

Markaðspunktur í dag:

- Stýrivaxtaákvörðun: Spáum óbreyttum stýrivöxtum
- Hefur skuldsetning ungs fólks áhrif á þróun fasteignaverðs?

Stýrivaxtaákvörðun: Spáum óbreyttum stýrivöxtum

Greiningardeild spáir óbreyttum vöxtum við vaxtaákvörðun Seðlabankans þann 12. desember. Að þessu sinni eru veigamestu rökin í spá okkar ekki efnahagslegir grunnþættir, heldur sú einfalda staðreynd að peningastefnunefnd markaði mjög skýra stefnu með yfirlýsingu sinni eftir síðustu stýrivaxtaákvörðun – en heldur fátt hefur breyst frá þeim tíma. Miðað við núverandi forsendur telur peningastefnunefnd Seðlabankans bersýnilega að ekki sé þörf á frekari stýrivaxtahækkunum til að ná verðbólgu markmiði bankans á næstu 3 árum:

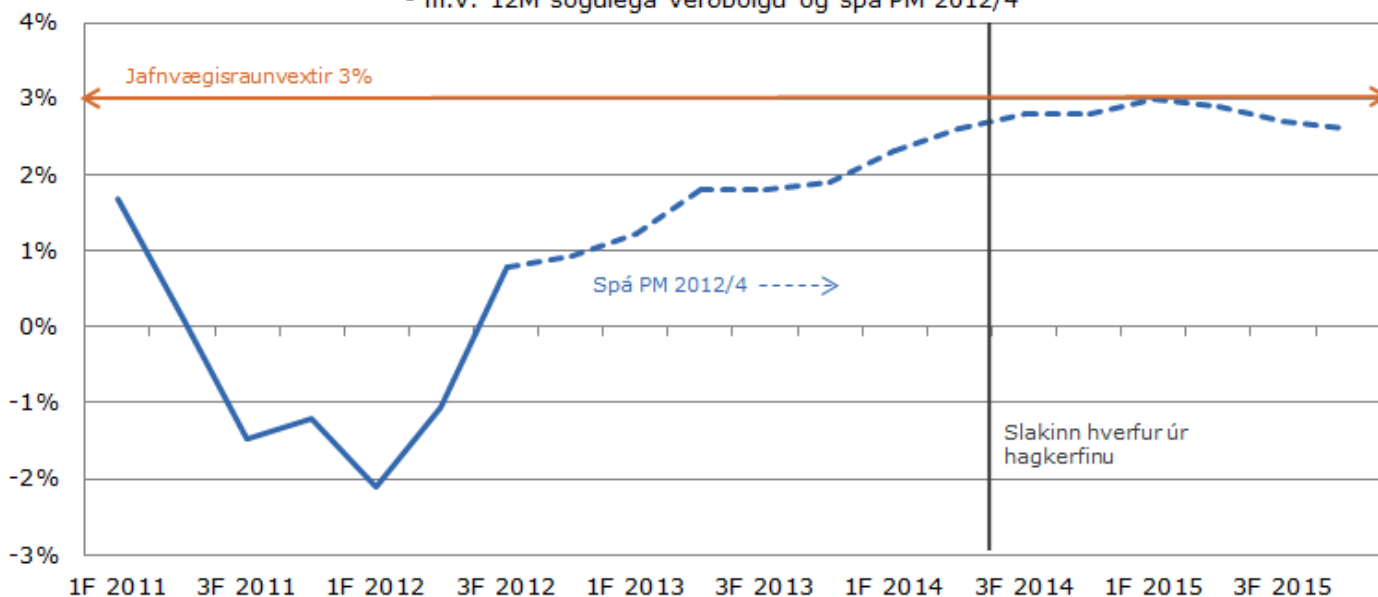
Grunnspá Seðlabankans bendir til þess að núverandi nafnvextir bankans nægi til þess að verðbólgu markmiðið náist á spátímanum. Það er þó m.a. háð því að endurskoðun kjarasamninga á nýju ári samrýmist hjöðnun verðbólgu að markmiðinu.

- Úr yfirlýsingu peningastefnunefndar 14. nóvember 2012

Ef verðbólgu spá bankans gengur eftir, þá er vissulega rétt að bankinn mun ná hæfilegu aðhaldsstigi (raunvöxtum um 3%) um svipað leyti og hann spáir því að slakinn hverfi úr hagkerfinu, án þess að hreyfa nafnvextina frekar. Með öðrum orðum myndi aðhald peningastefnunnar allt koma fram í gegnum lægri verðbólgu.

