á að peningastefnunefndin muni hækka vexti Seðlabankans um 0,25 prósentustig nú í desember.

Slakað á innflæðishöftum

Það kom okkur ekki á óvart að tilkynnt var um tilslökun á innflæðishöftum. Höftin hafa dregið verulega úr væntum ábata erlendra fjárfesta af fjárfestingum á skuldabréfamarkaði hér á landi og hefur því letjandi áhrif á innflæði vegna þess og þar með þjögun á markaðnum. Verulega hefur dregið úr vaxtamun við útlönd eftir að stýrivextir tóku að hækka í Bandaríkjunum á sama tíma og vextir hafa lækkað eða staðið í stað hér á landi. Hætta á óhóflegu innflæði erlends fjármagns hefur því minnkað verulega. Við áttum því fyllilega von á að Seðlabankinn færi að taka fyrstu skrefin í að slaka á innflæðishöftunum.

Innihald og form skjals þessa er unnið af starfsmönnum Hagfræðideildar Landsbankans hf. (hagfraedideild@landsbankinn.is) og byggist á aðgengilegum opinberum upplýsingum á þeim tíma sem greiningin var unnin. Mat á þeim upplýsingum endurspeglar skoðanir starfsmanna Hagfræðideildar Landsbankans á þeim degi þegar greiningin er dagsett, en þær geta breyst án fyrirvara.

Landsbankinn hf. og starfsfólk hans taka ekki ábyrgð á viðskiptum sem byggð eru á þeim upplýsingum og skoðunum sem hér eru settar fram, enda eru þær ekki veittar sem persónuleg ráðgjöf fyrir einstök viðskipti.

Bent skal á að Landsbankinn hf. getur á hverjum tíma haft beinna eða óbeinna hagsmuna að gæta, ýmist sjálfur, dótturfélög hans eða fyrir hönd viðskiptamanna, s.s. sem fjárfestir, lánardrottinn eða þjónustuaðili. Greiningar eru engu að síður unnar sjálfstætt af Hagfræðideild Landsbankans og innan Landsbankans eru í gildi reglur um aðskilnað starfssviða sem eru aðgengilegar á vef bankans.