



Lágvaxtalandið Ísland: Hvenær kemur þú?

Greiningardeild Arion banka

1. desember 2017

Samantekt

Undanfarin ár og áratugi hafa vextir og verðbólga lækkað á Vesturlöndum. Þessi þróun, sem margir klóra sér í kollinum yfir, hefur náð til Íslands að því leyti að verðbólga hefur sjaldan verið jafn lítil jafn lengi. Auk þess virðist sem Seðlabanki Íslands geti náð markmiði um verðstöðugleika með lægri raunvöxtum en áður. Ef við skoðum úr hverju nafnvextir eru almennt samsettir virðast flest rök hníga til umtalsvert lægri vaxta en við þekkjum sögulega. Þar vega þungt kraftar til lægri raunvaxta, lækkun verðbólguvæntinga og lækkun skulda.

Ekkert er þó gefið í þessum efnum og við erum enn að reyna að skilja hvað þarna er að verki. Þó er víst að hagstjórn, í breiðu samhengi, skiptir miklu máli. Við teljum að forsendur fyrir því að Ísland búi við lága vexti hafi aldrei verið sterkari. Það er þó ekki sjálfgefið, lægri vextir í sjálfu sér eru varasamt markmið og bakslag getur orðið á þeirri þróun.

Efnisyfirlit

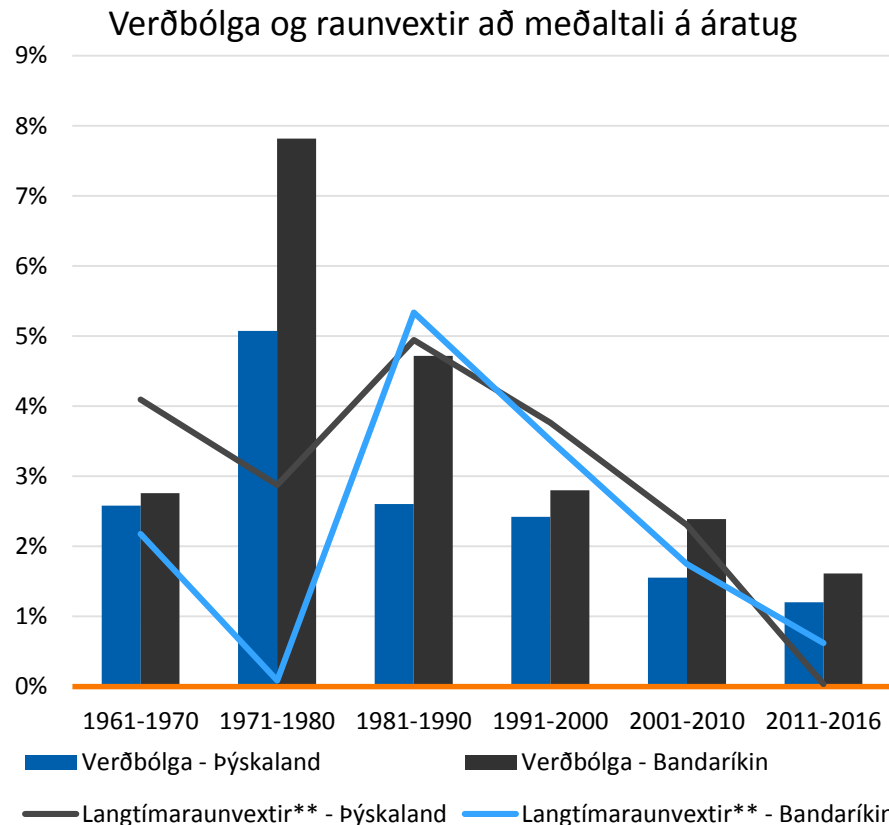
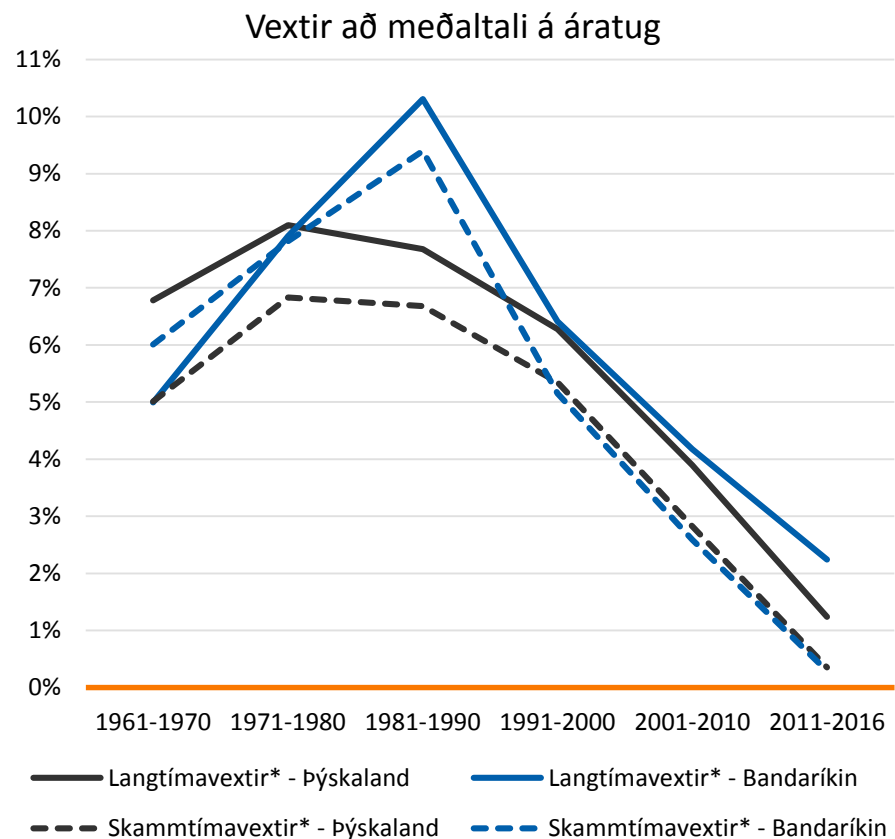
- [Lítil verðbólga og lágir vextir víða um heim](#)
- [Þungir kraftar sem benda til lægri vaxta, líka á Íslandi](#)
 - [Raunvextir hafa lækkað – fara þeir neðar?](#)
 - [Verðbólguvæntingar við verðból gumarkmið](#)
 - [Áhættuálag hefur lækkað með betri fjárhagsstöðu](#)
- [Horfur um lægri vexti skipta litlu máli ef Seðlabankinn, ríkið og aðrir standa í veginum](#)
- [Hvað gætum við séð í uppfærðri peningastefnu?](#)
- [Lokaorð og vangaveltur](#)

Lágir vextir og lítil verðbólga víða um heim

Erum enn að reyna að skilja nákvæmlega af hverju

Fordæmalausir vextir á heimsvísu – hafa sjaldan eða aldrei verið lægri

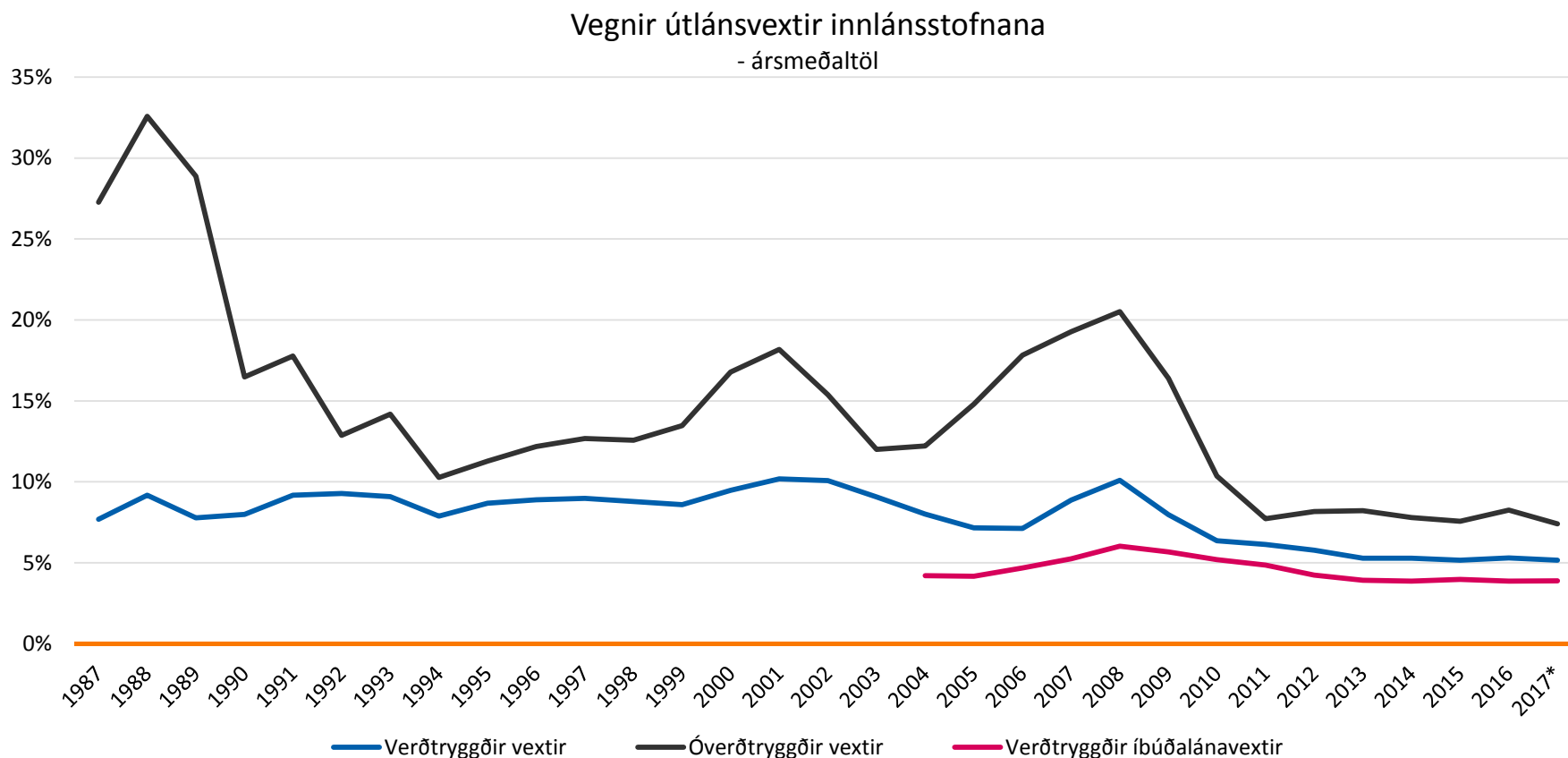
Að stórum hluta en ekki eingöngu vegna lítillar verðbólgu. Raunvextir í Bandaríkjunum og Þýskalandi hafa að jafnaði verið innan við 1% það sem af er þessum áratug en voru um 5% á 9. áratugnum.



Heimildir: OECD, Greiningardeild Arion banka. *Langtímvextir eru ávöxtunarkrafa á 10 ára ríkisskuldabréfum. Skammtímvextir miðast við millibankavexti eða ríkisvíska. **Langtímarauðvextir eru ávöxtunarkrafa 10 ára ríkisskuldabréfa, leiðrétt fyrir verðbólgu yfir tímabilið.

Vaxtastig hefur einnig lækkað á Íslandi

Bæði vegna lítillar verðbólgu en einnig vegna lægri raunvaxta (verðtryggðra vaxta)



Hvers vegna eru vextir svona lágir á alþjóðavísu?

Lágir vextir og „týnda verðbólgan“ hafa valdið miklum heilabrotum og efasemdum um áður viðtekna vísu. Ýmsar kenningar eru um hvort tveggja (sjá heimildir í hlekkjum)

Mögulegar ástæður lítillar verðbólgu á heimsvísu:

- [Hnattvæðing hefur aukið samkeppni](#) sem heldur aftur af verðhækkunum. Meðal annars hefur hreyfanleiki vinnuafls aukist sem ásamt hreyfanleika framleiðslu sem heldur aftur af launahækkunum í þróuðum ríkjum. Minni launahækkanir draga því úr verðbólguþrýstingi. Samspil hnattvæðingar við tæknibreytingar, sérstaklega til framtíðar, gæti enn frekar haldið aftur af verðbólgu – hvaða áhrif hefur það á samningsstöðu launafólks ef vélmenni getur tekið við starfinu þeirra?
- Ef raunvextir eru utan áhrifasviðs seðlabanka [leiða lágir nafnvextir hugsanlega til lágra verðbólguvæntinga](#) og því lítillar verðbólgu. Sjálfsuppfyllandi verðbólguvæntingar gætu verið að verki.

[Janet Yellen](#) fráfarandi seðlabankastjóri Bandaríkjanna: „*Our framework for understanding inflation dynamics could be mis-specified in some fundamental way*“

Mögulegar ástæður lágra raunvaxta í þróuðum ríkjum:

- [Þjóðir eru að eldast](#) sem leiðir til aukins sparnaðar, minni hagvaxtar og þar með hóflegri ávöxtunarmöguleika.
- [Aukinn sparnaður](#) hefur einnig verið rakinn til hás sparnaðarstigs og mikils viðskiptaafgangs í nýmarkaðsríkjum eins og Kína. Þá hefur einnig verið talað um að aukinn ójöfnuður leiði til meiri sparnaðar þar með lægri vaxta, þó áhrif þess séu e.t.v. minni en önnur.
- Væntingar um [hægari framleiðnivöxt](#) og þá hefur örvandi peningastefna í kjölfar fjármálakreppunnar þrýst vöxtum niður meira en undirliggjandi þættir gefa tilefni til.
- [Seðlabankar hafa](#) e.t.v. meiri áhrif á raunvexti til lengdar en áður var talið. Lágir stýrivextir leiða því einfaldlega til lægri raunvaxta en ella

Pungir kraftar sem benda til lægri vaxta, líka á Íslandi

Nokkrir þættir sem tengjast innbyrðis og liggja í
átt til lægri vaxta en áður ef rétt er haldið á
spilunum.