Virkir raunstýrivextir m.v. verðbólgu spá SÍ og óbreytta stýrivexti

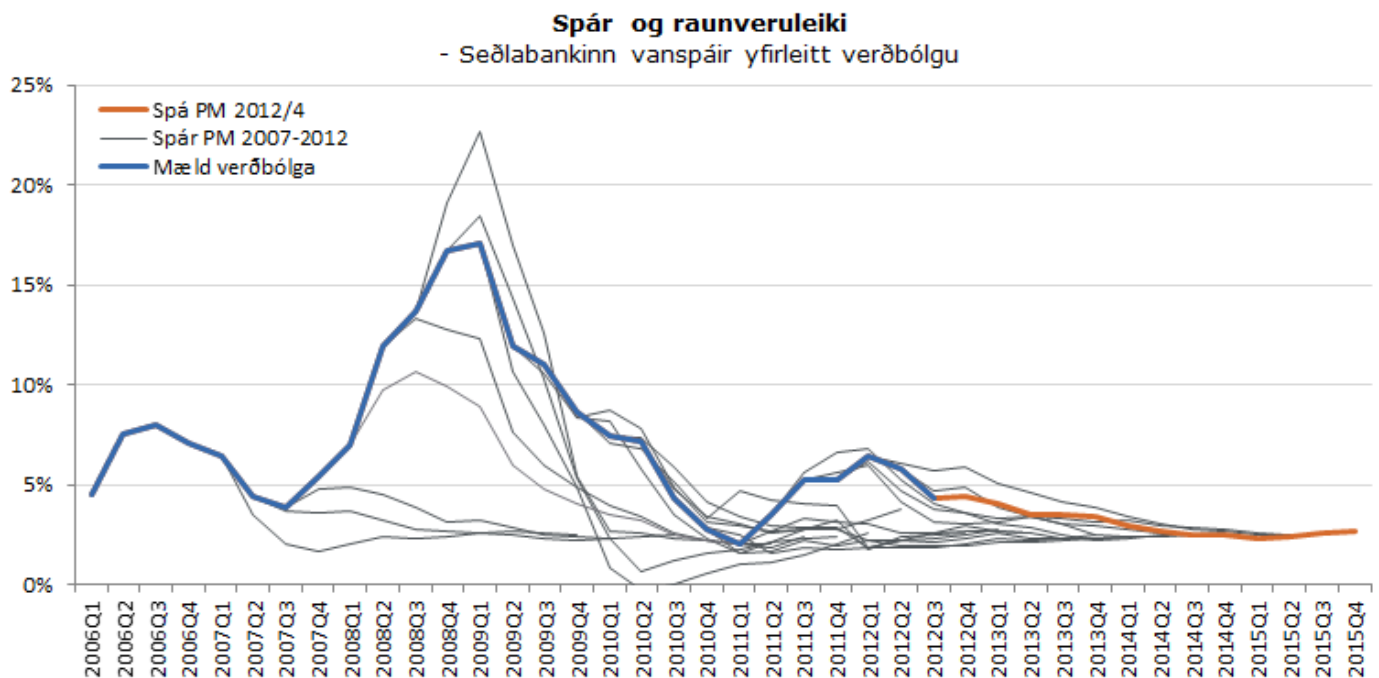
- m.v. 12M sögulega verðbólgu og spá PM 2012/4



Engar vaxtahækkunar... í bili

Við teljum að á meðan ekkert raskar þessari sýn sé ekkert útlit fyrir frekari stýrivaxtahækkunar, og á það sérstaklega við um næsta fund. Lítið hefur breyst frá síðasta fundi, þótt síðasta verðbólguþáttur hafi reyndar verið hærri en flestir aðrir greiningaraðilar spáðu, eða 0,3% hækkun á milli mánaða. Það er þó nánast útilokað að peningastefnunefnd telji ástæðu til að breyta sýn sinni eða bregðast sérstaklega við því.

Hins vegar teljum við að þegar líður fram á næsta ár komi í ljós að verðbólguþáttur bankans er of bjartsýn og vanspár verðbólgu. Gengisveiking haustsins á eftir að koma inn með meiri krafti en nýjasta spá bankans gerir ráð fyrir.



Ótryggar forsendur um ríkisfjármál og kjarasamninga

Þá gerir bankinn jafnframt ráð fyrir að forsendur fjárlaga standist (sem er eðlilegt, enda er honum vart stætt á öðru), og að mjög takmarkaðar viðbótarhækkunar verði á launum við endurskoðun kjarasamninga í janúar. Við teljum báðar þessar forsendur mjög ótryggar (bankinn bendir reyndar sjálfur á þær sem verulega óvissuþætti). Nú þegar hafa breytingar orðið á fjárlagafrumvarpi næsta árs, en í breytingartillögum er t.d. gert ráð fyrir aukningu útgjalda sem nemur 7,7 milljörðum frá upphaflegu frumvarpi, sem verður nánast öll fjármögnuð með arðgreiðslum ríkisfyrirtækja. Til viðbótar koma svo stórir óvissuþættir á borð við eiginfjárstöðu Íbúðalánasjóðs, ýmsar fjárfestingar sem ekki er gert ráð fyrir í fjárlögum, fjármagnskostnað ríkissjóðs, niðurstöðu Icesave-deilunnar og fleira.

Í bandormi ríkisstjórnarinnar er svo gert ráð fyrir að úttekt séreignarsparnaðar verði gerð heimil að nýju þann 1. janúar 2013, tryggingagjald lækki, barnabætur hækki, 30% hækkun vaxtabóta verði framlengd o.fl., þótt reyndar komi ýmsar tekjuöflunaraðgerðir á mót. Við þetta bætast hugsanlegar útgreiðslur vegna nýfallins gengislánadóms, en allt gæti þetta aukið eða viðhaldið verðbólguþrýstingi, þótt erfitt sé að meta hrein áhrif ólíkra ráðstafana í ríkisfjármálunum á verðbólgu umfram bein skattaáhrif.

Þá munu uppsagnir hjúkrunarfræðinga á Landsspítalanum setja aukinn þrýsting á launahækkunar opinberra starfsmanna, þótt ómögulegt sé að spá endanlega fyrir um hvernig kjaraviðræðum vindur fram.

