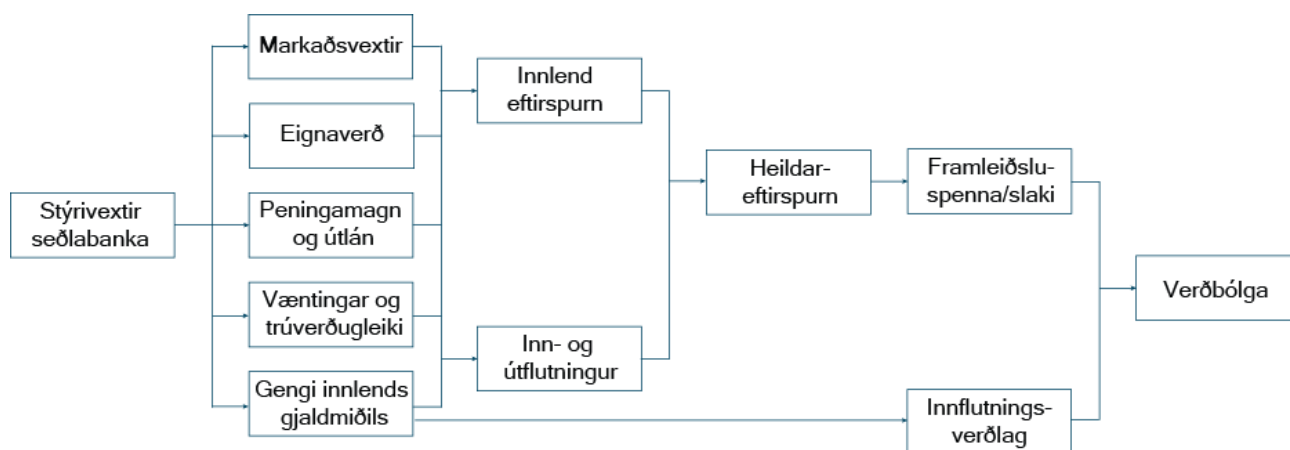


8. október 2015

Erfiðir dagar í Svörtuloftum

Með auknum þrótti í hagkerfinu og verri verðbólguhorfum eftir nýgerða kjarasamninga hefur peningstefnunefnd Seðlabankans hækkað vexti í tvígang frá því í vor. Ef marka má síðustu yfirlýsingar nefndarinnar má búast við frekari vaxtahækkunum á næstu mánuðum, en óvissan um þróunina er engu að síður talsverð. Samkvæmt fræðunum hafa vaxtahækkanir Seðlabankans víðtæk áhrif á hagkerfið eins og tíundað er [hér](#). Þó eru ýmis teikn á lofti um að áhrif vaxtahækkana nú séu afar lítil enn sem komið er. Hér að neðan má sjá grófa mynd af miðlunarferli peningastefnu Seðlabankans, en hvernig hefur miðlun peningastefnunnar gengið að undanfögnu?

