



UPPLÝSINGARIT

SEÐLABANKA ÍSLANDS

Nr. 1.4

Könnun á væntingum markaðsaðila

Seðlabanki Íslands hóf könnun á væntingum markaðsaðila til helstu hagstærða, þ.m.t. verðbólgu og vaxta, á árinu 2012. Könnunin nýtist Seðlabankanum við framkvæmd peningastefnunnar og í rannsóknum en niðurstöðurnar eru aðgengilegar markaðsaðilum og almenningi. Svör einstakra þátttakenda eru trúnaðarmál.

Útgefandi:

Sedlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík.

Sími: 569 9600, símbréf: 569 9605

Netfang: sedlabanki@sedlabanki.is

Veffang: www.sedlabanki.is

1.4. rit maí 2017

Vefrit

ISSN 2251-5682

Öllum er frjálst að nota efni úr *Upplýsingaritinu* en þess er óskað að getið sé heimildar.

Merking tákna:

- * Bráðabirgðatala eða áætlun.
- 0 Minna en helmingur einingar.
- Núll, þ.e. ekkert.
- ... Upplýsingar vantar eða tala ekki til.
- . Tala á ekki við.

Könnun á væntingum markaðsaðila¹

1. Inngangur

Þegar kemur að framkvæmd framsýnnar peningastefnu og rannsókn-um skiptir höfuðmáli að hafa góðan mælikvarða á verðbólguvæntingar. Gallup framkvæmir tvær kannanir á verðbólguvæntingum fyrir Seðlabankann, annars vegar meðal heimila og hins vegar meðal stærstu fyrirtækja landsins. Oft er mikið ósamræmi á milli niðurstaðna þessara kannana og þess verbólguálags sem lesa má af skuldabréfamarkaði. Til að öðlast betri sýn á væntingar markaðsaðila ákvað Seðlabankinn í ársbyrjun 2012 að hefja reglulega könnun meðal markaðsaðila um væntingar til nokkurra hagstærða, þar á meðal verðbólgu. Það er von bankans að niðurstöðurnar muni gefa góða mynd af væntingum markaðsaðila til verðbólgu þannig að hægt verði að sundurgreina verðbólguálag á skuldabréfamarkaði í raunverulegar verðbólguvæntingar annars vegar og áhættuálag hins vegar.

Væntingakönnun markaðsaðila er stöðugt í þróun og því geta spurningar breyst eða nýjar spurningar bæst við auk þess sem breyting getur orðið á þátttakendahópi. Í viðauka 3 er að finna yfirlit yfir breytingar sem gerðar hafa verið frá því að könnunin var fyrst framkvæmd.

2. Um verðbólguvæntingar og notkun þeirra

Verðbólguvæntingar eru yfirleitt metnar með greiningu á vaxtarófi á skuldabréfamarkaði og með beinum spurningakönnunum en Seðlabanki Íslands hefur notast við báðar ofangreindar aðferðir.

Með því að reikna eingreiðsluvaxtaferla fyrir óverðtryggð og verðtryggð skuldabréf má reikna út verðbólguvæntingar miðað við svokallað verðbólguálag (e. breakeven inflation rate) út frá jöfnu Fisher sem segir að nafnvextir séu jafnir raunvöxtum að viðbættum verðbólguvæntingum. Einfaldasta form Fisher-jöfnunnar tekur hins vegar ekki tillit til þátta eins og áhættuálags vegna verðbólgu, seljanleika og lánstíma svo fáein dæmi séu nefnd og veldur það bjögun á mati raunverulegra verðbólguvæntinga. Útreikningar á vaxtarófinu geta einnig verið bjagaðir vegna ýmissa þátta eins og framboðs- og eftirspurnarhrifa og því hversu grunnur íslenski skuldabréfamarkaðurinn er. Ef mat á vaxtarófinu er bjagað mun það skila sér í bjögun á reiknuðum verðbólguvæntingum.