Samsetning vaxta í einfaldri mynd

Til að skilja heiminn er gott að einfalda hann

$$\text{Nafnvextir} = \text{Raunvextir} + \text{Verðbólguvæntingar} + \text{Áhættuálag}$$

Nafnvextir eru í daglegu tali oft kallaðir óverðtryggðir vextir. Með einföldun má skipta þeim í þrennt:

- **Raunvextir** eru „áhættulausir“ vextir að teknu tilliti til verðbólgu, eða þeir verðtryggðu vextir sem ríkinu býðst að fjármagna sig á. Ríkið er útgefandi krónunnar í gegnum Seðlabankann og ætti alltaf getað staðið við fjárhagslegar skuldbindingar sínar í krónum. Þeir vextir mynda grunn fyrir aðra vexti.
- **Verðbólguvæntingar** eru þær væntingar sem lánveitandi hefur, og lántaki sættir sig við, um hvernig verðbólga þróast. Þær hafa sögulega verið mjög háar á Íslandi enda verðbólga oft verið mikil.
- **Áhættuálag** má hugsa sem þóknun sem lánveitandi krefst vegna hættu á greiðslufalli lántaka eða áhættuþóknun vegna óvissu um verðbólguþróun.
- Þessum atriðum til viðbótar má m.a. nefna seljanleika- og gjalddagaálag. Einnig er stundum erfitt að aðskilja innbyrðis liði nafnvaxta. Við skulum láta þau atriði liggja milli hluta að þessu sinni.

Skoðum hvert atriði fyrir sig

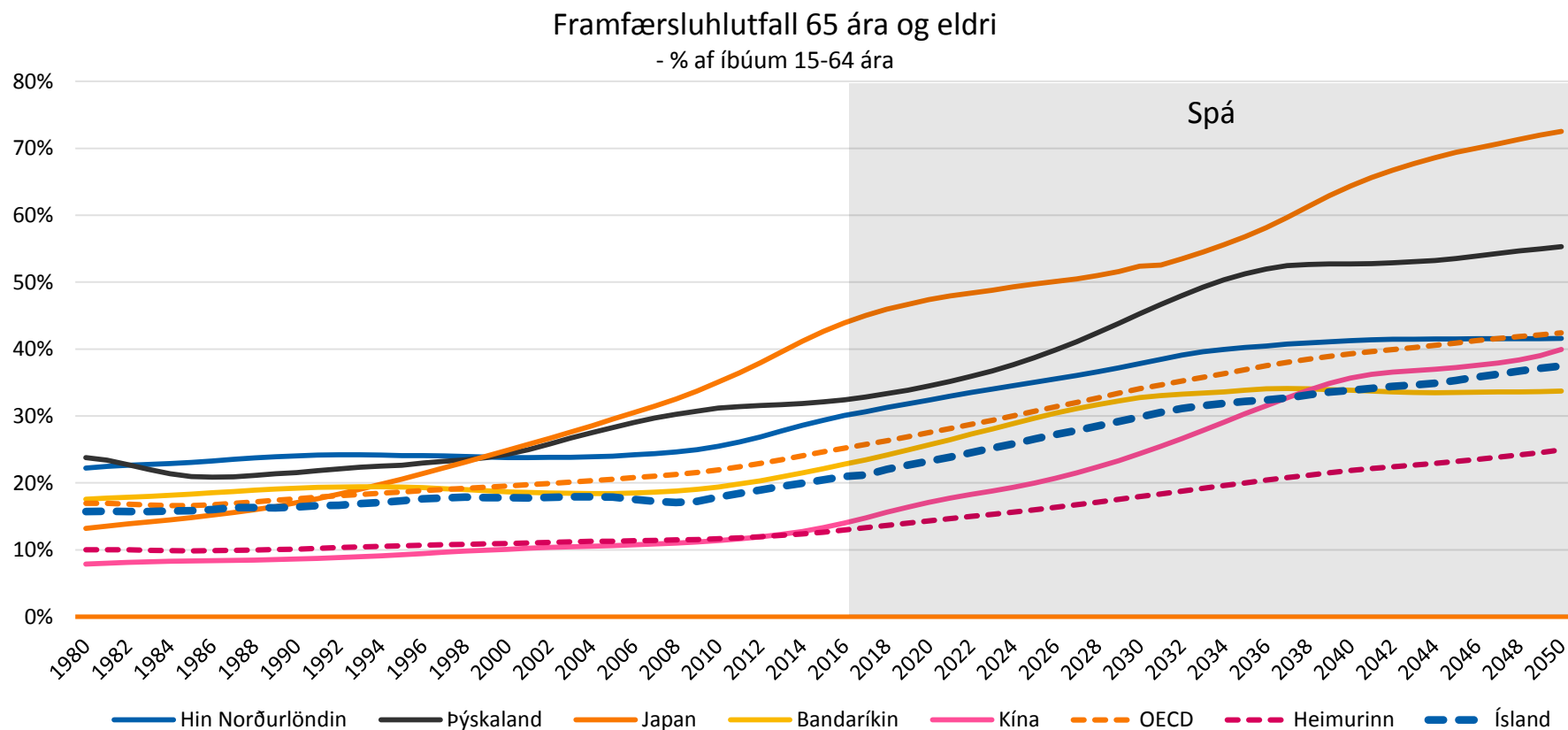
Raunvextir hafa lækkað – fara þeir neðar?

Framboð og eftirspurn á fjármálamörkuðum ræður hér miklu. Með öðrum orðum sparnaður og lántaka einstaklinga, fyrirtækja o.s.frv. Einnig skiptir almenn efnahagsþróun verulegu máli.

Erlendis hafa raunvextir víða lækkað mikið – það eitt og sér smitast til Íslands

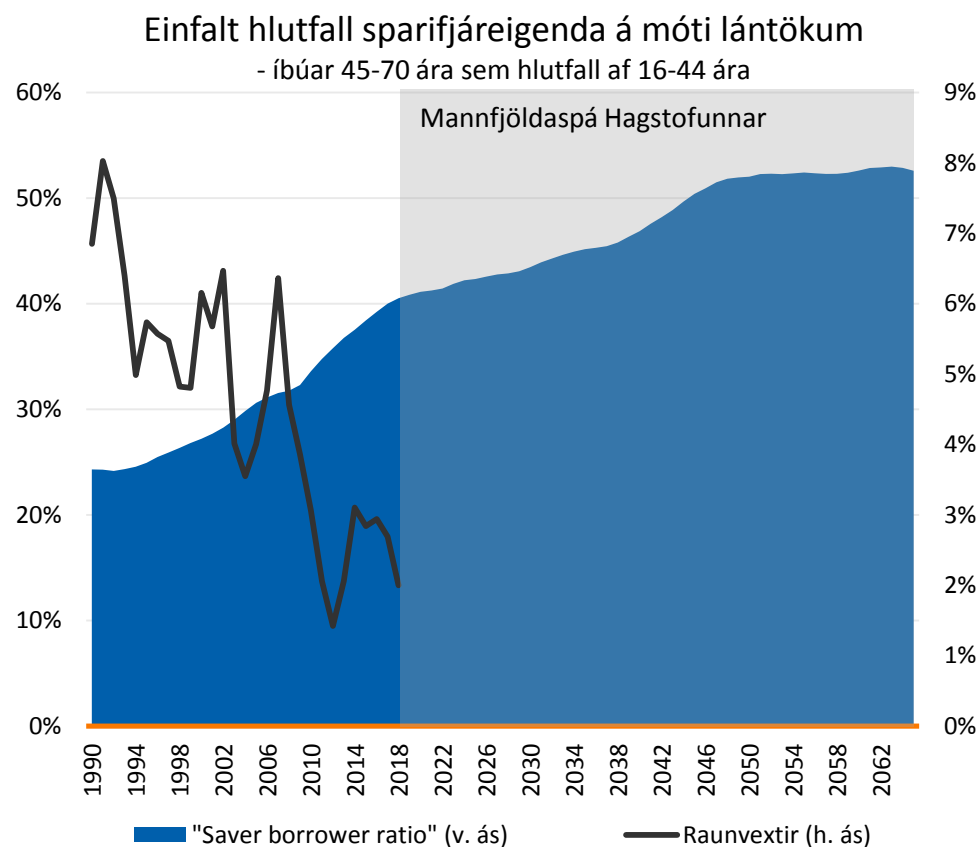
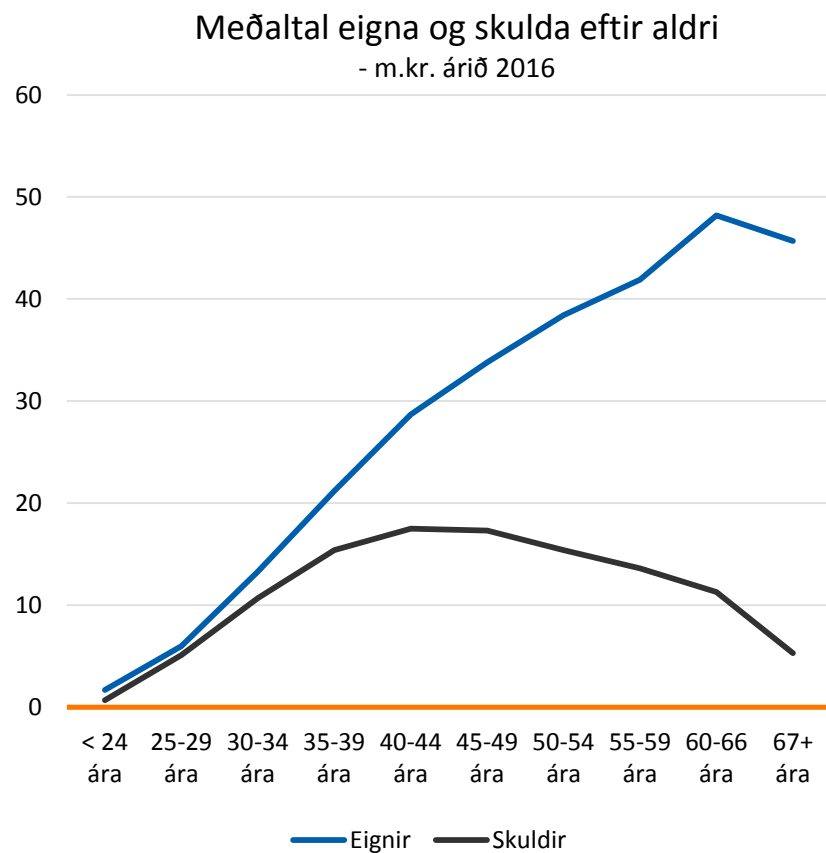
Hærri lífaldur er einn þyngsti krafturinn til lægri raunvaxta

Þjóðir eru að eldast, sem kallar á meiri sparnað og dregur úr möguleikum til hagvaxtar í framtíðinni. Er tilviljun að vextir í Japan hafa verið mjög lágir lengi þar sem framfærsluhlutfallið er hvað hæst?



Með einföldun má segja að þeim fjölgi sem spara í samanburði við þá sem taka lán

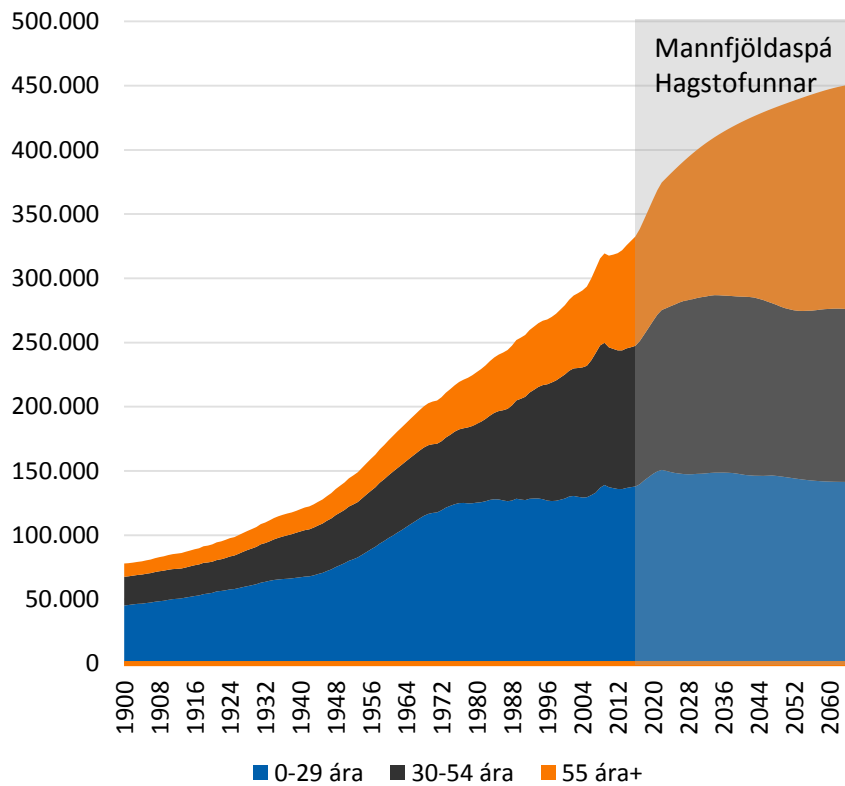
Heimilin virðast safna skuldum fram að miðjum aldri, en svo verður eignamyndun hraðari og skuldir lækka.