Við teljum þó að ofantaldir þættir bendi til þess að óvissan í stýrivaxtaferlinum sé meira eða minna upp á við. Aðstæður erlendis geta þó verkað til lækkunar vaxta á mót þáttunum sem nefndir eru hér á undan. T.a.m. gefa framleiðsluvísitölur í Bandaríkjunum og í Evrópu til þess að gangurinn í helstu viðskiptalöndum verði slakur á næstu misserum. Eins hafa fregnir borist af því að verð á sjávarafurðum

á erlendum mörkuðum fari lækkandi. Báðir þessir þættir hljóta að hafa áhrif á stöðumat peningastefnunefndar.

Við teljum engu að síður að fregnir af „endalokum vaxtahækkunarfasans“ séu ýktar. Réttara væri að tala um hlé, sem varir aðeins jafnlengi og ekkert raskar sýn peningastefnunefndarinnar. Skoðun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins styrkir þetta mat, en í síðustu framvinduskýrslu sjóðsins um íslenska hagkerfið kom fram að allt að 100 punkta hækkunar vaxta væri þörf á næstu mánuðum ef verðbólguþröskurmiðið ætti að nást á árinu 2015.

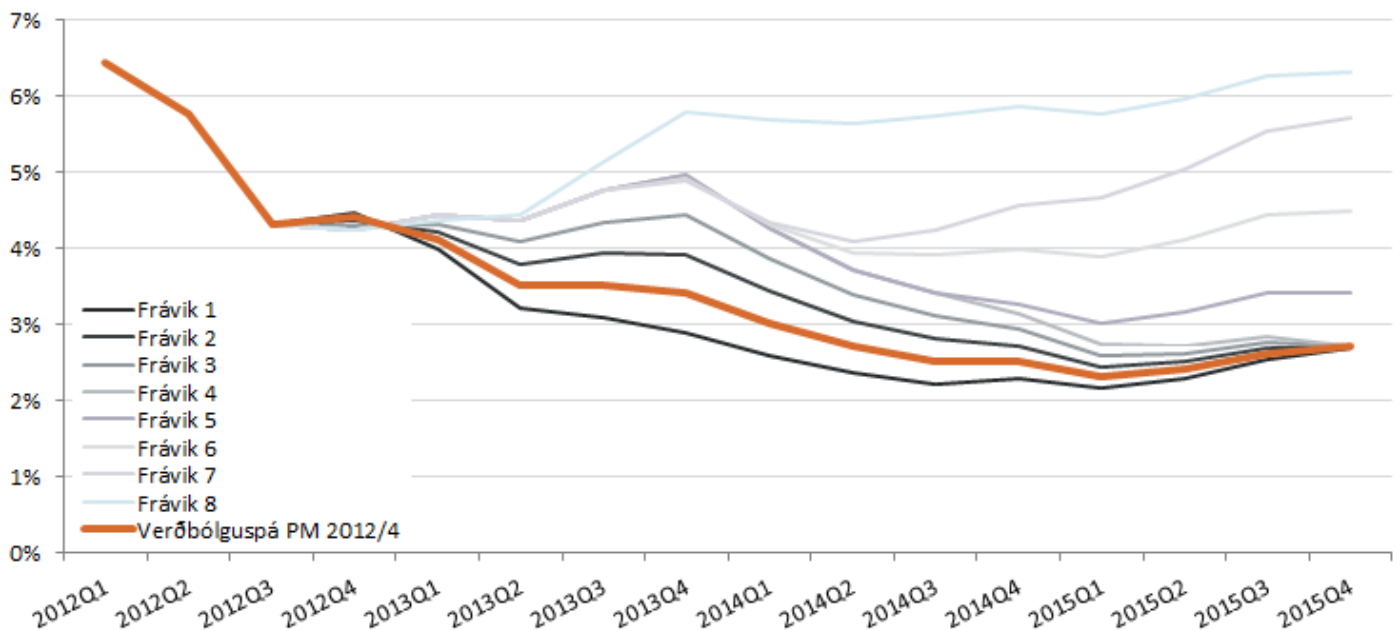
Sviðsmyndir um viðbrögð við ólíkum verðbólguhorfum

Þótt bið gæti orðið á, jafnvel í nokkra mánuði, þá teljum við að öllu þessu sögðu að það sé óumflýjanlegt að verðbólguhorfur versni að nýju, og að vaxtahækkunarfasinn muni halda áfram. Ómögulegt er að segja fyrir um nákvæmlega hversu mikil áhrif þessir þættir munu hafa á verðbólguhorfurnar, en hins vegar er hægt að stilla upp nokkrum mismunandi sviðsmyndum, og teikna þannig upp hugsanlega stýrivaxtaferla miðað við mismunandi verðbólguferla.