Tvær spurningakannanir sem ná til verðbólguvæntinga eru framkvæmdar af Gallup fyrir Seðlabankann. Önnur kannar verðbólguvæntingar heimila en hin væntingar 400 stærstu fyrirtækja landsins. Í báðum könnunum er spurt um verðbólguvæntingar til eins og tveggja ára. Þátttakendur í þessum könnunum hafa hins vegar oft litla sem enga aðkomu að skuldabréfamarkaði sem rýrir notagildi niðurstaðna þegar rýna á í verðbólguvæntingar reiknaðar út frá eingreiðsluvaxtaferlum.

1. Seðlabankinn þakkar þátttakendum rýnifunda sem haldnir hafa verið fyrir gagnlegar ábendingar og umræður.

3. Könnun á væntingum markaðsaðila

Vonast er til að væntingakönnun meðal markaðsaðila á skuldabréfa-markaði gefi betri mynd af raunverulegum verðbólguvæntingum en verðbólguálagið. Fyrirmyndir könnunarinnar eru kannanir sem framkvæmdar eru víða af seðlabönkum en þær helstu eru *Survey of professional forecasters* (SPF) kannanir Seðlabanka Bandaríkjanna og Seðlabanka Evrópu. Í SPF-könnunum er leitað til greiningaraðila og fagspáaðila og væntingar þeirra til þróunar ýmissa hagstærða á komandi tímabili kannaðar.

Þar sem greiningaraðilar og fagspáaðilar eru fáir á Íslandi var ákveðið að leita frekar til breiðari hóps markaðsaðila til að stækka úrtak könnunarinnar. Þátttakendur eru því rekstrarfélög, greiningardeildir, lífeyrissjóðir, verðbréfamiðlanir og fyrirtæki sem hafa starfsleyfi til eignastýringar. Vænlegast er að þátttakendur hjá þessum aðilum séu þeir sem taka kaup- og söluákvæðanir eða stýra eignasöfnum þar sem gera má ráð fyrir að þeir hafi töluverðra hagsmuna að gæta og séu því líklegir til að hafa vel mótaðar væntingar um þróun helstu hagstærða. Lista yfir þá aðila sem boðið hefur verið að taka þátt í könnuninni má finna í viðauka 2.

Væntingakönnun markaðsaðila skiptist í þrjá hluta, væntingar til skamms og meðallangs tíma, væntingar til langs tíma og álit á taumhaldi peningastefnu Seðlabanka Íslands. Dæmi um væntingakönnun Seðlabankans má finna í viðauka 1.

Væntingar til skamms og meðallangs tíma

Fyrstu þrjár spurningar könnunarinnar snúa að væntingum til skamms og meðallangs tíma. Í fyrstu spurningunni er þátttakandinn spurður hver hann telur að ársverðbólga verði að meðaltali í hverjum ársfjórðungi rúmt ár fram í tímann. Hér er átt við breytingu á vísitölu neysluverðs milli meðaltals á viðkomandi ársfjórðungi og meðaltals á sama ársfjórðungi ári áður. Fyrsti dálkur spurningarinnar inniheldur mælda verðbólguálagið síðasta ársfjórðungs.

Í annarri spurningu er spurt hverjir þátttakandinn telur að veðlávaxta Seðlabanka Íslands, þ.e. nafnvextir á lánum gegn veði í verðbréfum til 7 daga, verði í lok hvers ársfjórðungs rúmt ár fram í tímann. Hér er verið að spyrja um stöðu vaxta á lokadegi hvers ársfjórðungs. Líkt og í spurningu eitt er staðan í lok síðasta ársfjórðungs gefin.

Í spurningu þrjú er spurt um væntingar þátttakenda til ársverðbólgu, þ.e. tólf mánaða breytingu vísitölu neysluverðs, og til skammtímanafn- og raunvaxta eftir 12 mánuði, eftir 24 mánuði og að meðaltali á næstu 5 árum. Með skammtímanafn- og raunvöxtum er átt við nafnvexti ríkisskuldabréfa með 1 árs líftíma annars vegar og hins vegar raunvexti verðtryggðra skuldabréfa sem útgefin eru af ríkissjóði eða Íbúðalánasjóði með 1 árs líftíma. Einnig er spurt um væntingar til veðlávaxta Seðlabankans og gengis krónunnar eftir 12 og 24 mánuði. Nánar tiltekið er spurt um væntingar þátttakenda til gengis evru gagnvart krónu, þ.e. hversu margar krónur ein evra kostar.