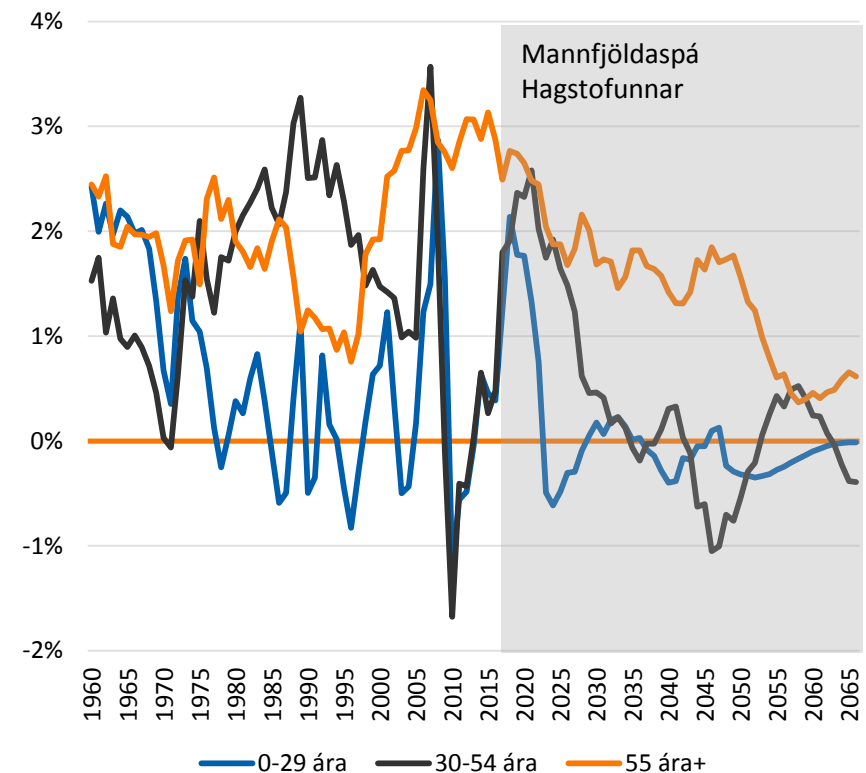
Nánast öll fólksfjölgun á Íslandi næstu ár mun verða í eldri aldurshópum

Mest hefur landsmönnum fjölgað í hópi 55 ára og eldri frá aldamótum og svo verður áfram. Þetta fólk sparar – greiðir niður skuldir og safnar eignum – frekar en þeir sem yngri eru.

Mannfjöldi á Íslandi

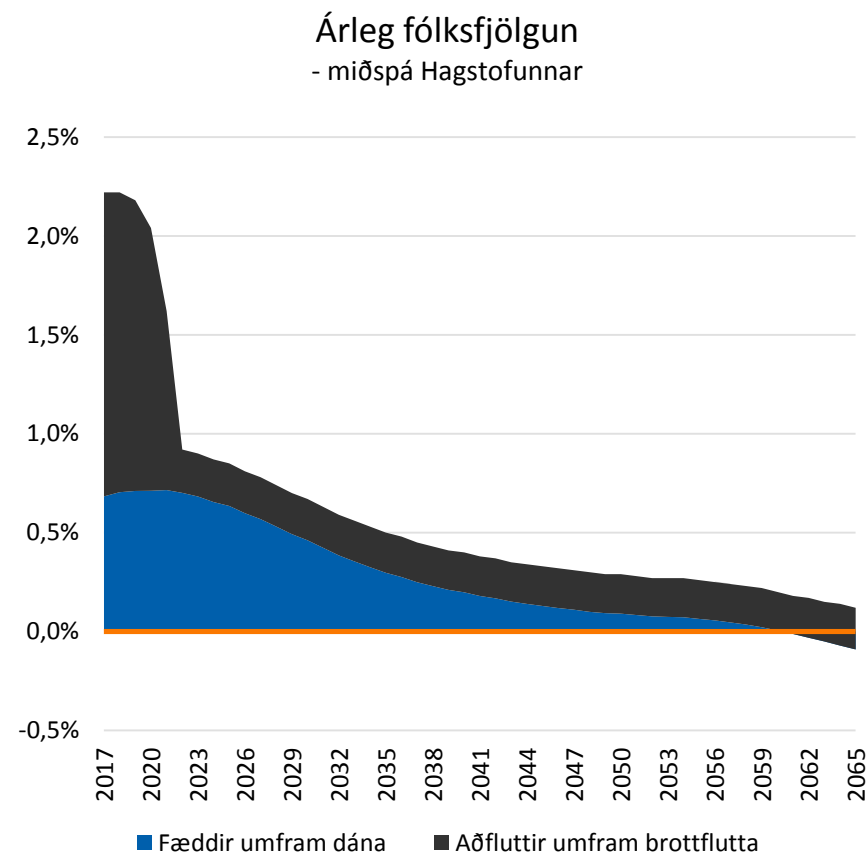
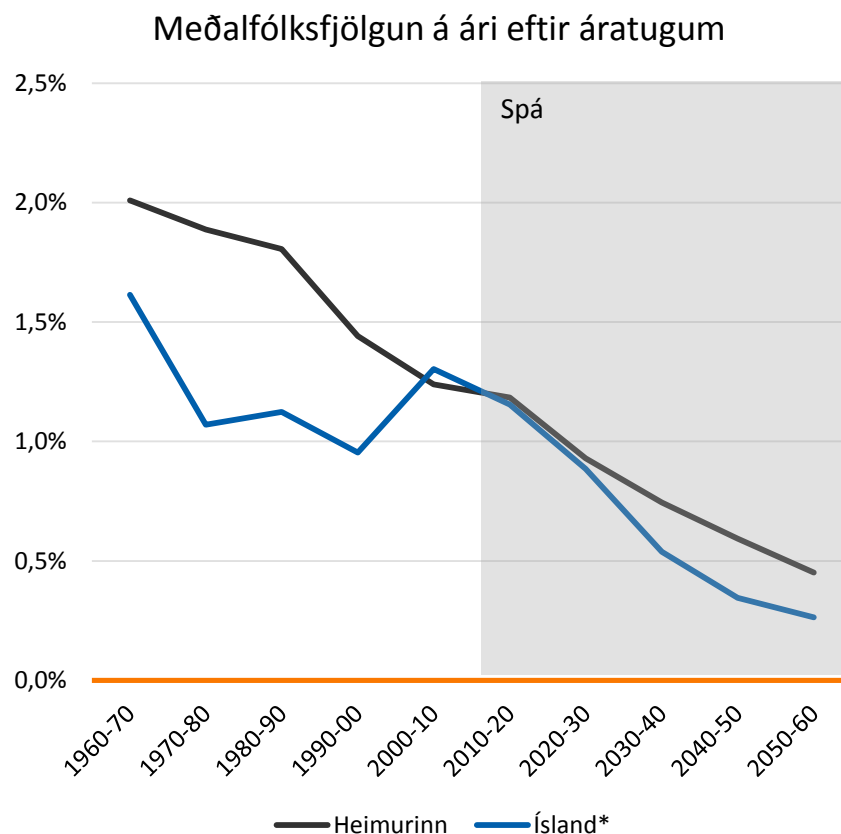


Fjölgun í aldurshópum



Ekki nóg með að við séum að eldast heldur er okkur líka að fjölga hægar sem dregur úr hagvaxtargetu í framtíðinni

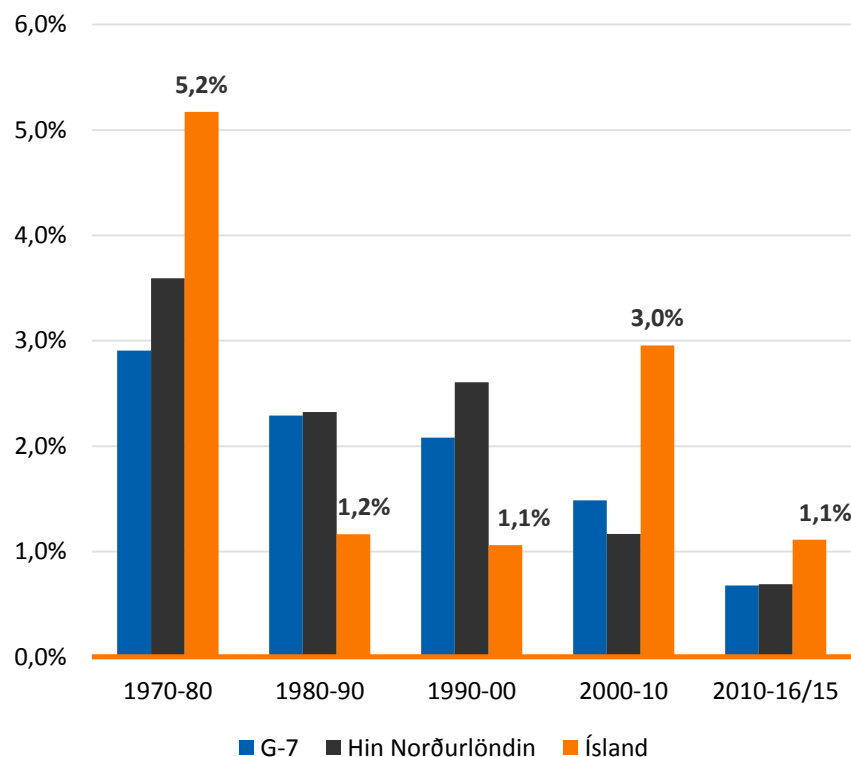
Mikil óvissa um búferlaflutninga milli landa en náttúruleg fólksfjölgun verður mun hægari þegar fram líður



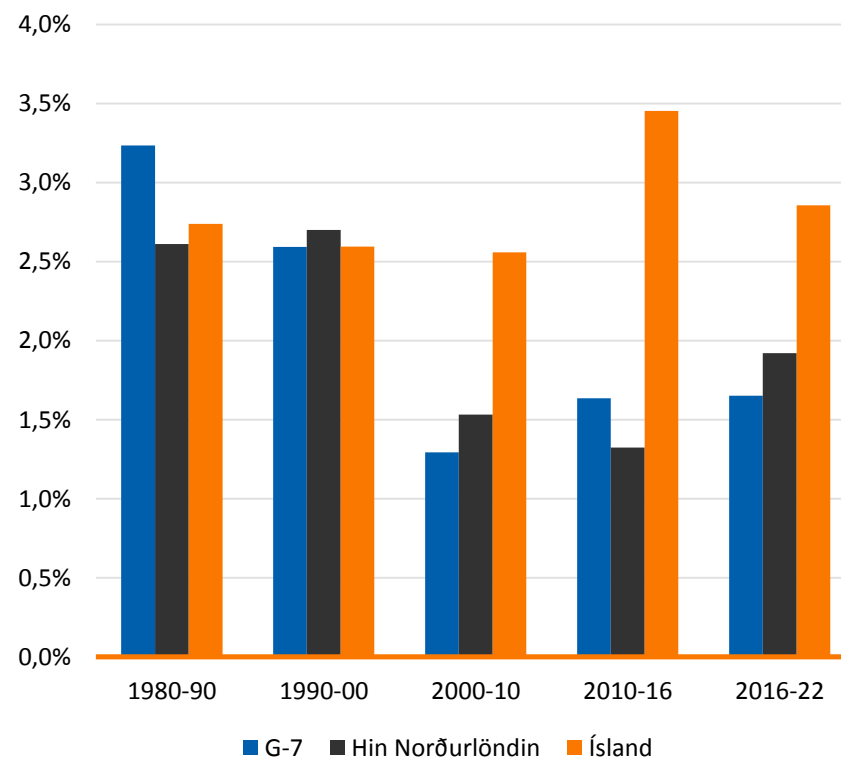
Þar að auki er ekki að víst að framleiðni muni vaxa hraðar...

...jafnvel hægar ef horft er til annarra iðnríkja. Slíkt þýðir minni hagvöxt og að öðru óbreyttu geta slík hagkerfi síður staðið undir háum vöxtum

Framleiðnivöxtur á ári



Meðalhagvöxtur*



Verðbólguvæntingar við verðbólguþröskulmörk

Hafa sjaldan ef einhvern tíman verið jafn lágar
jafn lengi

Hvers vegna skiptir þetta máli?