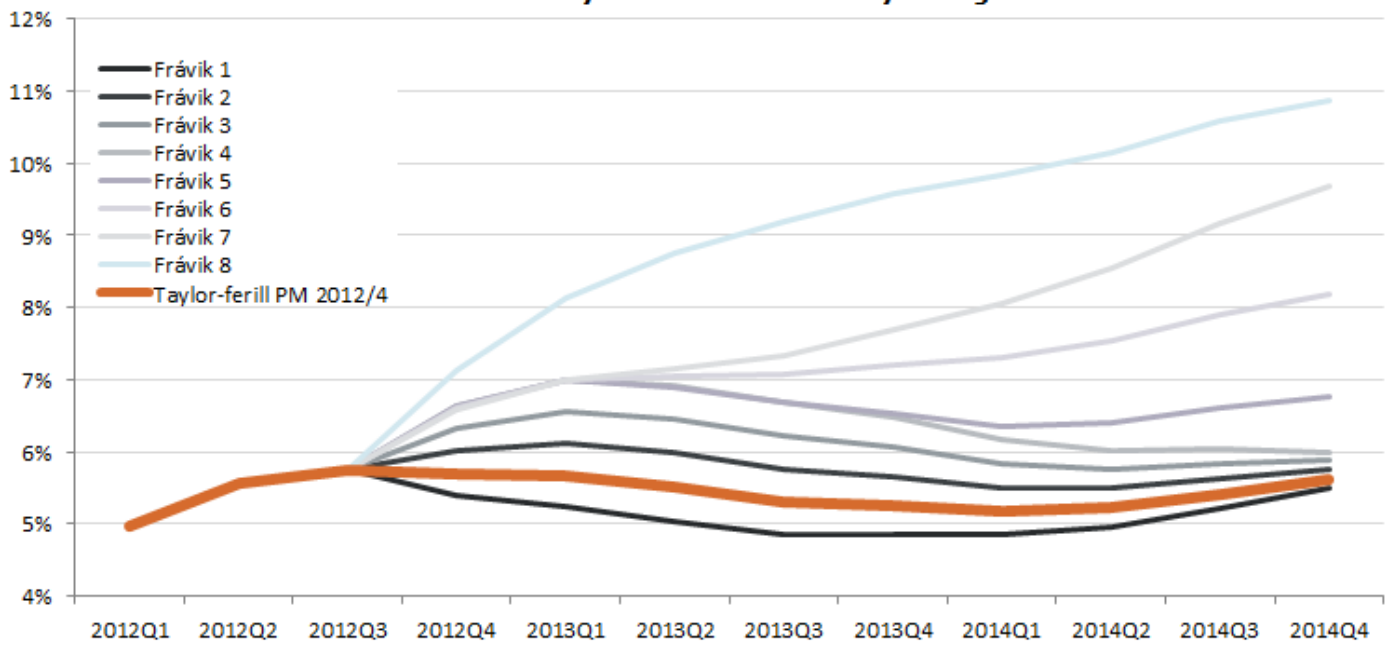
Það hefur verið gert á myndum hér fyrir neðan, en tekið skal fram að verðbólguferlarnir eru valdir af hálfgerðu handahófi og er aðeins ætlað að sýna fram á samhengi verðbólguhorfa og stýrivaxta. Greiningardeild fullyrðir ekki að neinn einn þeirra sé líklegri en annar. Að öðru leyti miðast stýrivaxtaferlarnir við Taylor-reglu seðlabankans og óbreyttar horfur um framleiðslulaka.

$$\begin{aligned} \text{Stýrivextir}_t &= 0,6\text{Stýrivextir}_{t-1} \\ &+ 0,4[(\text{Hlutlausir raunvextir}_t + \text{Verðbólguþröskurmiði}_t) \\ &+ 1,5(\text{Verðbólguþröskur}_{t+4} - \text{Verðbólguþröskurmiði}_t) + 0,5\text{Framleiðslulaki}_t] \end{aligned}$$

Mismunandi verðbólguferlar



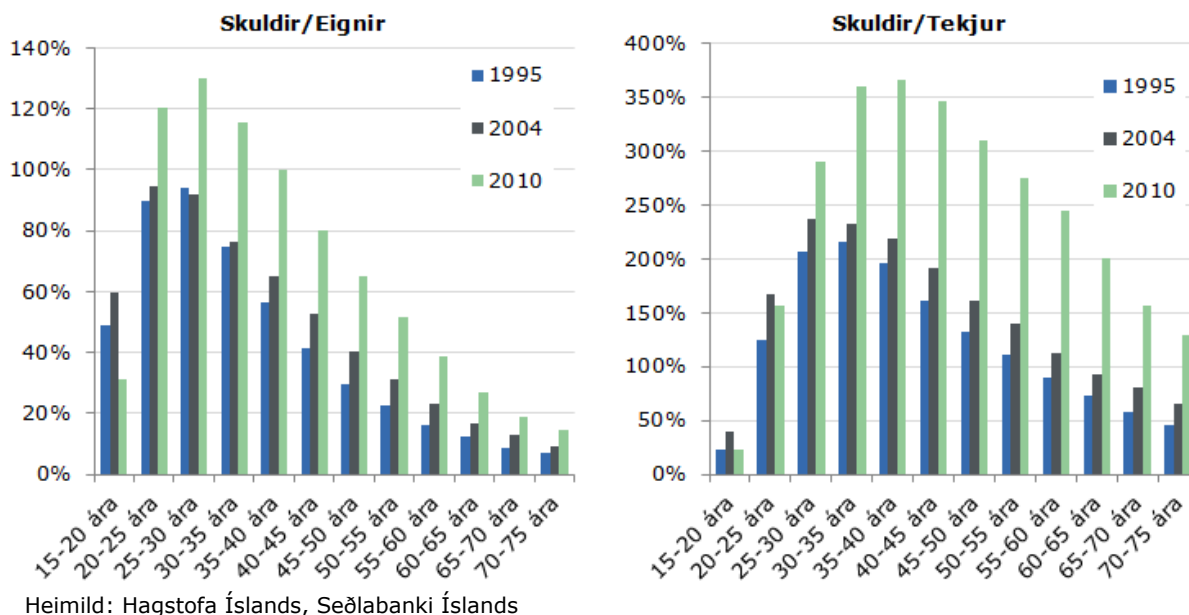
Mismunandi stýrivaxtaferlar m.v. Taylor-reglu



Hefur skuldsetning ungs fólks áhrif á þróun fasteignaverðs?