Væntingar til langs tíma

Spurning fjögur snýr að væntingum til næstu tíu ára. Spurt er hvað þátttakandinn telji að ársverðbólga verði að meðaltali næstu 10 ár þar

sem ársverðbólga er skilgreind á sama hátt og í fyrri hluta könnunarinnar. Til viðbótar er spurt um langtímanafn- og raunvexti en þar er átt við nafnvexti óverðtryggðra ríkisskuldabréfa með 10 ára líftíma og raunvexti verðtryggðra skuldabréfa útgefin af ríkissjóði eða Íbúðalánasjóði með 10 ára líftíma.

Álit á taumhaldi peningastefnu Seðlabanka Íslands

Í síðustu spurningu könnunarinnar er spurt um álit þátttakenda á taumhaldi peningastefnu Seðlabanka Íslands á þeim tíma sem könnunin er lögð fyrir. Með taumhaldi peningastefnunnar er átt við stöðu meginvaxta Seðlabankans miðað við markmið hans um að halda verðbólgu að jafnaði sem næst 2½%. Svarmöguleikarnir eru „Alltof laust“, „Of laust“, „Hæfilegt“, „Of þétt“ og „Alltof þétt“. Hæfilegt taumhald þýðir að meginvextir Seðlabankans séu hæfilegir til að ná markmiði hans innan ásættanlegs tíma. Of laust (þétt) taumhald þýðir að meginvextir bankans eru of lágir (háir) til að ná markmiðinu innan ásættanlegs tíma.

Sértækar spurningar

Í lok könnunar geta verið viðbótarspurningar sem eru ekki bundnar við ákveðið efni heldur snúa að málefnum sem Seðlabankinn telur mikilvæg fyrir rannsóknir og framkvæmd peningastefnunnar á hverju tíma. Lista yfir spurningar sem lagðar hafa verið fyrir má finna í viðauka 4.

4. Framkvæmd væntingakönnunar Seðlabankans

Væntingakönnun Seðlabankans er framkvæmd fjórum sinnum á ári fyrir hverja útgáfu *Peningamála* eða um miðjan hvern ársfjórðung. Almennt er könnunin send út á mánudegi og rennur svarfrestur út á miðvikudegi. Ef mikilvæg gögn, t.d. vísitala neysluverðs, eru birt í vikunni fyrir *Peningamál* er framkvæmdartímanum seinkað þar til eftir gagnabirtingu. Með stuttum svartíma er reynt að koma í veg fyrir að nýjar upplýsingar séu birtar meðan á svarfrestinum stendur og þannig tryggt að allir þátttakendur séu að svara út frá sambærilegum upplýsingum.

Könnunin er framkvæmd rafrænt þannig að þátttakendur fá sendan tölvupóst sem inniheldur hlekk á netsvæði þar sem könnuninni er svarað. Farið er með svör einstakra þátttakenda sem trúnaðarmál en Seðlabankinn mun hafa aðgang að einstaka svörum í þeim tilgangi að flokka þau eftir þátttakendum og fylgjast með þátttöku.

Niðurstöður könnunarinnar eru síðan birtar á vef Seðlabankans samkvæmt birtingaráætlun um hagtölur. Niðurstöðurnar innihalda meðaltal og miðgildi svara við hverri spurningu könnunarinnar auk staðalfráviks svara í hverju tilfalli. Niðurstöðurnar eiga því að geta gefið glögga mynd af væntingum markaðsaðila.