Væntingar um verð og hvers kyns efnahagsþróun eru að talsverðu leyti sjálfsuppfyllandi

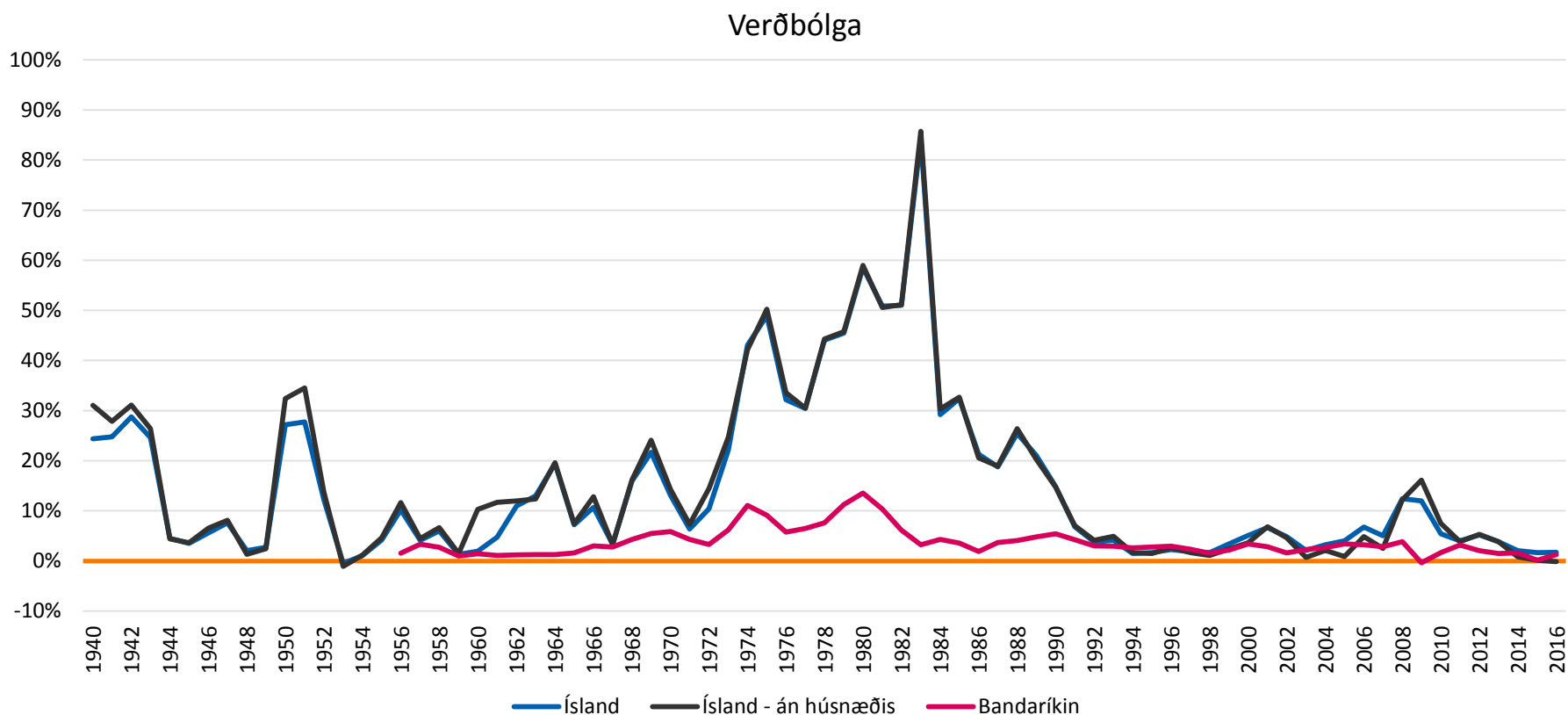
Ef verðbólguvæntingar eru lágar:

- Launþegar krefjast minni launahækkana sem leiðir til minni verðbólguþrýstings vegna launakostnaðar
- Fyrirtæki sitja e.t.v. frekar á sér með að velta öllum breytingum beint út í verðlagið ef þau eru ekki hrædd við að lenda á eftir verðbólguþrýstingnum
- Fjárhagsáætlanir fyrirtækja, heimila og hins opinbera miðast við minni verðbólgu
- Hægt að snúa þessu öllu við ef verðbólguvæntingar eru háar
- Seðlabankinn sér sig líka síður knúinn til að hækka vexti vegna annarra þátta ef verðbólguvæntingar eru við markmið eins og síðustu misseri sýna.

-> Lægri verðbólguvæntingar -> minni verðbólga -> lægri vextir

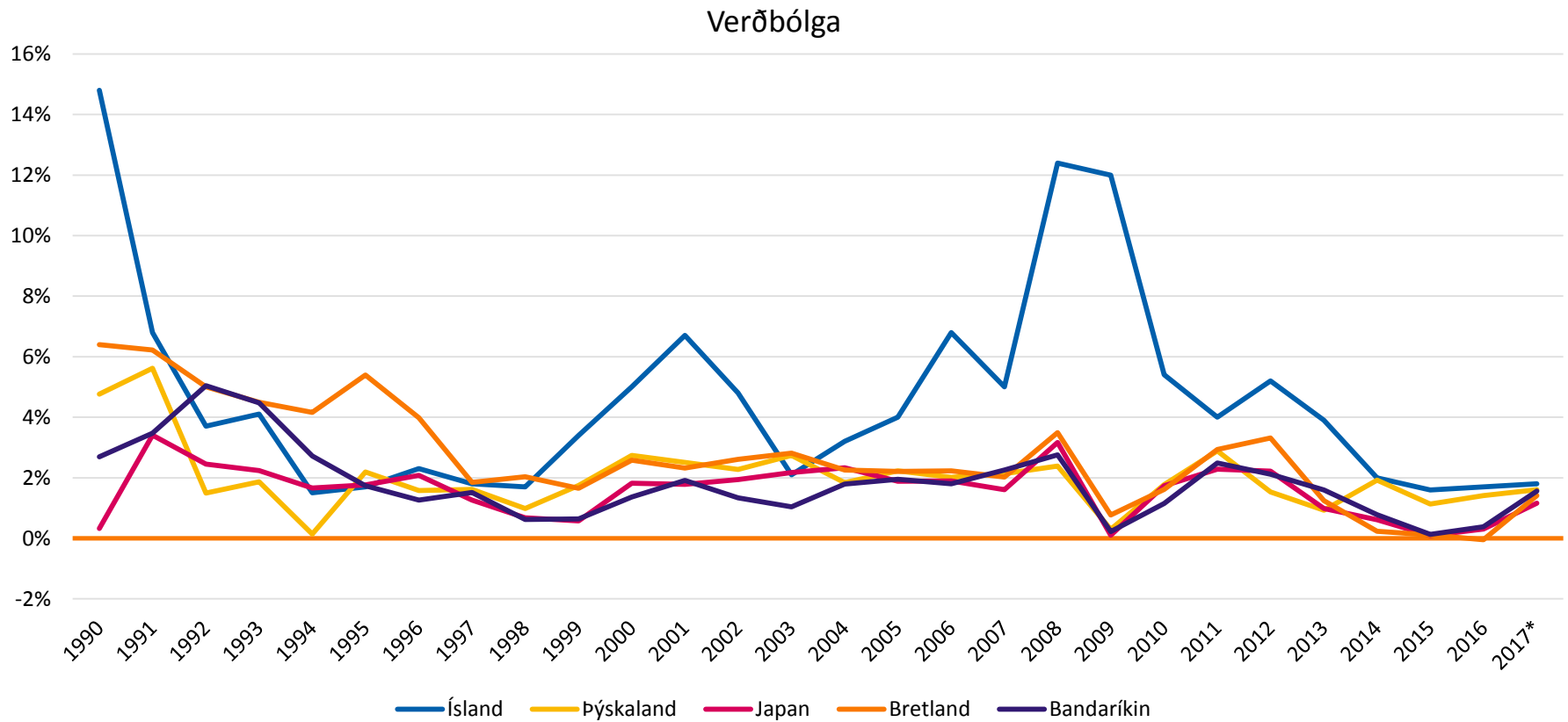
Við gleymum því stundum hvaðan við erum að koma

Verðbólga hefur sögulega verið eins og efnahagslegur faraldur á Íslandi og oft hefur gengið illa að koma böndum á hana



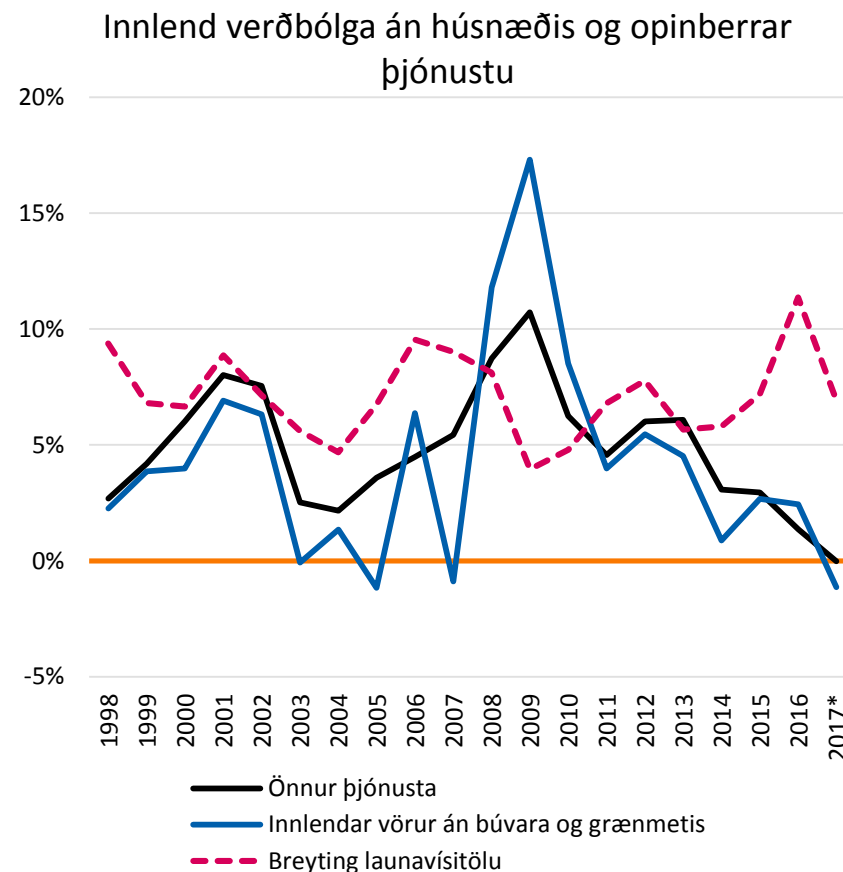
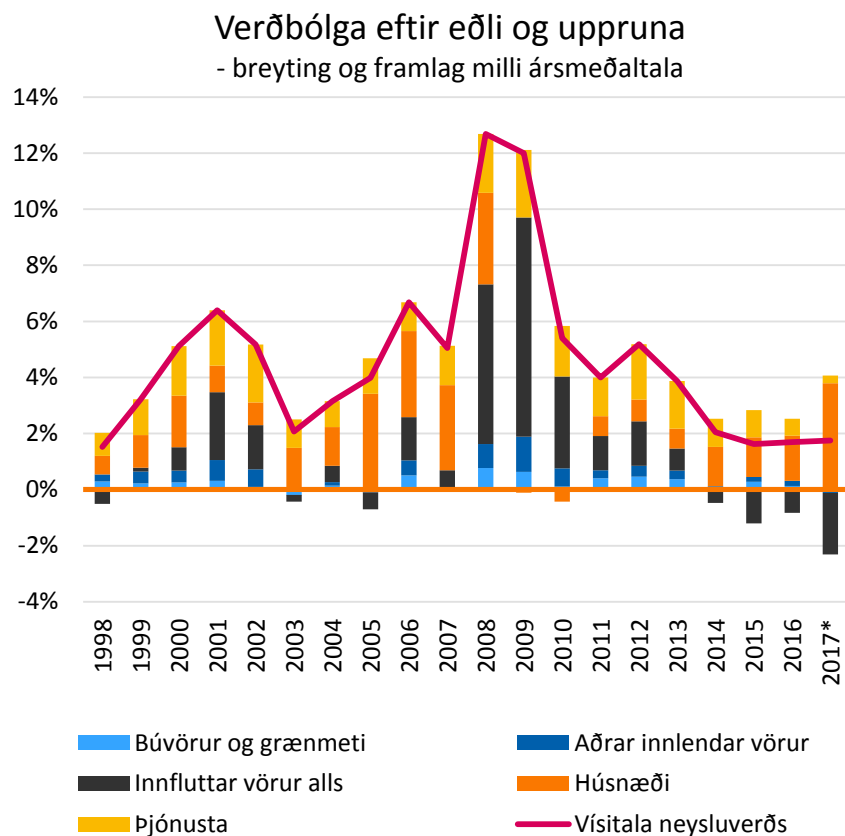
Lítill erlend verðbólga smitast til Íslands

Jafnvel þó ekki væri fyrir gengisstyrkingu síðustu missera myndi þeirra áhrifa gæta þar sem við erum mjög háð innflutningi á vöru og þjónustu. Um þriðjungur neyslukörfunnar er erlendur