Það er augljóst að fólk stekkur ekki beint úr skóla út á fasteignamarkað með fullar hendur fjár. Það eru því gömul sannindi og ný að ungt fólk er að öðru jöfnu hlutfallslega skuldsettasti þjóðfélagshópurinn. Í markaðspunkti dagsins er fjallað um hvort mikil skuldsetning ungs fólks skipti yfir höfuð máli í stærra samhengi hluta á fasteignamarkaði.

Þessi greining er unnin á grundvelli spár um fasteignaverð sem sett er fram í nýrri skýrslu greiningardeildar, [Fasteignamarkaður á göngudeild: Horfur til 2014](#).



Aldursdreifing skuldsetningar sést til vinstri á myndinni að ofan, en þar er sama á hvaða tímabili gripið er niður; fólk á aldrinum 20-35 ára er skuldsettasti hópurinn. Staðan var sérstaklega svört árið 2010 þegar hópurinn skuldaði sem heild meira en hann átti, en um 27% allra fasteignaeiganda var þá í neikvæðri eiginfjárstöðu. Ekki eru til nýrri aðgengileg gögn um skuldastöðu eftir aldri, en þó er ljóst að hún hefur skánað mikið, bæði vegna afskrifta og hækkun eignaverðs umfram verðlag. Myndinni ber því að taka með fyrirvara, þótt skuldsetningarmynstrið hafi líklegast ekki breyst að ráði.

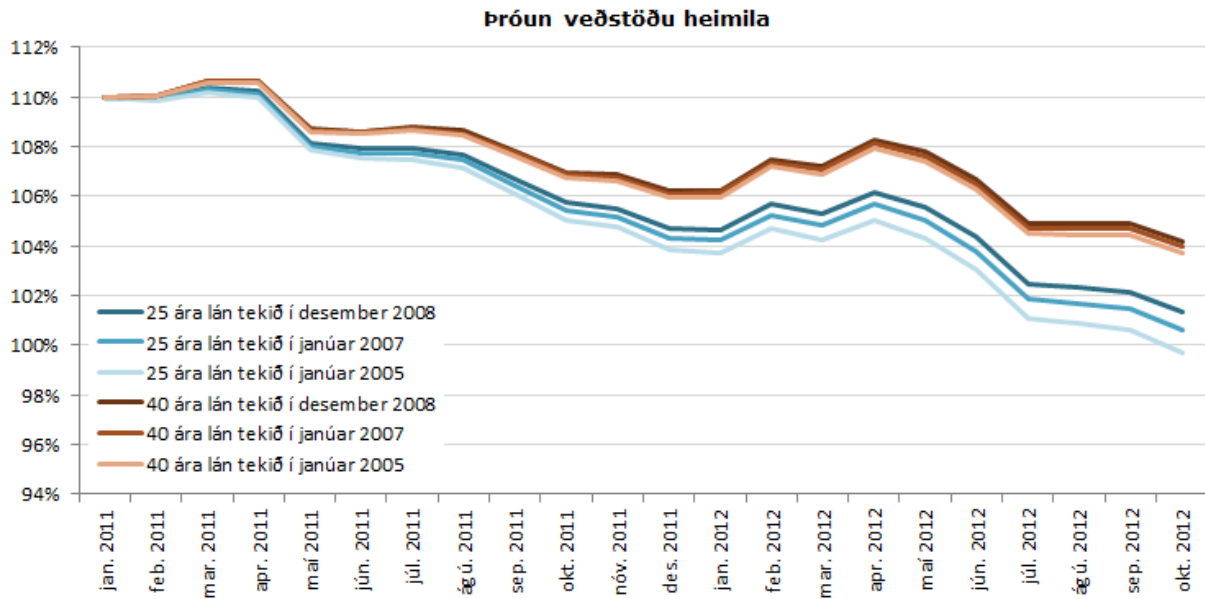
	Niðurfærsla lána til heimila	Upphæð ma.kr.
a.	110% leiðin	46,0
b.	Sértæk skuldaðlögun	7,3
c.	Endurútreikningur erlendra fasteignalána	109,6
d.	Endurútreikningur bilalána	38,6

Heimild: Þingskjal 575 á 141. löggjafarþingi.

Það er sérstaklega vert að skoða þróun eiginfjárstöðu a.m.k. 12.600 manna hóps sem fór í gegnum 110% úrræðið. Við höfum reynt að leggja gróft mat á n.k. meðalveðstöðu hópsins með því að líta fram hjá öllum flækjum á borð við mismunandi fríeignamark o.fl. og gera ráð fyrir að skuldirnar hafi verið færðar niður að 110% eigna m.v. veðstöðu 1. janúar 2011. Síðan þá hafi höfuðstóll lánsins fylgt vísitölu neysluverðs að teknu tilliti til afborgana, en undirliggjandi veð (markaðsvirði húsnæðis) hafi fylgt vísitölu fasteignaverðs.

Hér ber að athuga að þegar leið á úrræðið tóku fjármálastofnanir að miða verðmæti veða við fasteignamat, og ef það er lægra en sem nemur markaðsvirði eigna, þá hefur veðstaðan verið betri sem því nam. Einhverjir í hópnum gætu verið komnir með eiginfjársvigrúm, en fyrir aðra er þess ekki langt

að bíða.