5. Samantekt

Það er von Seðlabankans að könnunin eigi góðan hljómgrunn meðal þátttakenda og að þeir sjái hag sinn í að taka þátt. Þekking á væntingum markaðsaðila, til viðbótar væntingum heimila og fyrirtækja, getur skipt miklu máli við rannsóknir og greiningu innan Seðlabankans. Reynslan hefur sýnt að ýmsir vankantar eru á mælingum á væntingum

heimila og fyrirtækja og því skiptir máli að fá einnig svör um væntingar markaðsaðila þar sem þeir hafa raunverulegra fjárhagslegra hagsmuna að gæta.

Þessar upplýsingar geta einnig verið gagnlegar fyrir markaðsaðilana sjálfa þar sem birting niðurstaðna könnunarinnar gerir þeim kleift að staðsetja væntingar sínar innan úrtakshópsins. Einnig gefa niðurstöðurnar markaðsaðilum, rétt eins og Seðlabankanum, frekari upplýsingar um raunverulegar verðbólguvæntingar markaðsaðila umfram það sem lesa má úr vaxtarófinu.

Viðauki 1

Könnun á væntingum markaðsaðila á 2. ársfjórðungi 2017

1. Hver telur þú að ársverðbólga verði að meðaltali í hverjum ársfjórðungi?

2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
1,8%					

Nánari útskýring:

- Hér er átt við breytingu á vísitölu neysluverðs milli meðaltals á viðkomandi ársfjórðungi og meðaltals á sama ársfjórðungi ári áður.

2. Hverjir telur þú að veðlánavextir Seðlabanka Íslands verði í lok hvers ársfjórðungs?

2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
5,75%					

Nánari útskýring:

- Hér er átt við nafnvexti á lánum gegn veði í verðbréfum til 7 daga í lok hvers ársfjórðungs.

3. Hver er þín skoðun á stöðu eftirfarandi stærða eftir 12 mánuði, 24 mánuði og að meðaltali næstu 5 ár?

Hagstærð	Eftir 12 mánuði	Eftir 24 mánuði	Að meðaltali til 5 ára
Ársverðbólga (%)			
Gengi evru gagnvart krónu (kr.)			
Veðlánavextir SÍ (%)			
Skammtímanafnvextir (%)			
Skammtímaraunvextir (%)			

Nánari útskýring:

- Ársverðbólga: 12 mánaða breyting vísitölu neysluverðs.
- Gengi evru gagnvart krónu: hversu margar íslenskar krónur ein evra kostar.
- Veðlánavextir SÍ: veðlánavextir Seðlabanka Íslands, þ.e. nafnvextir á lánum gegn veði í verðbréfum til 7 daga.
- Skammtímanafnvextir: nafnvextir óverðtryggðra ríkisskuldabréfa með 1 árs líftíma.
- Skammtímaraunvextir: raunvextir verðtryggðra skuldabréfa útgefin af ríkissjóði eða Íbúðalánasjóði með 1 árs líftíma.

4. Hverjar telur þú að hagstærðirnar verði að meðaltali næstu 10 ár?

Hagstærð	Að meðaltali til 10 ára
Ársverðbólga	
Langtímanafnvextir	
Langtímaraunvextir	

Nánari útskýring:

- Ársverðbólga: 12 mánaða breyting vísitölu neysluverðs að meðaltali næstu 10 ár.
- Langtímanafnvextir: nafnvextir óverðtryggðra ríkisskuldabréfa með 10 ára líftíma að meðaltali næstu 10 ár.
- Langtímaraunvextir: raunvextir verðtryggðra skuldabréfa útgefin af ríkissjóði eða Íbúðalánasjóði með 10 ára líftíma að meðaltali næstu 10 ár.

5. Hvert álitur þú taumhald peningastefnunnar vera um þessar mundir?

Alltof laust	Of laust	Hæfilegt	Of þétt	Alltof þétt
--------------	----------	----------	---------	-------------

Nánari útskýring:

- Með taumhaldi peningastefnunnar er átt við stöðu meginvaxta Seðlabankans miðað við markmið hans um að halda verðbólgu að jafnaði sem næst 2½%.
- Hæfilegt taumhald þýðir að meginvextir Seðlabankans eru hæfilegir til að ná markmiði hans innan ásættanlegs tíma.
- Of laust (þétt) taumhald þýðir að meginvextir bankans eru of lágir (háir) til að ná markmiði Seðlabankans innan ásættanlegs tíma.