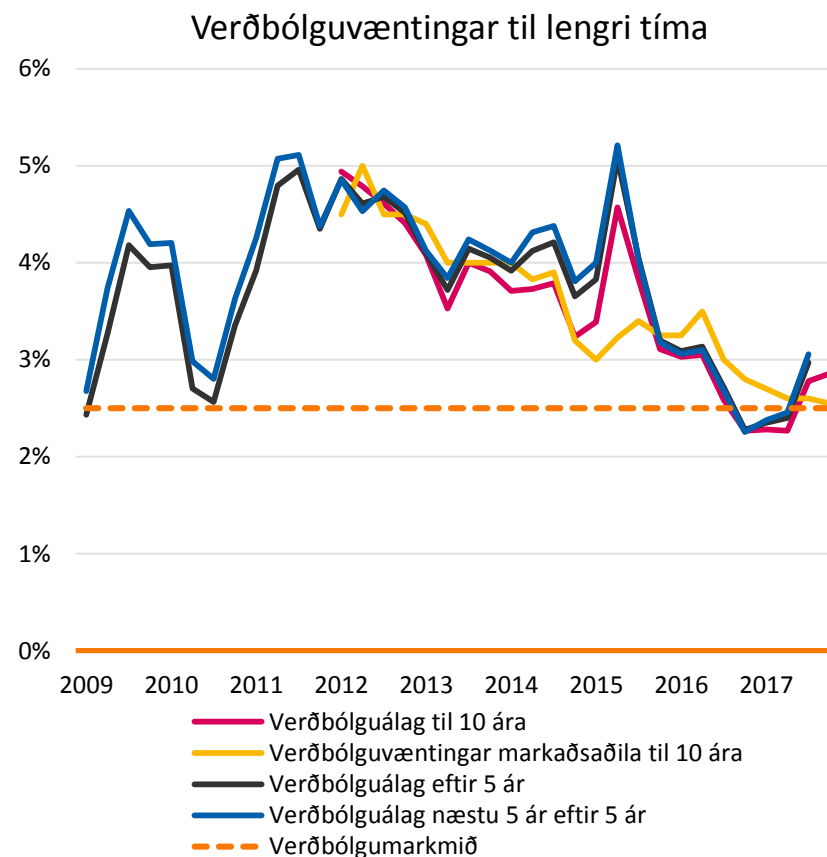
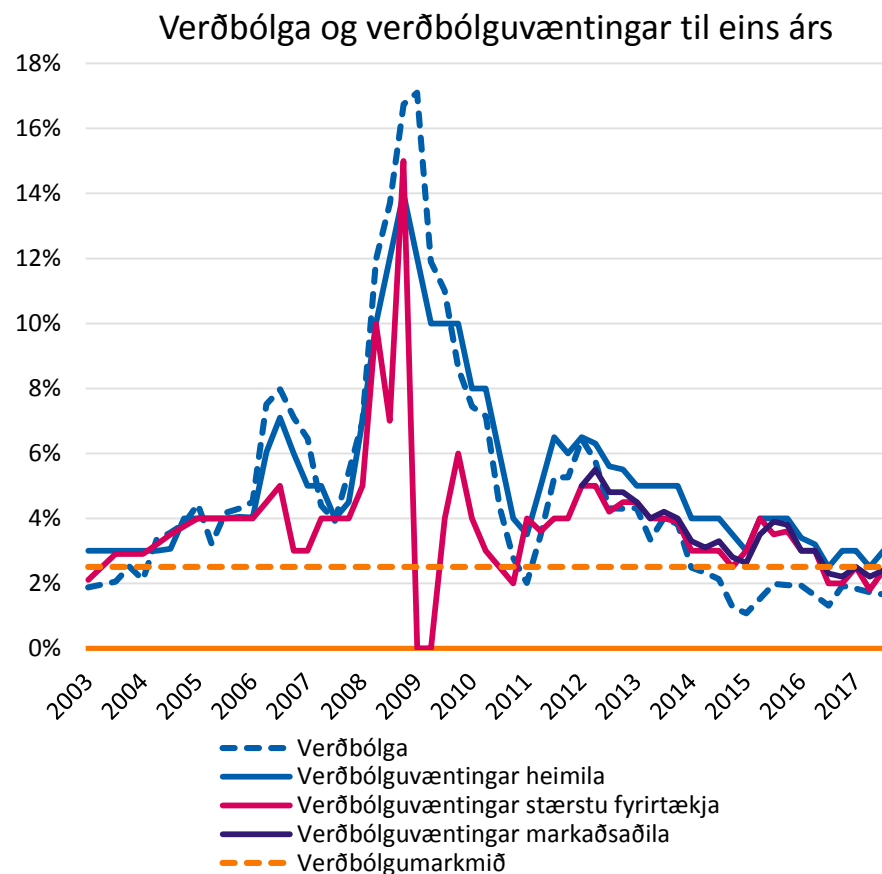
Innlendur verðbólguþrýstingur hefur að sama skapi verið hverfandi um nokkurt skeið

Nær alla verðbólgu síðustu fjögur ár má rekja til húsnæðiskostnaðar. Jafnvel þó að laun hafi hækkað um 35% frá ársbyrjun 2014.



Saman hefur þetta leitt til þess að verðbólguvæntingar til skemmri og lengri tíma eru við verðbólguþröng Seðlabankans

Sem aftur leiðir til minni verðbólgu og lægri vaxta en ella, ef þetta er ekki tímabundið ástand.

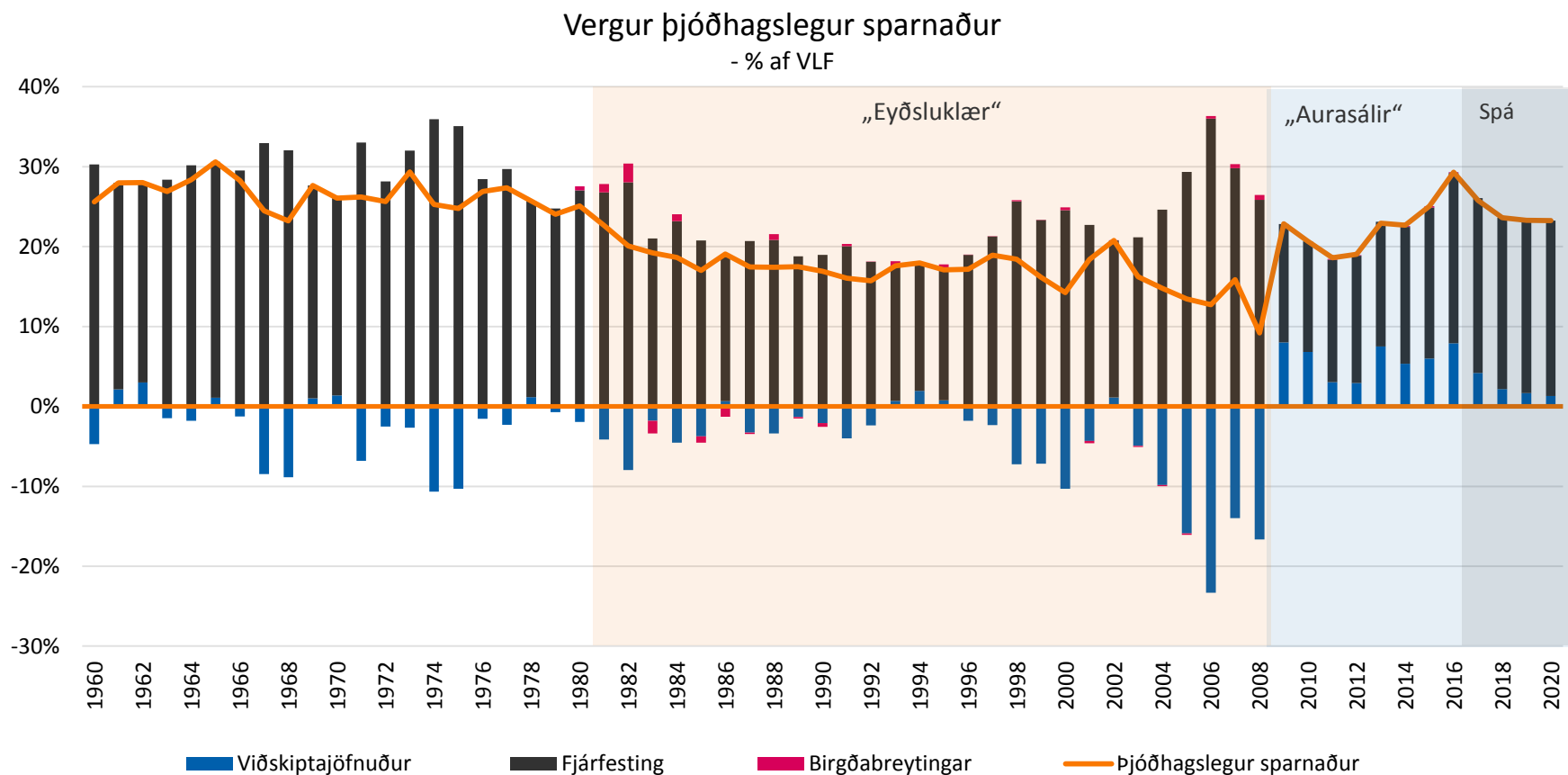


Áhættuálag hefur lækkað með betri fjárhagsstöðu

Lítill skuldsetning dregur úr líkum á gjaldfalli,
hvort sem horft er til þjóðarbúsins, fyrirtækja
eða heimila.

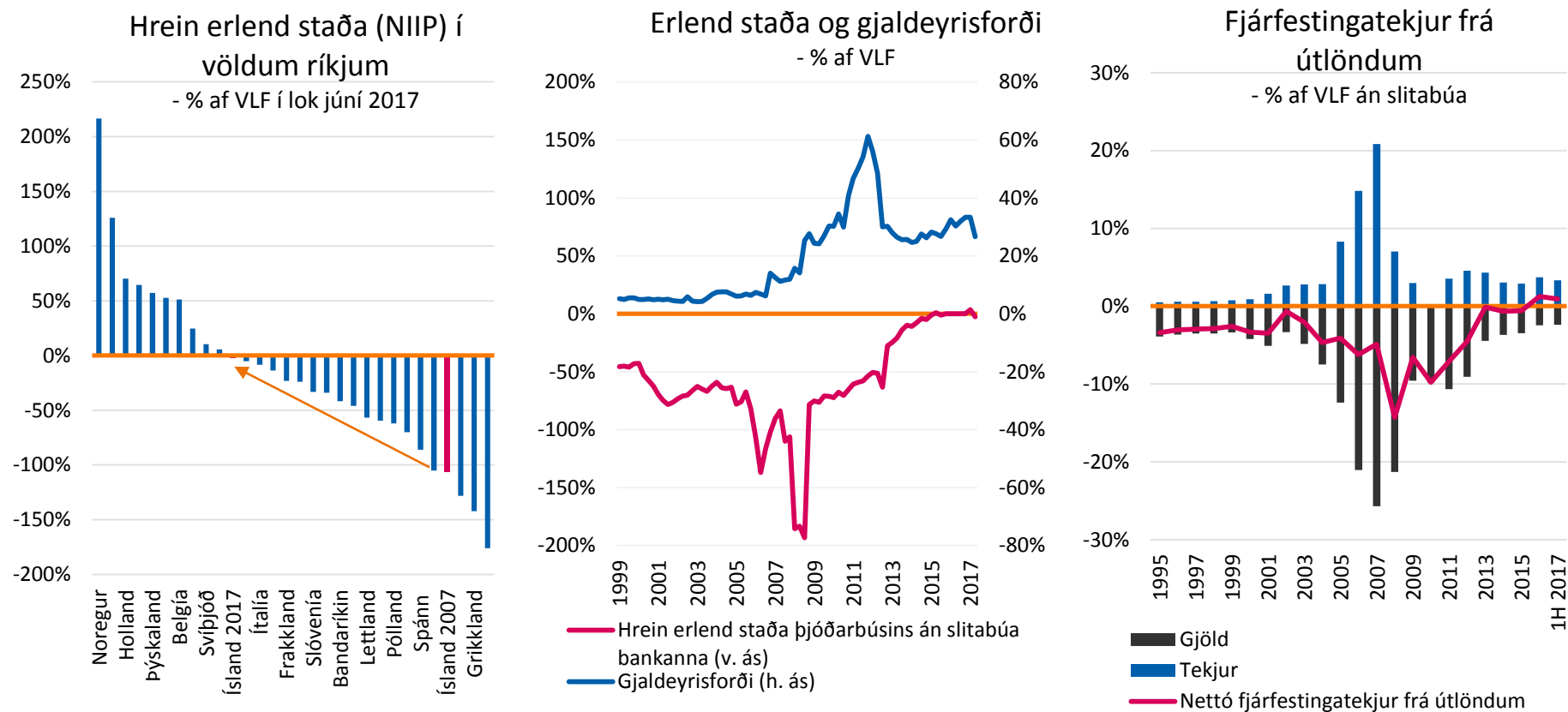
Eyðsluklærnar sem urðu aurasálar? Þjóðhagslegur sparnaður stórkjóst eftir fjármálakreppu og virðist ætla að dvína lítið

Hvorum myndir þú bjóða lægri vexti?