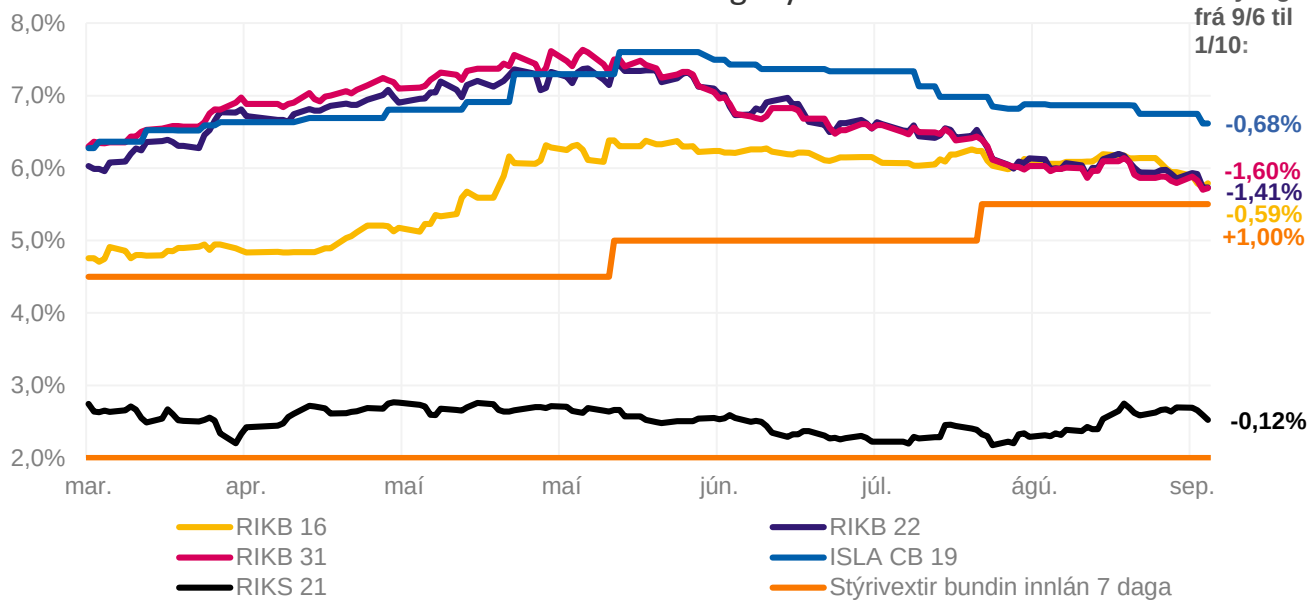


Mynd: Seðlabanki Íslands.

Ávöxtunarkrafa á skuldabréfamarkaði hundsar peningastefnuna en REIBOR hækka

Ein af miðlunarleiðum peningastefnunnar er í gegnum markaðsvexti. Á millibankamarkaði hafa vextir hækkað samhliða stýrivöxtum en á skuldabréfamarkaði hafa kjör þróast í öfuga átt. Síðan Seðlabankinn hóf stýrivaxtahækkunarferli í júní hefur krafa óverðtryggðra ríkisskuldabréfa lækkað um 60-160 punkta og er nú litlu hærri en meginvextir Seðlabankans. Þá hefur krafa verðtryggðra bréfa lítilla lækkað á sama tíma. Lægri ávöxtunarkrafa ríkissjóðs þýðir að ríkið getur fjármagnað sig á betri kjörum og aðrir njóta góðs af því eins og sést á batnandi kjörum viðskiptabankanna á sértryggðum skuldabréfum (t.d. ISLA CB 19). Betri kjör á slíkum bréfum, sem eru gefin út til að fjármagna húsnæðislán heimila, þýða að bankarnir ættu að öllu óbreyttu að geta boðið lægri vexti, þvert á það sem peningastefnunni er ætlað að gera. Þetta leiðir einnig til þess að ávöxtunarmöguleikar lífeyrissjóða til lengri tíma verða lakari og á sjálfsagt sinn þátt í því að einn stærsti lífeyrissjóður landsins ákvað [að lækka vexti og hækka veðhlutfall sjóðfélagalána](#).