Viðauki 2

Pátttakendalisti

Rekstrarfélög

- GAM management
- Íslandssjóðir hf.
- Júpiter rekstrarfélag hf.
- Landsvaki hf.
- Stefnir hf.
- Virðing

Greiningardeildir

- Analytica
- Greiningardeild Arion banka
- Greiningardeild Íslandsbanka
- Hagfræðideild Landsbankans
- IFS

Lífeyrissjóðir

- Birta lífeyrissjóður
- Festa lífeyrissjóður
- Frjálsi lífeyrissjóðurinn
- Gildi lífeyrissjóður
- Lífeyrissjóður starfsmanna ríkisins
- Lífeyrissjóður verslunarmanna
- Stapi lífeyrissjóður
- Söfnunarsjóður lífeyrisréttinda

Verðbréfamiðlanir og fyrirtæki með starfsleyfi til eignastýringar

- Íslensk verðbréf hf.
- Íslenskir fjárfestar ehf.
- Eignastýringarvið Arion banka
- Eignastýring Kvikubanka
- Eignastýring Íslandsbanka
- Eignastýring Landsbankans
- Arctica finance hf.

Aðalmiðlarar ríkisbréfa

- Eigin viðskipti Arion banka
- Eigin viðskipti Kvikubanka
- Eigin viðskipti Íslandsbanka
- Eigin viðskipti Landsbankans

Viðauki 3

Yfirlit yfir breytingar frá fyrstu framkvæmd

2012: Annar ársfjórðungur

- Aðalmiðlurum ríkisbréfa og markaðsviðskiptum viðskiptabankanna boðin þátttaka.
- Spurningum bætt við um mat á núverandi taumhaldi peningastefnunnar og mat á taumhaldi hennar í lok næsta ársfjórðungs og að ári liðnu (spurningar 8 - 10).

2013: Þriðji ársfjórðungur

- Svartímabil stýtt úr mánudegi til föstudags í mánudag til miðvikudags.

2013: Fjórði ársfjórðungur

- Orðalagi spurninga 8 – 10 var breytt. Valmöguleikum breytt úr „Mjög laust“, „Laust“, „Hæfilegt“, „Þétt“ eða „Mjög þétt“ í „Alltof laust“, „Of laust“, „Hæfilegt“, „Of þétt“ eða „Alltof þétt“.

2014: Fyrsti ársfjórðungur

- Markaðsviðskipti viðskiptabankanna tekin út úr þátttakendahópi.

2014: Annar ársfjórðungur

- Sértekur spurningar bættust við aftast í könnunina. Spurningarnar geta tekið breytingum milli kannana og eru ekki bundnar við ákveðið efni heldur snúa að málefnum sem Seðlabankinn telur mikilvæg fyrir rannsóknir og framkvæmd peningastefnunnar. Lista yfir þær spurningar sem lagðar hafa verið fyrir má finna í viðauka 4.

2015: Fyrsti ársfjórðungur

- Spurningum um langtímanafn- og raunvexti eftir 12 og 24 mánuði og að meðaltali næstu fimm ár skipt út fyrir spurningar um skammtímanafn- og raunvexti.

2015: Þriðji ársfjórðungur

- MP banki og Straumur IB hf. sameinaðir undir nafninu MP Straumur. Samsvarandi breytingar voru gerðar á þátttakendalista.

2015: Fjórði ársfjórðungur

- H.F. Verðbréf hf. keypt af Arctica Finance hf. og því tekin út af þátttakendalistanum.
- Nafni MP Straums breytt í Kvika banki. Samsvarandi breyting gerð á þátttakendalista.

2016: Þriðji ársfjórðungur

- Könnunin stýtt um sem nemur þremur spurningum. Spurningar sem snúa að áliti markaðsaðila á hagstærðum að meðaltali næstu 5 ár eftir 5 ár, taumhaldi peningastefnunnar í lok næsta ársfjórðungs og taumhaldi peningastefnunnar að ári liðnu voru teknar út.