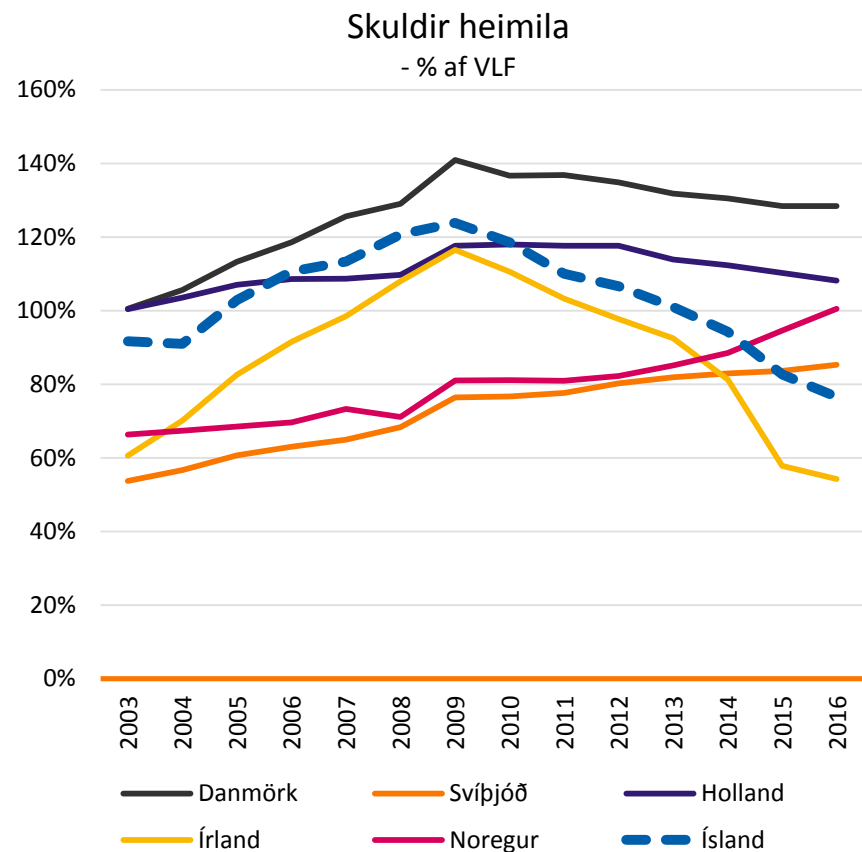
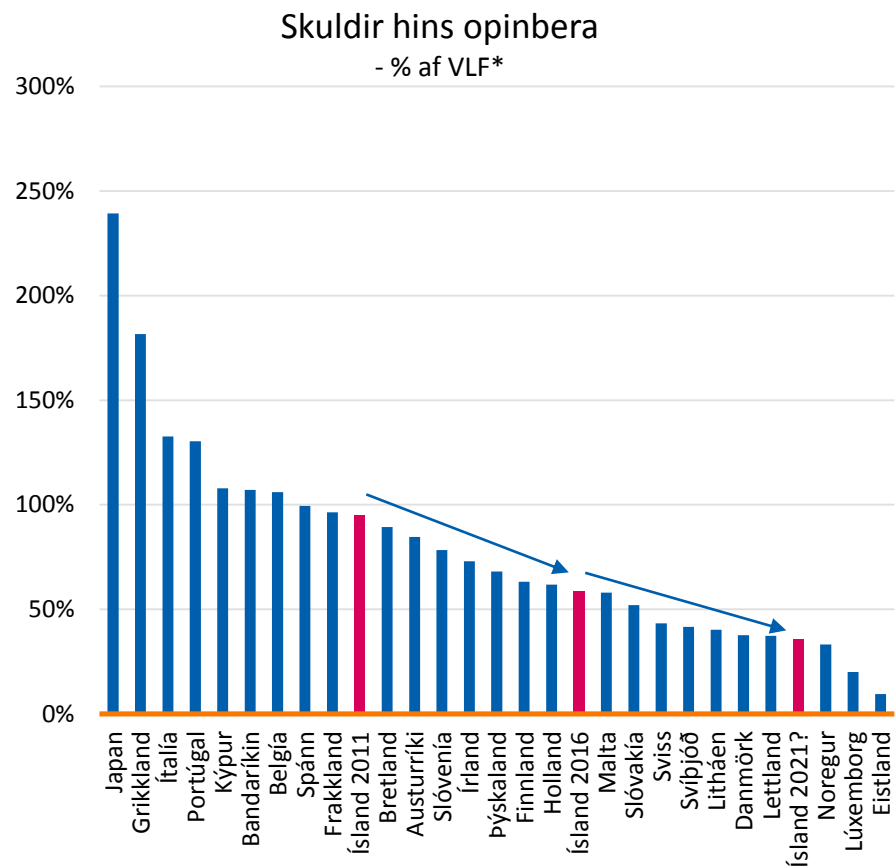
Þjóðarbúið hefur farið úr því að skulda nettó sem nemur allri verðmætasköpun þess á tveimur árum yfir í að skulda ekkert

Að sama skapi er gjaldeyrisforði Seðlabankans mun stærri en á árum áður sem minnkar líkur á gengisfalli. Það lækkar áhættuálag við að lána inn í krónuhagkerfið sem hjálpar við að þrýsta vöxtum neðar.



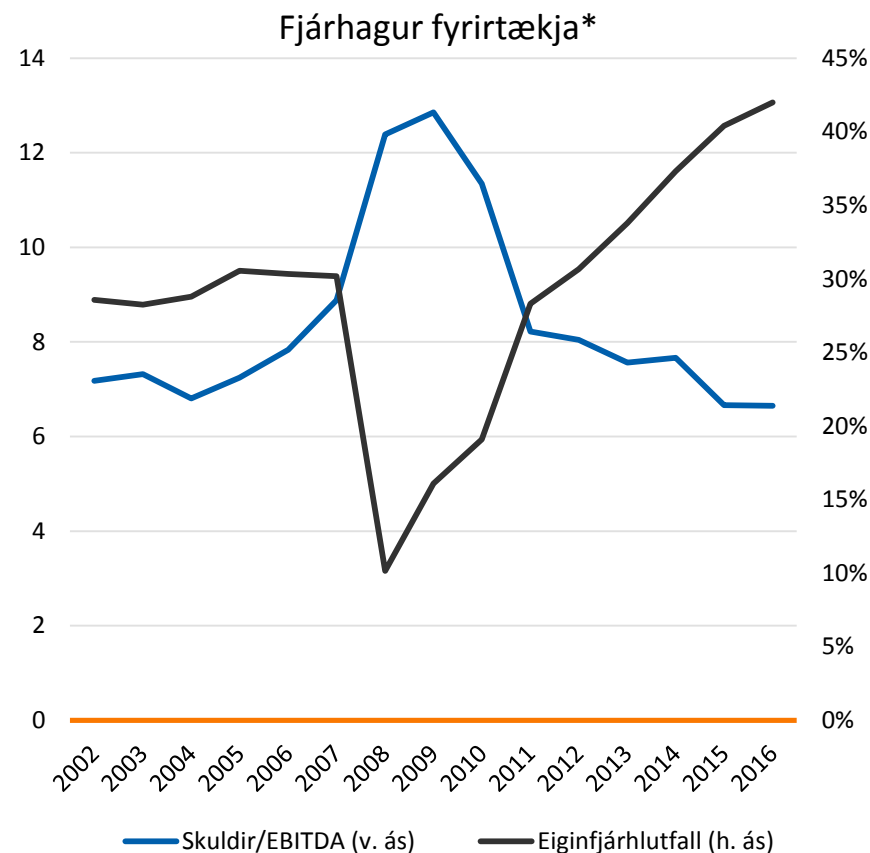
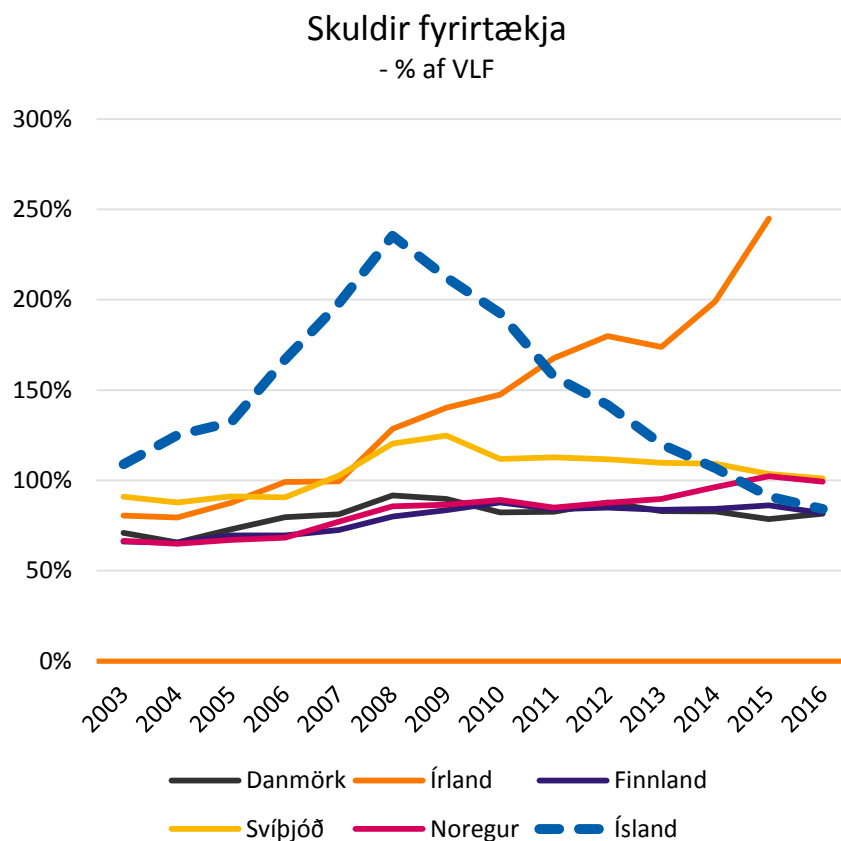
Skuldir innlendra aðila gagnvart útlöndum hafa ekki eingöngu minnkað heldur hefur skuldsetning almennt minnkað

Heimilin skulda minna en á Norðurlöndunum og hið opinbera stefnir í átt að Noregi í skuldum



Skuldir fyrirtækja hafa lækkað mikið og eiginfjárstaða þeirra hefur styrkst

Áhætta af lánum til íslenskra fyrirtækja er því að jafnaði og að óbreyttu áhættuminni en áður



Horfur um lægri vexti skipta litlu máli ef Seðlabankinn, ríkið eða aðrir standa í veginum

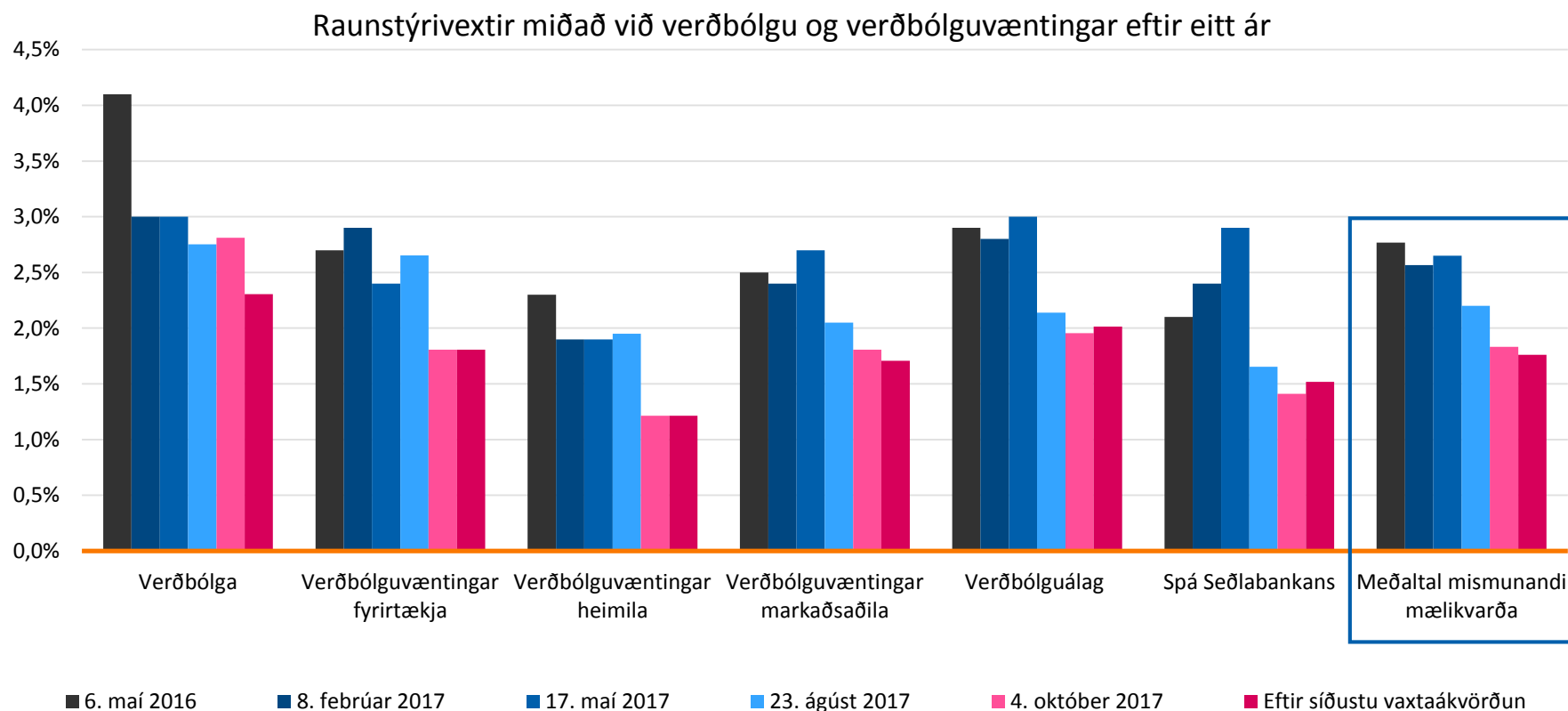
Peningastefnunefnd Seðlabankans hefur hingað til verið á „vaxtalækkunarbuxunum“ og jafnvel talað um framangreinda þróun

Laun og verðbólga eru í pásu, ekki hætt saman

Alþingi virðist almennt vilja lægri vexti. Þó gjörðir gjörðir þess séu ekki alltaf í takt við þann vilja hefur Alþingi fjölmörg tækifæri til að stuðla að lægri vöxtum.