Ávöxtunarkrafa og stýrivextir



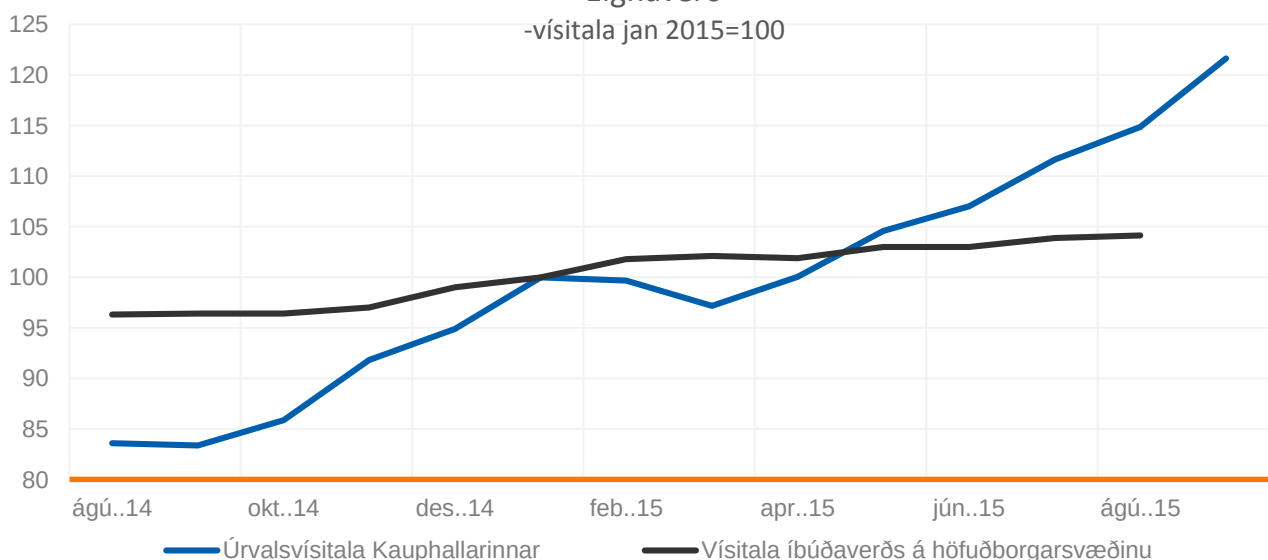
Hvað veldur lækkandi ávöxtunarkröfu? Annars vegar er nær öruggt að batnandi efnahagshorfur og lánshæfismat, auk áætlunar um afnám hafta, hafi þar talsvert að segja. Hins vegar eykur mikill vaxtamunur við útlönd eftirspurn eftir íslenskum skuldabréfum og hækking vaxta Seðlabankans er til þess fallin að auka hann enn frekar. Þetta hefur birst að nokkru leyti á skuldabréfamarkaði síðustu mánuði en frá júní til ágúst juku erlendir aðilar eign sína í ríkisskuldabréfum um rúma 26 milljarða króna. Ef slíkt innflæði fjármagns, þó ekki endilega í ríkisskuldabréf, er tilkomið vegna hærri stýrivaxta og eykst frekar ef stýrivextir hækka meira, eru áhrif stýrivaxtahækkunarinnar öfug við það sem henni er ætlað, a.m.k. sé miðlunarleið markaðsvaxta skoðuð. Innstreymi fjármagns getur ýtt undir útlán og þenslu sem getur ógnað verðstöðugleika og því mikilvægt að slíkt fari ekki úr böndunum eins og á árunum fyrir fjármálakreppuna.

Eigna- og húsnæðisverð á uppleið

Önnur miðlunarleið peningastefnunar er í gegnum eignaverð og er óhætt að segja að þar sjáist í besta falli takmörkuð áhrif stýrivaxtahækkana um þessar mundir. Hlutabréfaverð hefur hækkað mikið undanfarið og hækkaði OMXI8 vísitalan um 28% frá því í byrjun apríl til dagsins í dag. Einnig hefur húsnæðisverð verið jafnt og þétt að stíga upp á við, en þá þróun má t.d. rekja til skorts á framboði á íbúðarhúsnæði. Að óbreyttu er ekki til nægt húsnæði til að taka á móti væntri fólksfjölgun og herra verð skapar hvata til þess að húsnæðismarkaðurinn haldi í við þá þróun. Í því ljósi mætti líta á aðgerðir Seðlabankans sem óæskilegar þar sem hærri fjármagnskostnaður er til þess fallinn að draga úr íbúðafjárfestingu.