2016: Fjórði ársfjórðungur

- Sameinaði lífeyrissjóðurinn og Stafir lífeyrissjóður sameinaðir undir nafninu Birta lífeyrissjóður. Samsvarandi breytingar voru gerðar á þátttakendalista.

2017: Annar ársfjórðungur

- Spurningar um stöðu hagstærða eftir 12 mánuði, 24 mánuði og að meðaltali næstu 5 ár sameinaðar í eina spurningu.

Viðauki 4

Sértækar spurningar

2014: Annar ársfjórðungur

- Ef þú væntir þess að verðbólgan verði ekki í verðból gumarkmiði Seðlabankans í spurningu 7, þ.e. að ársverðbólga verði ekki 2,5% að meðaltali næstu 5 ár eftir 5 ár, hverja telur þú vera meginástæðu þess að Seðlabankinn nái ekki að viðhalda verðbólgu í markmiði bankans til langs tíma litið? Svarmöguleikar: „Hann hefur ekki vilja til þess“, „Hann er ófær um það sökum ytri skilyrða“, „Hann er ófær um það sökum skorts á getu“, „Annað“.

2014: Þriðji ársfjórðungur

- Hvaða innlenda raunvaxtastig til lengri tíma myndi að þínu mati leiða til þess að framleiðsla þjóðarbúsins væri í takt við langtíma framleiðslugetu þess og verðbólga við verðból gumarkmið Seðlabankans?

2015: Fyrsti ársfjórðungur

- Hvert telur þú vera áhættuálag vegna óvissu um verðbólguþróun á skuldabréfamarkaði um þessar mundir? Spurt til eins, tveggja og fimm ára.

2015: Annar ársfjórðungur

- Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára hefur hækkað um tæplega 1½ prósentu frá því í lok janúar sl. og var tæplega 5% í lok apríl. Hverja telur þú vera meginástæðu hækkunar álagsins?

2015: Þriðji ársfjórðungur

- Hverjar telur þú líkurnar á að ársverðbólga eftir 12 mánuði verði á bilinu 2-3%?
- Hverjar telur þú líkurnar á að ársverðbólga eftir 24 mánuði verði á bilinu 2-3%?

2015: Fjórði ársfjórðungur

- Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára hefur lækkað um u.þ.b. 2 prósentur frá því í lok júní sl. og var tæplega 3% um miðjan október sl. Hverja telur þú vera megin undirliggjandi ástæðu lækkunar álagsins?

2016: Fjórði ársfjórðungur

- Hvaða áhrif, ef einhver, höfðu mistök Hagstofunnar við útreikning verðbólgu sem uppgötvuðust í september s.l. á verðbólguvæntingar þínar til skemmri tíma (eins og tveggja ára) og lengri tíma (fimm og tíu ára)?
- Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hefur lækkað um 0,5-0,8 prósentur frá miðjum ágúst s.l. fram í miðjan október þegar hún var um 5,2-5,5%. Hverja telur þú vera megin undirliggjandi ástæðu þessarar lækkunar?

2017: Fyrsti ársfjórðungur

- Meginvextir Seðlabankans, þ.e. vextir á sjö daga bundnum innlánum, eru nú 5%. Hvað telur þú að þeir eigi að vera (í prósentum)?

2017: Annar ársfjórðungur

- Í apríl nam ársþækkun húsnæðisverðs 20%. Hvert af eftirtöldu telur þú að muni eiga við um húsnæðisverð næsta hálfu árið? Svarmöguleikar: „Það mun hækka hraðar“, „Það mun hækka hægar“, „Það mun hækka jafnhrott“.
- Í apríl nam ársþækkun húsnæðisverðs 20%. Hvert af eftirtöldu telur þú að muni eiga við um húsnæðisverð næsta árið? Svarmöguleikar: „Það mun hækka hraðar“, „Það mun hækka hægar“, „Það mun hækka jafnhrott“.