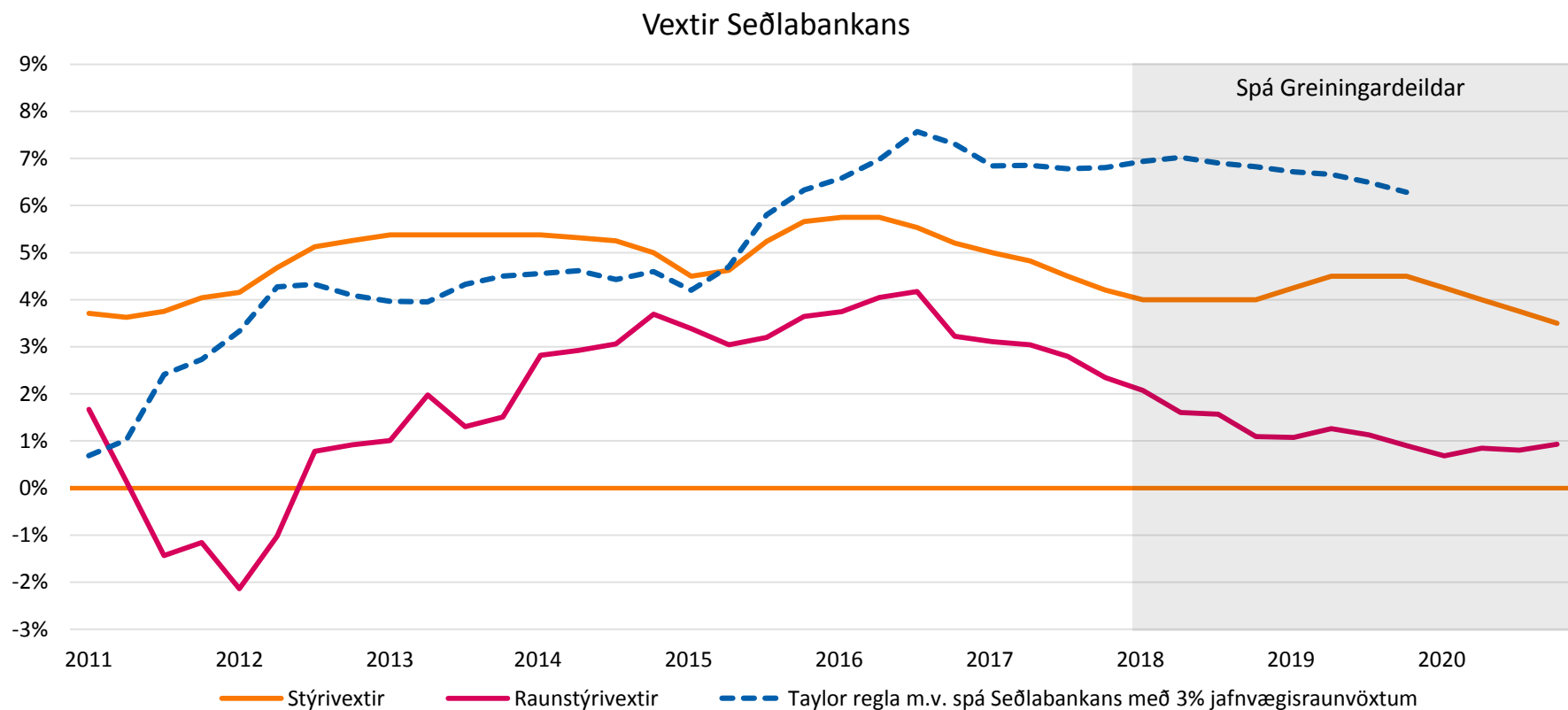
Peningastefnunefnd hefur lækkað vexti og breytingarnar sem eru taldar upp að framan birtast í raunvöxtum Seðlabankans

Vekur það athygli hversu lágt raunvextir er komnir þrátt fyrir kröftugan hagvöxt. Áður var talið að þeir þyrftu að vera 3% að jafnaði ef hagkerfið er í góðu jafnvægi, hærri ef það er í mikilli uppsveiflu.



Við gerum enda ráð fyrir því að vextir muni lækka meira en þó með smá bakslagi árið 2019

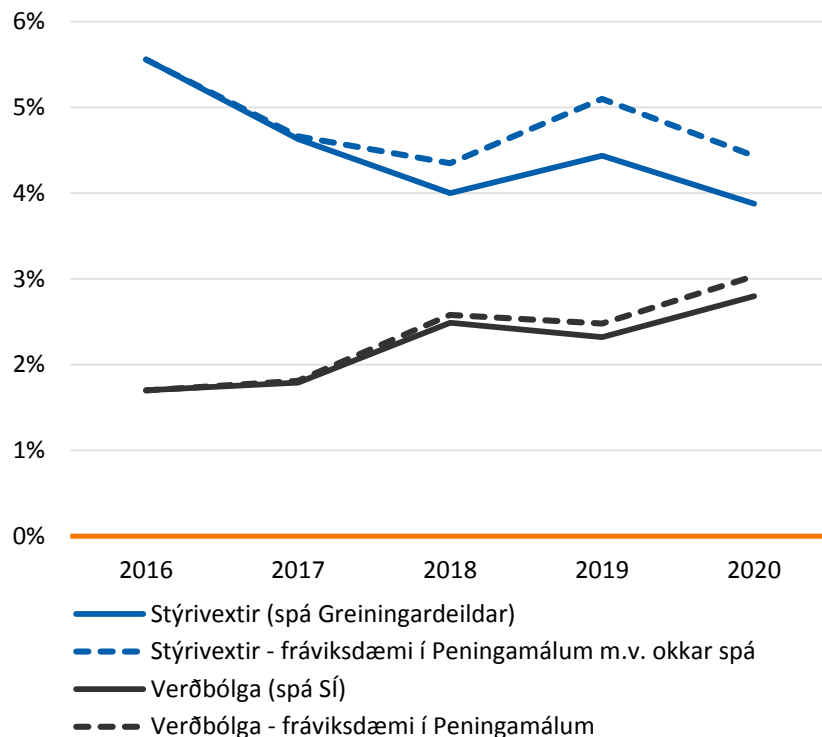
Jafnvægisraunvextir hafa lækkað og það virðist sem peningastefnunefnd líti á að það sé nálægt 1% en ekki 3% líkt og áður var talið. **Verða stýrivextir í kringum 3,5% til frambúðar ef allt er eðlilegt?**



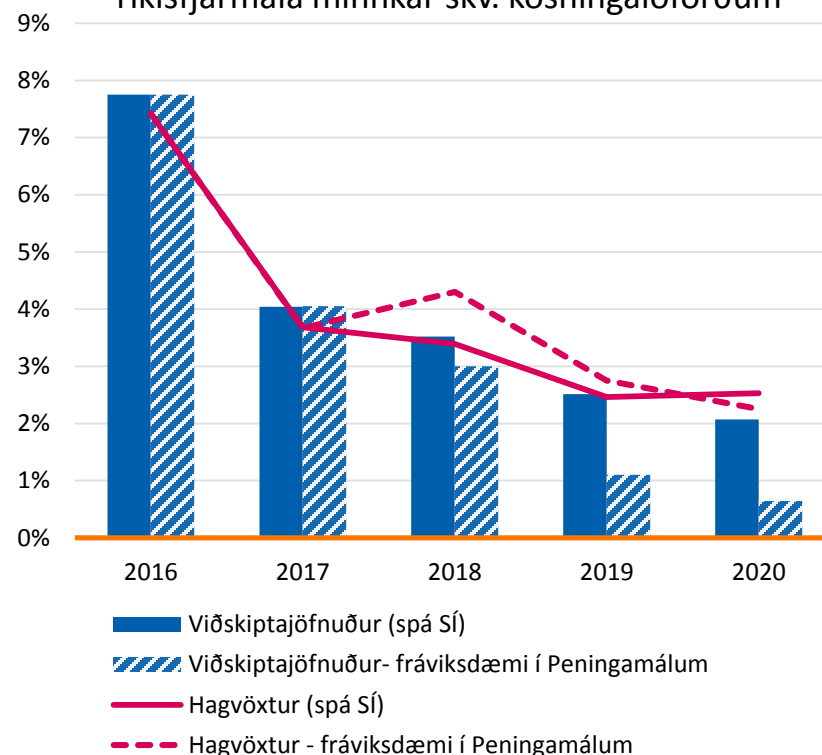
Ríkið og Alþingi geta hjálpað með því að ýta ekki undir hagsveifluna...

Neðri mörk kosningalofrða auka verðbólgu og hækka verðbólguvæntingar og vexti. Frávíkisdæmi í nýjstu Peningamálum lýsir vel áhrifum þess ef ráðist er í ófjármögnuð kosningalofrð.

Vextir og verðbólga ef aðhald ríkisfjármála minnkar skv. kosningalofrðum



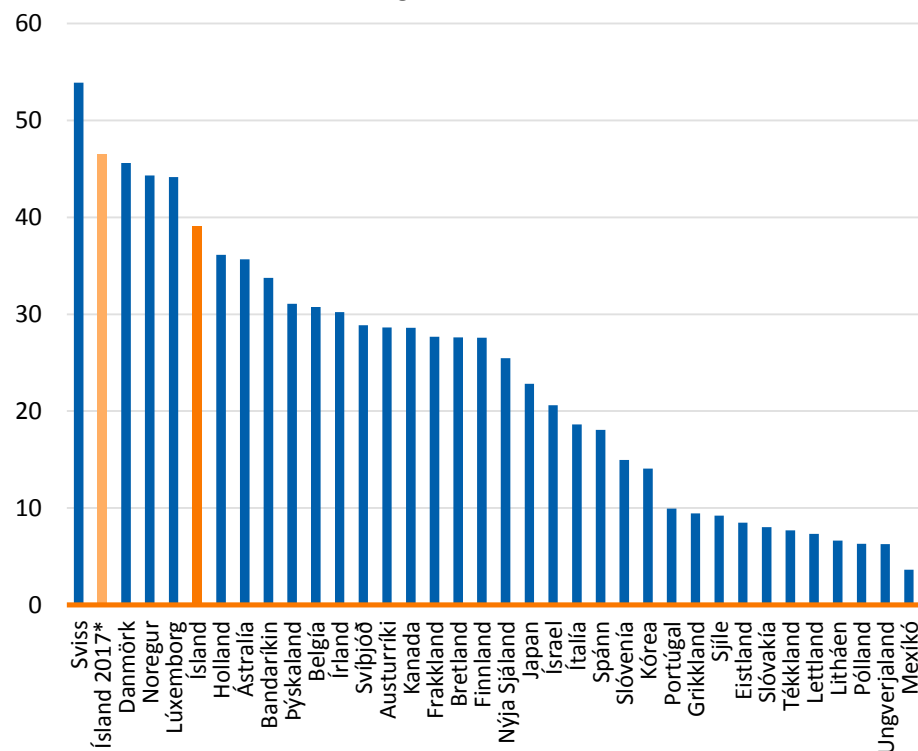
Hagvöxtur og viðskiptajöfnuður ef aðhald ríkisfjármála minnkar skv. kosningalofrðum



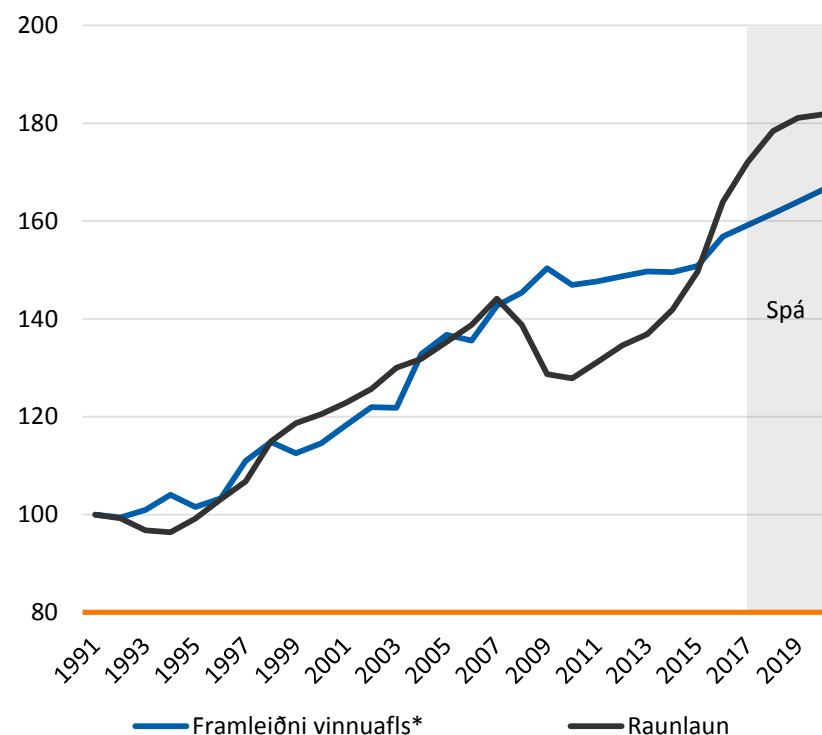
Það má heldur ekki gleyma því að laun og verðbólga eru ekki hætt saman, þau eru bara í pásu

Höfum unnið upp slaka frá því eftir fjármálakreppu og getum ekki treyst á að viðskiptakjör og ferðaþjónustan bjargi okkur að eilífu. Sjá nánar í nýlegum [markaðspunkti](#)