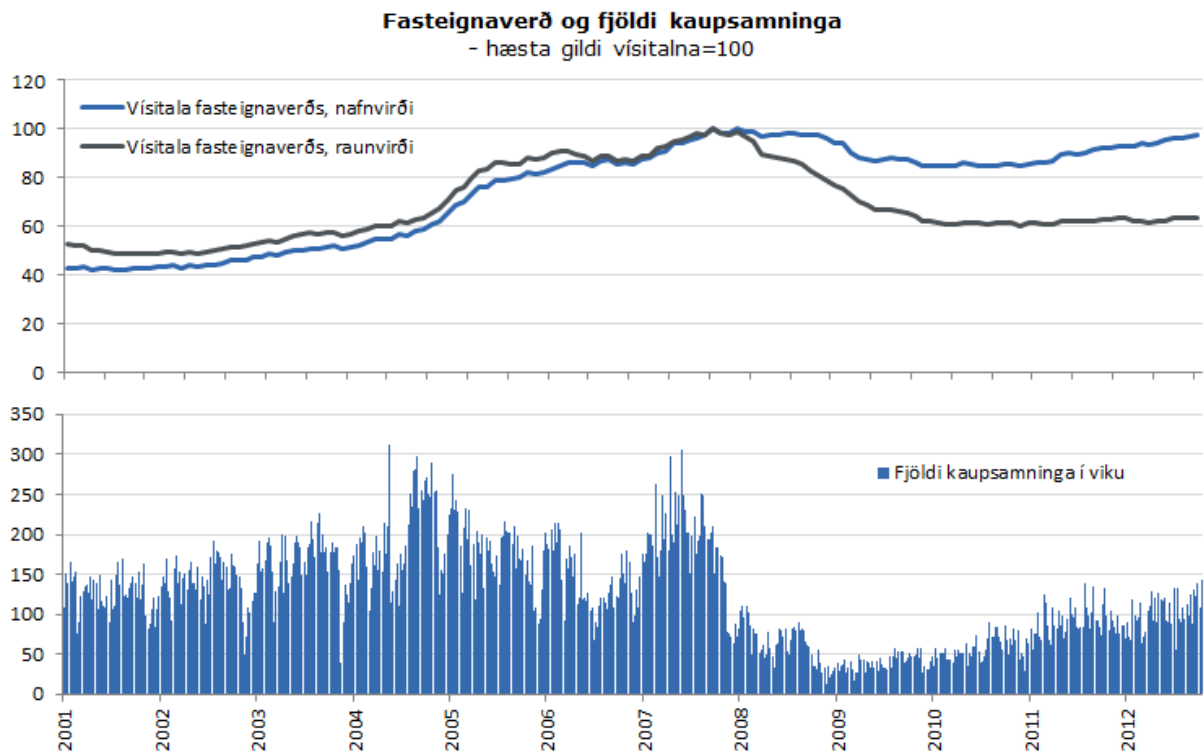


Heimild: Þjóðskrá, Hagstofa Íslands, útreikningar greiningardeildar

Það er erfitt að gera sér fyllilega grein fyrir áhrifum eiginfjárstöðu á verðmyndun á fasteignamarkaði. Ástæðan er meðal annars sú að fasteignaverð hefur áhrif á eiginfjárstöðu, og eiginfjárstaða hefur áhrif á fasteignaverð í gegnum kaupgetu, svo um er að ræða ákveðna víxlverkan sem hæpið er að greina í sundur.

Það er hins vegar okkar mat að ef allir húsnæðiseigendur væru jafnlíklegir til að lenda í neikvæðri eiginfjárstöðu hefði hún ekki sérstök áhrif í sjálfri sér á verðmyndun. Þar sem húsnæðiseigendur sem vilja flytja eru bæði hluti af framboði og eftirspurn á markaði þá detta þeir sem eru í neikvæðri eiginfjárstöðu einfaldlega út úr hvoru tveggja, svo áhrifin á verðmyndun jafnast út að stóru leyti. Áhrifin myndu einkum birtast í því að mikill fjöldi fólks væri fastur í húsnæði sínu og gæti ekki losnað úr því nema borga með eign sinni. Vandséð er að þetta hefði áhrif á verðmyndun í viðskiptum þeirra sem ekki eiga við eiginfjárvanda að stríða.