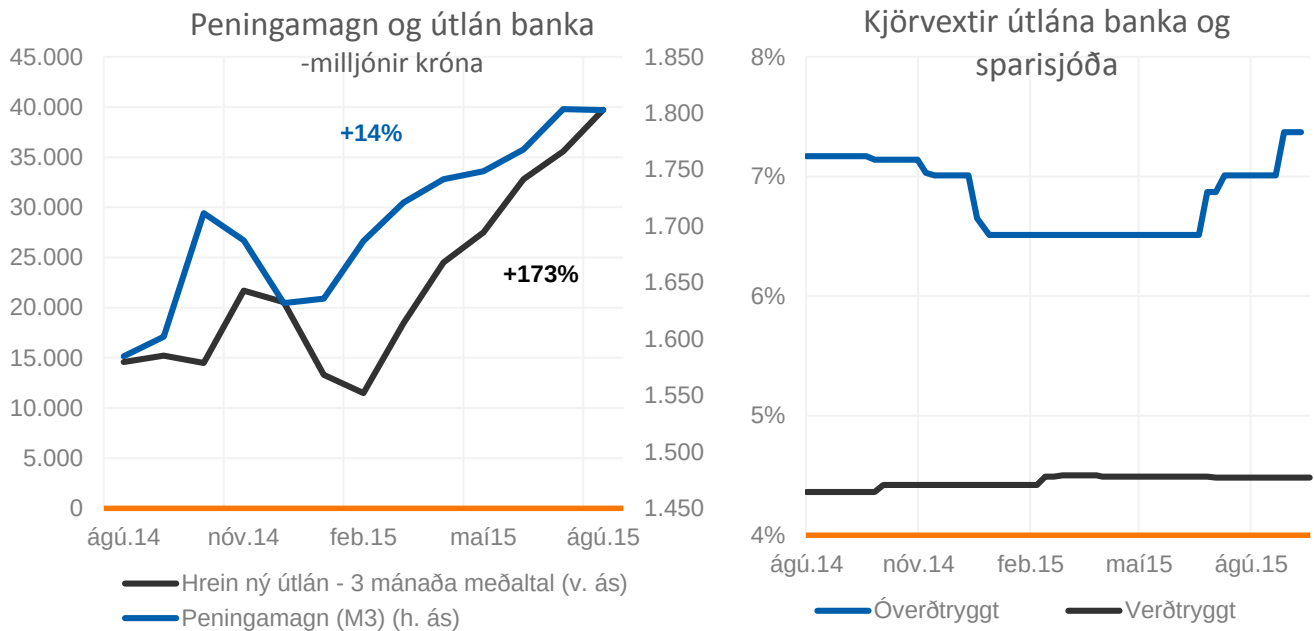
Eignaverð

-vísitala jan 2015=100



Peningamagn og útlán að aukast

Þriðji liðurinn er peningamagn og útlán, en hvort tveggja hefur aukist undanfarið. Síðastliðið ár hafa hrein ný útlán til fyrirtækja og heimila aukist stórlega og ekki virðist hafa hægt á þeirri þróun eftir að vextir voru hækkaðir. Svipaða sögu er að segja af peningamagni. Áhugavert verður að sjá hvernig þessum stærðum vindur fram, sérstaklega nýjum útlánnum, sem Seðlabankinn hefur sagt að hann muni horfa til. Útlánaaukningin hefur átt sér stað á sama tíma og óverðtryggðir vextir hafa hækkað, en þó er athygli vakin á því að verðtryggðir vextir hafa nær ekkert breyst frá því í júní.



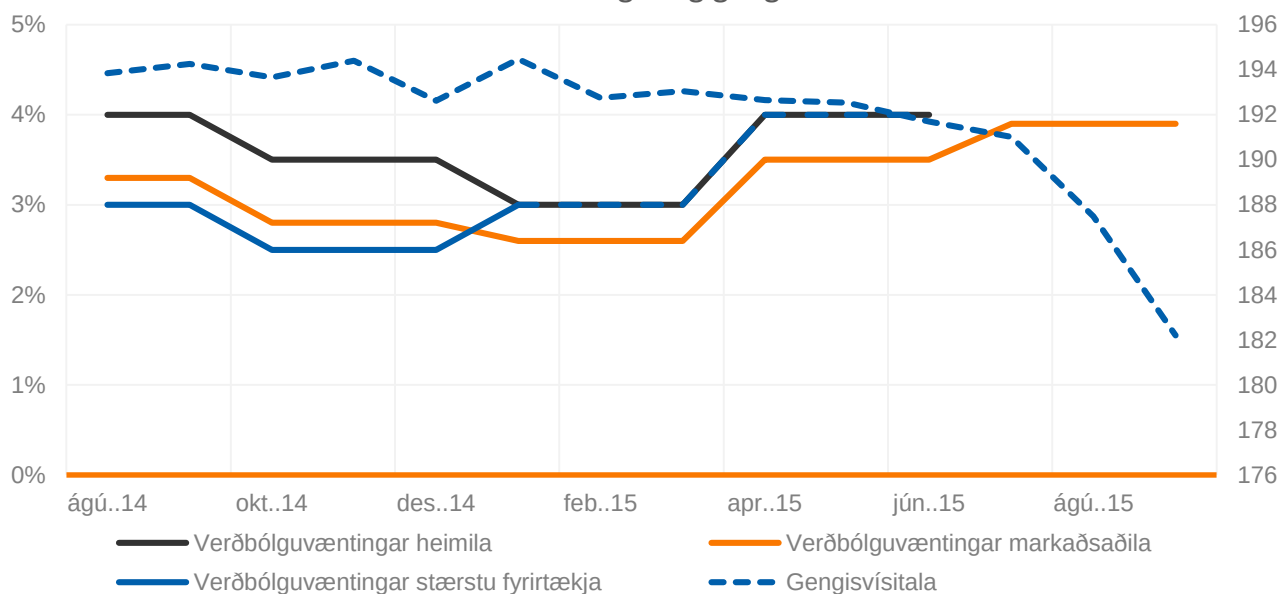
Heimildir: Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Arion banka.