Laun á vinnustund árið 2016
- verðlagi ársins 2016 í USD



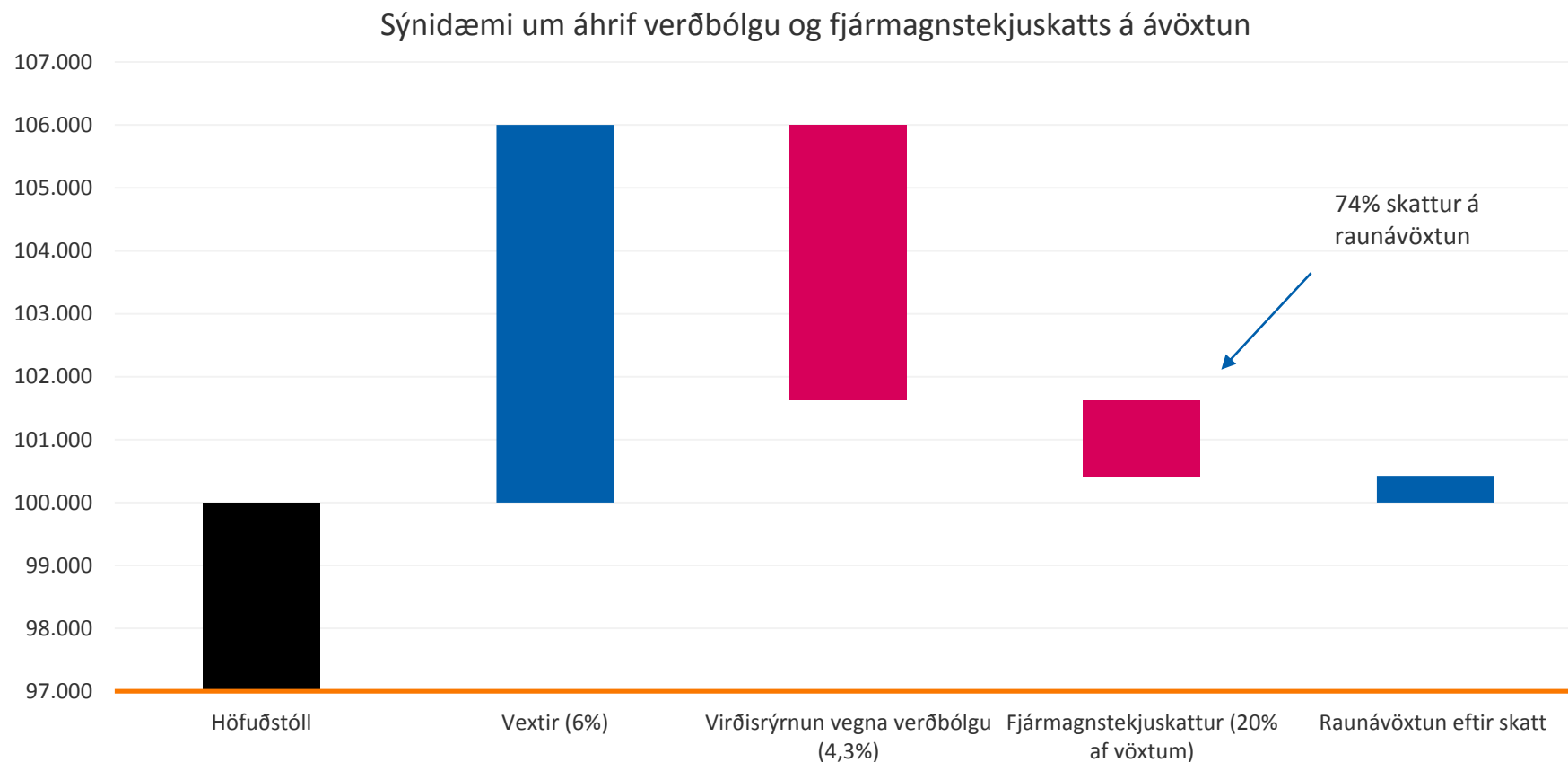
Framleiðni** og kaupmáttur launa
- vísitölur = 100 árið 1991



Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands, Greiningardeild Arion banka. * Áætlun út frá þróun launavísitölu og miðað við gengi 2. nóvember 2017. ** Gert er ráð fyrir að framleiðni vaxi um 1,5% á ári.

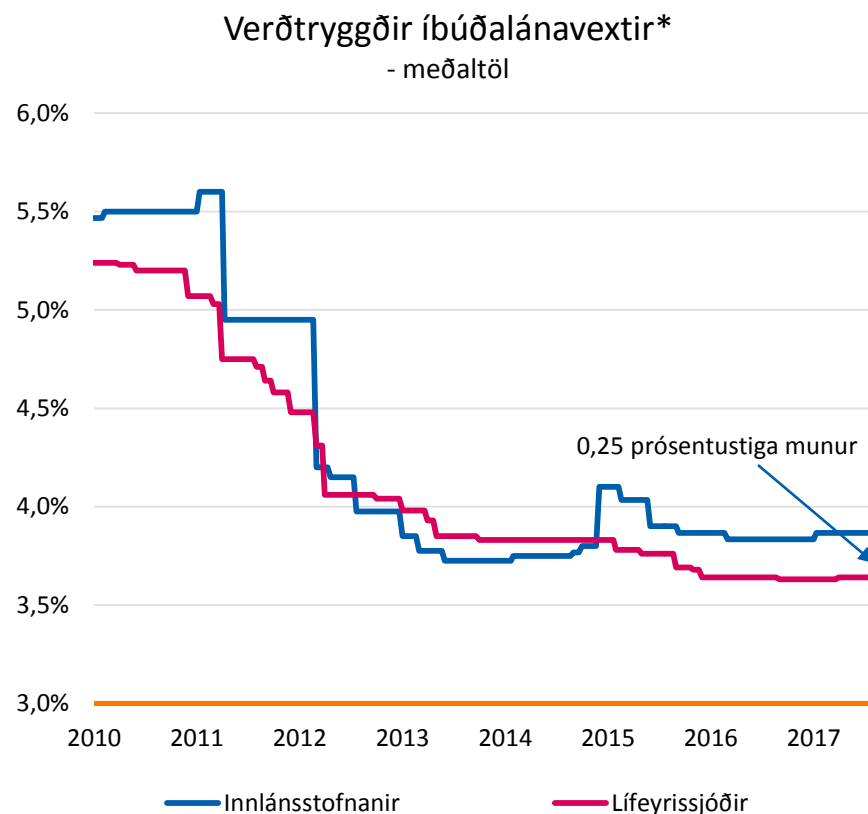
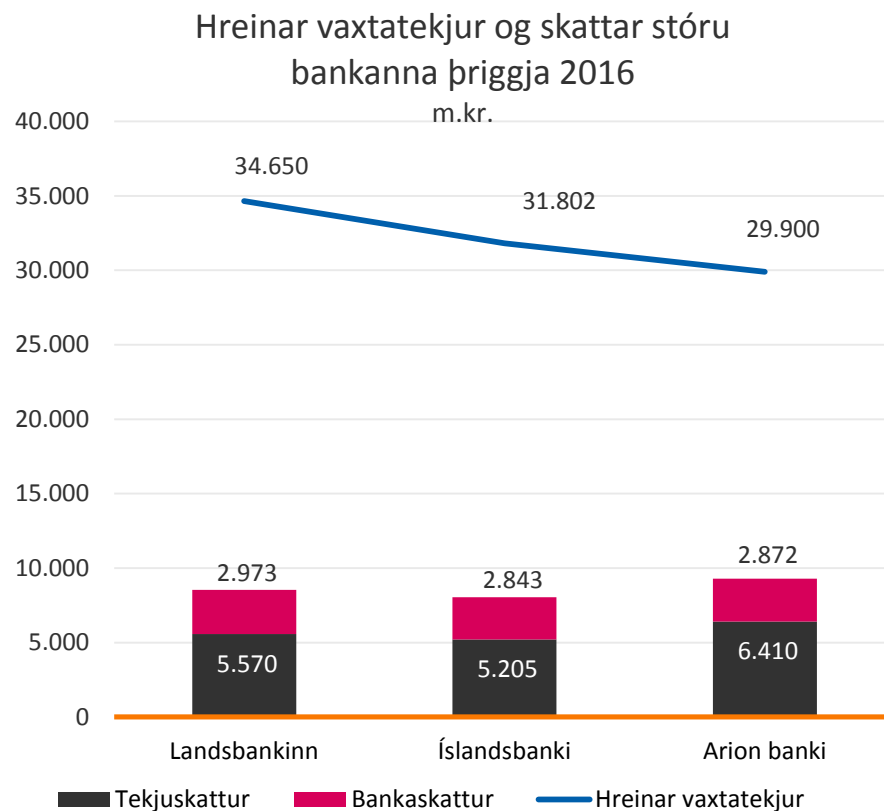
Gæti fjármagnstekjuskattur á raunávöxtun í stað nafnávöxtunar leitt til lægri vaxta?

Þannig myndi verðbólguáhætta fjárfesta og þeirra sem spara minnka og áhættuálag gæti því lækkað.



Bankaskattur er skattur á lánveitendur og lántaka. Lækkun hans myndi líklega lækka útlánsvexti og/eða hækka innlánsvexti

Bankarnir greiða 0,376% af skuldum í bankaskatt. Skekkir samkeppni á fjármálamörkuðum og leiðir óhjákvæmilegra til hærri vaxta. Rétt eins og aðrir skattar hefur hann áhrif á verð, í þessu tilfalli vexti.



Hvað gætum við séð í uppfærðri peningastefnu?

Þrátt fyrir stjórnarslit mun verkefnastjórn um endurskoðun á peninga- og gjaldmiðlastefnunni væntanlega skila af sér niðurstöðum. Sé lesið á milli línanna í stefnu fyrri ríkisstjórnar, rannsóknir sérfræðinga sem nefndin hefur ráðið og fyrri orð nefndarmanna gætum við sé tillögur á við þessar:

- Vaxtataekið og verðbólguþéttmið verða áfram í aðalhlutverki en líklega verður meiri áhersla á aðra mælikvarða verðbólgu heldur en vísitölu neysluverðs. Hugsanlegt er að verðbólguþéttmið lækki lítillega.
- Meiri áhersla á að peningastefnan byggji á raunverulegum gögnum, ekki fræðilegum fyrirbærum eins og „framleiðsluspennu“.
- Meiri áhersla á að halda verðbólgu innan tiltekinna vikmarka heldur en við verðbólguþéttmið
- Virkari gjaldeyrisinngripastefna Seðlabankans og sérstakt markmið um stöðugra gengi.
- Aukið samspil peningastefnu við fjármálastöðugleikasjónarmið
- Áfram möguleiki á að hafa einhverskonar innflæðishöft til að halda aftur af vaxtamunarviðskiptum en um leið tekið meira tillit til vaxtamunar við útlönd við vaxtaákvörðanir

Af stjórnarsáttmála ríkisstjórnarinnar að dæma virðist sem stefnt sé að því að taka upp tillögur verkefnastjórnarinnar, hverjar sem þær verða.

Lokaorð og vangaveltur

Þó að við teljum forsendur fyrir því að vextir á Íslandi verði að jafnaði lægri í framtíðinni en áður þekkist er nauðsynlegt að setja við það nokkra fyrirvara. Í fyrsta lagi getum við verið að ofmeta hversu sterk þessi þróun er til lægri vaxta. Í því samhengi má nefna að ekki virðist vera fullljóst hvað er á seyði eða hvernig sumir þeirra þátta sem halda aftur af t.d. verðbólgu munu þróast. Í öðru lagi er það leikur einn fyrir þá sem koma nálægt hagstjórn á Íslandi að snúa við þessari jákvæðu þróun, t.d. með verðbólguhvetjandi aðgerðum í ríkisfjármálum. Einnig er ábyrgð fjármálakerfisins mikil og bankarnir gegna stóru hlutverki í því að ná stöðugu og „hóflegu“ vaxtastigi. Í þriðja lagi er sá möguleiki fyrir hendi að það verði bakslag og vextir hækki mikið á skömmum tíma. Þrátt fyrir það getur langtímaþróunin verið í sömu átt og vextir því aftur lækkað ef okkar greining reynist rétt.

Þá er rétt að benda á að vextir eru ekkert annað en verð, nánar tiltekið verð á fjármagni eða peningum. Tilgangur verðs er ekki að það sé sem lægst heldur að það endurspegli framboð og eftirspurn. Ef verð myndar nægilega gott jafnvægi milli framboðs og eftirspurnar þá skiptast takmörkuð gæði á sem hagkvæmastan hátt ef markaðurinn er nægilega skilvirkur. Almennt gildir það nákvæmlega sama um vexti. Af þeim sökum þykir okkur ástæða að vara við þeirri orðræðu um að markmiðið í sjálfu sér sé lágir vextir því það getur ýtt undir verðbólgu og jafnvel offjárfestingu svo eitthvað sé nefnt.

Til skamms tíma hafa vaxtabreytingar hverfandi áhrif á raunveruleg verðmæti í samfélaginu og færa þau aðeins á milli aðila. Ef við horfum t.d. á húsnæðismarkaðinn eru lægri vextir bjarnargreiði gagnvart þeim sem eru að reyna að komast inn á þann markað. Lægri vextir minnka ávöxtun sparnaðar til húsnæðiskaupa auk þess sem fasteignaverð hækkar.

Endanlegt markmið hlýtur að vera varanleg hagsæld, góð líf skjör og traust efnahagslíf. Lægri vextir eru afleiðing af traustu, stöðugu og öflugum hagkerfi. Í því felast góðu tíðindin, ekki vöxtunum sjálfum.

Fyrirvari

- Kynning þessi er eingöngu ætluð til upplýsinga og er ekki ætluð sem grundvöllur fyrir ákvörðunum móttakanda. Upplýsingar sem fram koma í þessari kynningu fela ekki í sér loforð eða spá um framtíðina. Bankanum ber ekki skylda til að útvega móttakanda aðgang að frekari upplýsingum en þeim sem fram koma í kynningu þessari, eða til að uppfæra þær upplýsingar sem þar koma fram. Bankanum ber ekki skylda til að leiðrétta upplýsingar, reynist þær rangar.
- Upplýsingar um bankann, dótturfélög og hlutdeildarfélag hafa ekki verið staðfestar. Kynning þessi felur ekki í sér tæmandi upplýsingar um bankann, dótturfélög eða hlutdeildarfélag hans.
- Upplýsingar sem fram koma í kynningu þessari eru byggðar á fyrirliggjandi upplýsingum, áætlunum um væntanlega þróun ytri skilyrða o.fl. Eru upplýsingarnar háðar ýmsum óvissuþáttum og geta þær breyst án fyrirvara.
- Bankinn, þ.m.t. hluthafar, stjórnendur, starfsmenn og ráðgjafar þeirra, taka enga ábyrgð á þeim upplýsingum, forsendum og niðurstöðum sem fram koma í kynningunni eða upplýsingum sem eru veittar í tengslum við hana. Munu framangreindir aðilar ekki gefa yfirlýsingar um að upplýsingarnar, forsendurnar og niðurstöðurnar séu nákvæmar, áreiðanlegar eða fullnægjandi og þeir skulu ekki bera skaðabótaábyrgð á tjóni sem rekja má til þess að þær reynist ónákvæmar, óáreiðanlegar eða ófullnægjandi.
- Móttaka þessarar kynningar skal ekki talin fela í sér fjárfestingarráðgjöf af hálfu bankans.
- Með móttöku þessarar kynningar fellst móttakandi á framangreindan ábyrgðarfyrirvara.