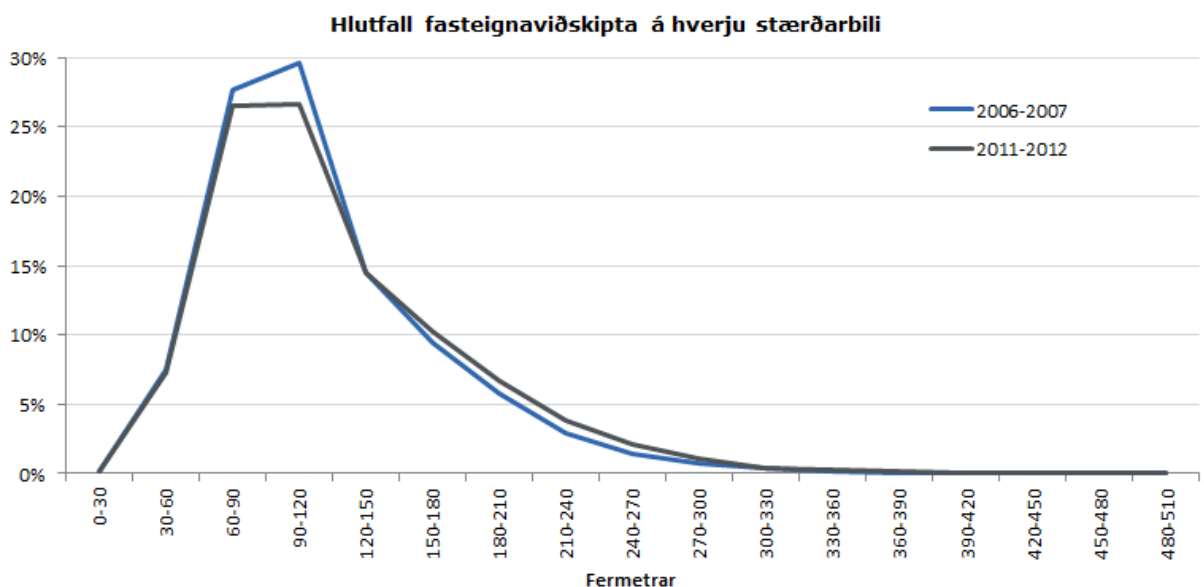
Mun líklegra er að þegar margir eru fastir í ofveðsettum eignum, þá lendi markaðurinn á verðgólfi sem skuldsetningin ákvarðar, og frjósi. Verð nær ekki að lækka til að koma markaðnum í gang aftur og jafna framboð og eftirspurn, heldur hætta viðskipti að eiga sér stað (þótt þar spili reyndar fleiri inn í) – með öðrum orðum helst verðið í viðskiptum hærra en ella vegna ofskuldsetningarinnar, ef eitthvað er. Myndin hér að neðan styður þá kenningu.



Heimild: Þjóðskrá, Hagstofa Íslands, útreikningar greiningardeildar

Þótt neikvæð eiginfjárstaða hafi þannig takmörkuð áhrif á markaðinn í heild, þá getur sú staðreynd að ungt fólk er jafnan skuldsettara en þeir sem eldri eru haft þau áhrif að verðhlutföll mismunandi eigna breytast. Þetta er sá hópur sem er líklegri en aðrir til að búa í sinni fyrstu eign og vera á leiðinni í sína aðra eign, þ.e. búa í tiltölulega litlu húsnæði og ætla að stækka við sig. Eiginfjárvandi þessa hóps birtist í því að hann situr fastur og hvorki selur eigin eign né kaupir nýja.

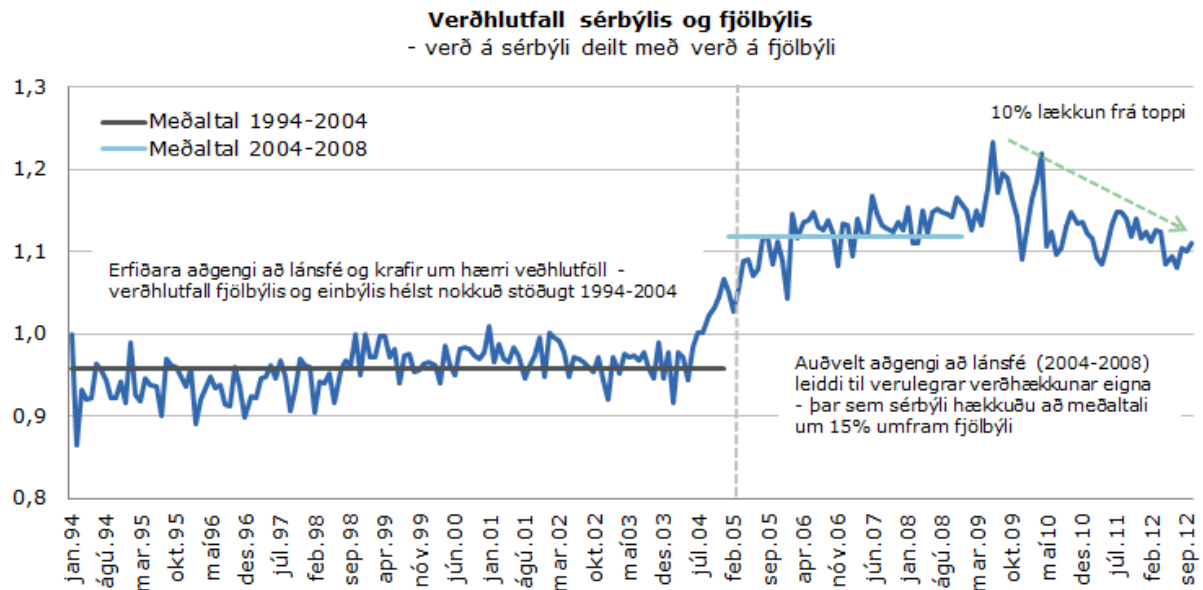
Þetta getur m.ö.o. haft þau áhrif að hvort tveggja eftirspurn eftir millistórum eignum og framboð lítilla eigna sé minna en ella. Samanburður á fasteignaviðskiptum frá miðju ári 2006 til 2007 annars vegar og frá ársbyrjun 2011 til apríl 2012 hins vegar styðja við þetta, en hlutdeild viðskipta með bæði litlar og millistórar eignir (60-120 fermetrar) minnkaði töluvert á tímabilinu.