Verðbólguvæntingar hækka lítið en gengið hjálpar mikið

Peningastefnan á einnig að hafa áhrif á væntingar almennings og fyrirtækja um verðlag, hagvöxt o.fl.. Hér að neðan má sjá að verðbólguvæntingar hafa aðeins hækkað á árinu, ekki síst vegna ríflegra kjarasamninga. Frá því í júní er þó ekki að sjá mikla hækkun á verðbólguvæntingum. Þá hefur væntingavísitala Gallup verið á uppleið upp á síðkastið og er nú á svipuðum stað og sumarið 2006. Mjög erfitt er þó að segja til um áhrif peningastefnunnar hér, sérstaklega enn um sinn.

Gengi krónunnar hefur styrkst talsvert síðan í júní, þrátt fyrir mikil gjaldeyriskaup Seðlabankans á sama tíma. Ástæðuna er fyrst og fremst að finna í hagstæðum utanríkisviðskiptum. Þó er einnig um að ræða innflæði erlends fjármagns og ef það er tilkomið vegna hærri stýrivaxta getur verið að nýlegar stýrvaxtahækkanir séu byrjaðar að virka í gegnum gengisfarveginn.

Væntingar og gengi



Hvar stöndum við þá?

Rétt er að hafa í huga að miðlunarferli peningastefnunnar tekur tíma og að áhrif á innlenda eftirspurn koma að jafnaði fram eftir u.þ.b. hálfu ári frá aðgerðum. Einnig kann að vera að ávöxtunarkrafa á ríkisskuldabréf hefði t.d. lækkað enn meira ef stýrivextir hefðu staðið í stað. Þó er ekki að sjá umtalsverð áhrif hærri stýrivaxta enn um sinn auk þess sem einföld tölfræðigreining okkar á miðlun peningastefnunnar eftir að höftum var komið á gefur ekki óbyggjandi niðurstöður um áhrifamátt hennar.

Forvitnilegt verður að fylgjast með framvindunni næstu mánuði þar sem þróun allra miðlunarleiða, nema helst gengis krónunnar, bendir til þess að peningastefnunefnd telji að hækka þurfi vexti meira en nú hefur verið gert. Hvernig það mun takast verður stórt próf fyrir virkni peningastefnunnar, því ef marka má ofangreinda þróun má deila um áhrif síðustu vaxtahækkana og því má velta því fyrir sér hvort vaxtahækkanir einar og sér séu nægjanlegar til að halda verðbólgu í skefjum. Þá blasir við að áhrif peningastefnunnar á verðtryggða vexti eru mjög lítil, sem dregur úr virkni þeirrar peningastefnu sem Seðlabankanum er ætlað að fylgja. Ekki má heldur gleyma því hversu lítið fjármagnsinnstreymi þarf, í alþjóðlegu samhengi, til að draga verulega úr áhrifamætti peningastefnunnar og til að hún hafi að endingu þveröfug áhrif.

Greiningardeild Arion banka

Anna Hrefna Ingimundardóttir
anna.ingimundardottir@arionbanki.is

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is

Konráð S. Guðjónsson
konrad.gudjonsson@arionbanki.is

Hrafn Steinarsson
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

Forstöðumaður

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

[Hér má finna fyrirvara](#)