Heimild: Þjóðskrá, útreikningar greiningardeildar

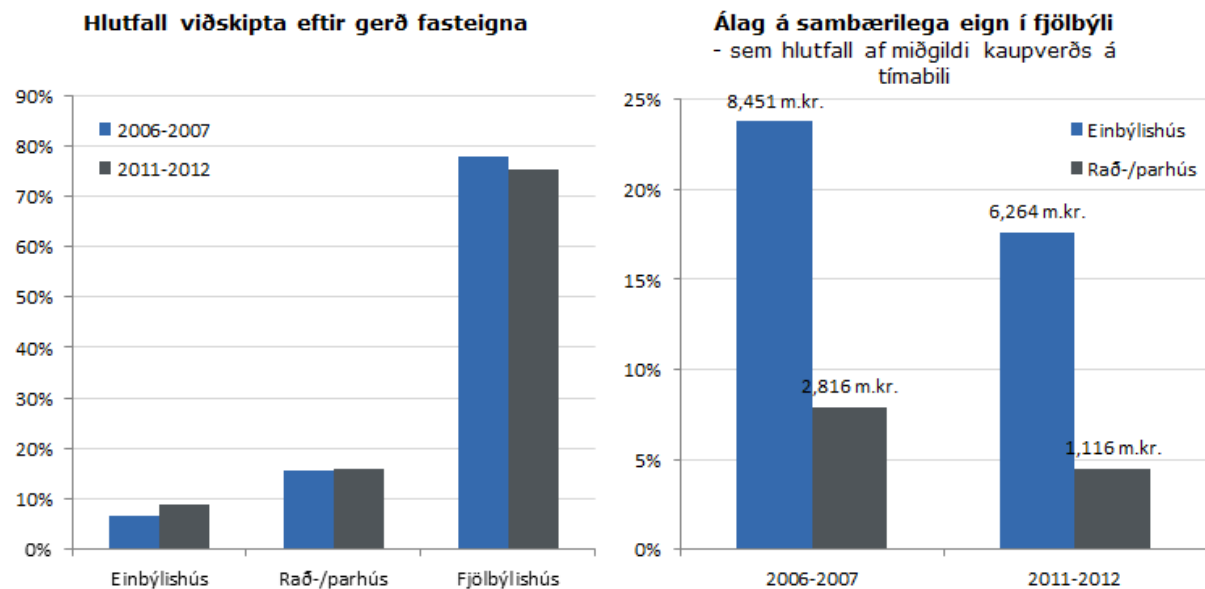
Á meðan eiginfjárvandinn er til staðar hjá yngsta hópnum á markaði má því búast við því að verðhlutfall millistórra og minni eigna lækki. Þetta mun einkum gerast í gegnum nýja kaupendur, en þar sem lítið hefur verið byggt munu þeir þrýsta verði á minni eignum á markaðnum (einkum í fjölbýli) upp þar til nægilegt svigrúm skapast hjá skuldsettu ungu fólki til að hreyfa sig. Ýmis jákvæð merki benda

raunar til að þess sé ekki endilega langt að bíða en 110% leiðin hefur vafalaust hraðað því ferli.



Heimild: Þjóðskrá, útreikningar greiningardeildar

Þessarar þróunar gætir nú þegar, en „sérbylisálag“ (þ.e. tölfræðilegt mat greiningardeildar á þeirri upphæð sem fasteignamarkaðurinn er reiðubúinn að greiða ofan á verð sambærilegrar eignar í fjölbyli til að komast í sérbyli) hefur lækkað talsvert frá því fyrir hrun, og mun meira fyrir rað- og parhús heldur en einbýlishús. Það bendir enn til þess að eftirspurn eftir slíku húsnæði sé veik, m.a. vegna lélegrar eiginfjárstöðu ungs fólks, sem myndi undir venjulegum kringumstæðum mynda eftirspurn eftir millistóru húsnæði.



Heimild: Þjóðskrá, útreikningar greiningardeildar

Við teljum að þessi þróun muni halda áfram í einhvern tíma, og minni eignir í fjölbyli hækki hraðar en stærri eignir í sérbyli þar til ungt fólk losnar úr eiginfjárgildrunni.

Markaðspunktar Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Hafsteinn Hauksson	hafsteinn.hauksson@arionbanki.is	444-6993
Stefán Broddi Guðjónsson	stefan.gudjonsson@arionbanki.is	444-6959
Þorbjörn Atli Sveinsson	thorbjorn.sveinsson@arionbanki.is	444-6973

Ábyrgðarmaður: Ásdís Kristjánsdóttir

Fyrirvari

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum sem Greiningardeild Arion banka hefur undir höndum þegar markaðspunktar eru ritaðir. Helstu heimildir eru ársskýrslur, afkomufundir og hluthafafundir auk annarra opinberra upplýsinga sem birst hafa í fjölmiðlum og á öðrum vettvangi. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem tilboð á einn eða annan hátt. Skoðanir og spár geta breyst án fyrirvara. Þrátt fyrir að þess sé sérstaklega gætt að upplýsingarnar séu réttar og nákvæmar þegar þær eru settar fram getur Arion banki, eða starfsmenn Arion banka ekki tekið ábyrgð á villum. Vinsamlegast hafið samband við markaðsviðskipti Arion banka eða ráðgjafa áður en gengið er frá viðskiptum sem byggja á þessum markaðspunktum. Arion banki hf. og starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að gengi einstakra bréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og öfugt.

Arion banki, starfsmenn Arion banka, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Arion banka kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, verðmatsskýrslur og annað útgáfuefni Greiningardeildar Arion banka lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, umsjónaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankaþjónustu.

Athugasemdir, ábendingar og fyrirspurnir tengdar markaðspunktum sendist á netfangið greiningardeild@arionbanki.is