# Spáum óbreyttum stýrivöxtum

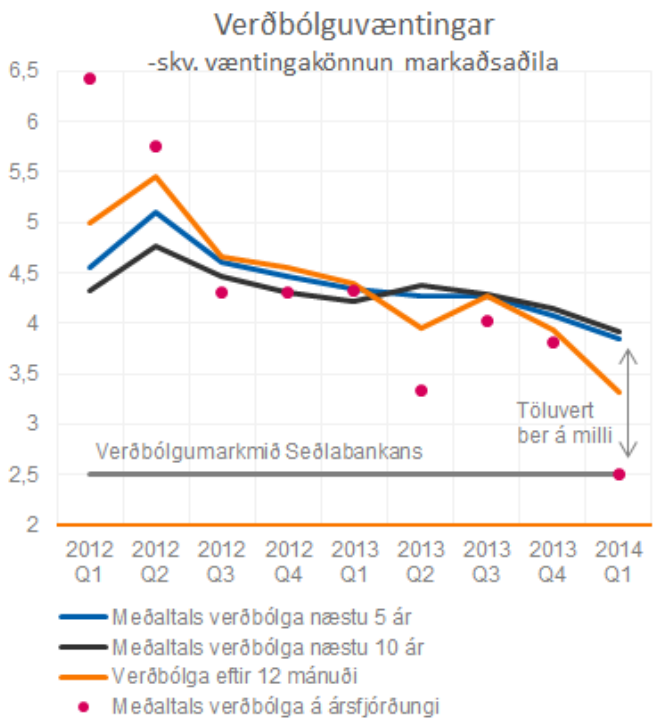
Við spáum því að Seðlabankinn haldi stýrivöxtum óbreyttum á vaxtaákvörðunarfundi sínum 21. maí næstkomandi. Við teljum að verðbólguspá bankans fyrir yfirstandandi ár muni lækka, en hún var 2,7% við síðustu útgáfu Peningamála, en að áfram verði spáð hækkandi verðbólgu á næsta ári. Peningastefnunefndin mun byggja ákvörðun sína á verðbólguhorfum fram á við og teljum við litlar líkur á að verðbólguspáin lækki það mikið að færa megi rök fyrir stýrivaxtalækkun. Einnig hefur komið skýrt fram að nefndin hefur áhyggjur af því að verðbólguvæntingar til lengri tíma reynast tregbreytanlegar og hafa færst hægt niður á við. Á skuldabréfamarkaði hefur verðbólguálag til lengri tíma litið hækkað frá síðasta vaxtaákvörðunarfundi og er það ekki til þess að auka líkur á stýrivaxtalækkun. Jafnframt hafa orðið nokkrar breytingar á vinnumarkaði þar sem útlit er fyrir launahækkanir einstakra stétta nokkuð umfram kjarasamninga SA og ASÍ og dregur það úr líkum á langtíma kjarasamningum með hóflegum launahækkunum í byrjun næsta árs. Að lokum má nefna að merki hafa verið um töluverða aukningu á kortaveltu innanlands og vaxandi innlenda eftirspurn í byrjun árs, þótt tölurnar í apríl hafi vissulega verið undir væntingum. Við teljum því að peningastefnunefndin kjósi að leika biðleik að sinni og haldi stýrivöxtum óbreyttum eins og þeir hafa verið frá því í desember 2012.

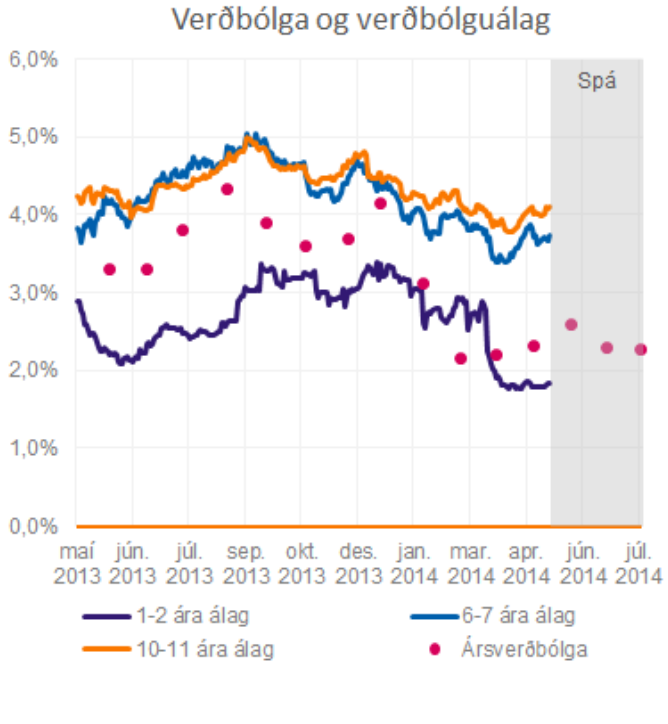
## Var peningastefnunefndin að opna á stýrivaxtalækkun?

Í síðustu fundargerð peningastefnunefndar var áhugavert að nefndin tók til skoðunar þann möguleika að lækka stýrivexti um 0,25 prósentustig. Voru nefndarmenn sammála um að verðbólguhorfur hefðu batnað frá síðasta fundi en töldu þó ekki tímabært að lækka vexti meðal annars vegna þess að verðbólguvæntingar til lengri tíma virtust enn töluvert yfir verðbólgumarkmiðinu. Færa má rök fyrir því að nefndin hafi opnað á möguleikann að lækka stýrivexti á næstunni en við teljum að ef litið er á fundargerðina í heild sinni sé að finna ýmsa varnagla sem bendi til þess að nefndin vilji bíða enn um sinn. Þá taldi nefndin að nýjustu tölur um hagvöxt, og þá sérstaklega einkaneyslu, kalli á að raunvextir Seðlabankans hækki þegar horft er lengra fram á veginn. Í hve miklum mæli það gerist með hækkun nafnvaxta ræðst síðan af þróun verðbólgunnar að mati nefndarinnar.

## Verðbólguvæntingar og verðbólguálag á markaði

Þótt verðbólguvæntingar hafi lækkað til skamms tíma hefur peningastefnunefndin talsverðar áhyggjur af því að verðbólguvæntingar til lengri tíma eru enn nálægt 4%. Vinstri myndin að neðan sýnir hvernig væntingakönnun markaðsaðila, til skemmri og lengri tíma, hefur þróast síðastliðin ár samanborið við meðaltals verðbólgu á ársfjórðungum. Sjá má að þótt væntingar markaðsaðila hafi farið lækkandi til skemmri tíma eru langtíma væntingarnar frekar tregbreytanleg stærð og ber enn töluvert á milli. Við áætlum að ný væntingakönnun markaðsaðila skili vissulega áframhaldandi lækkun á verðbólguvæntingum til lengri tíma litið en ólíklegt er að lækkunin verði svo mikil að þær fari úr 4% og nálgist verðbólgumarkmið Seðlabankans. Hægri myndin sýnir verðbólguálag á markaði til bæði skemmri og lengri tíma. Verðbólguálag til skemmri tíma hefur lækkað samhliða lægri verðbólgu en til lengri tíma hefur hins vegar verðbólguálag hækkað um sem nemur 20-30 punktum og er því ekki jákvæð þróun ef peningastefnunefndin leggur áherslu á lækkun verðbólguvæntinga.



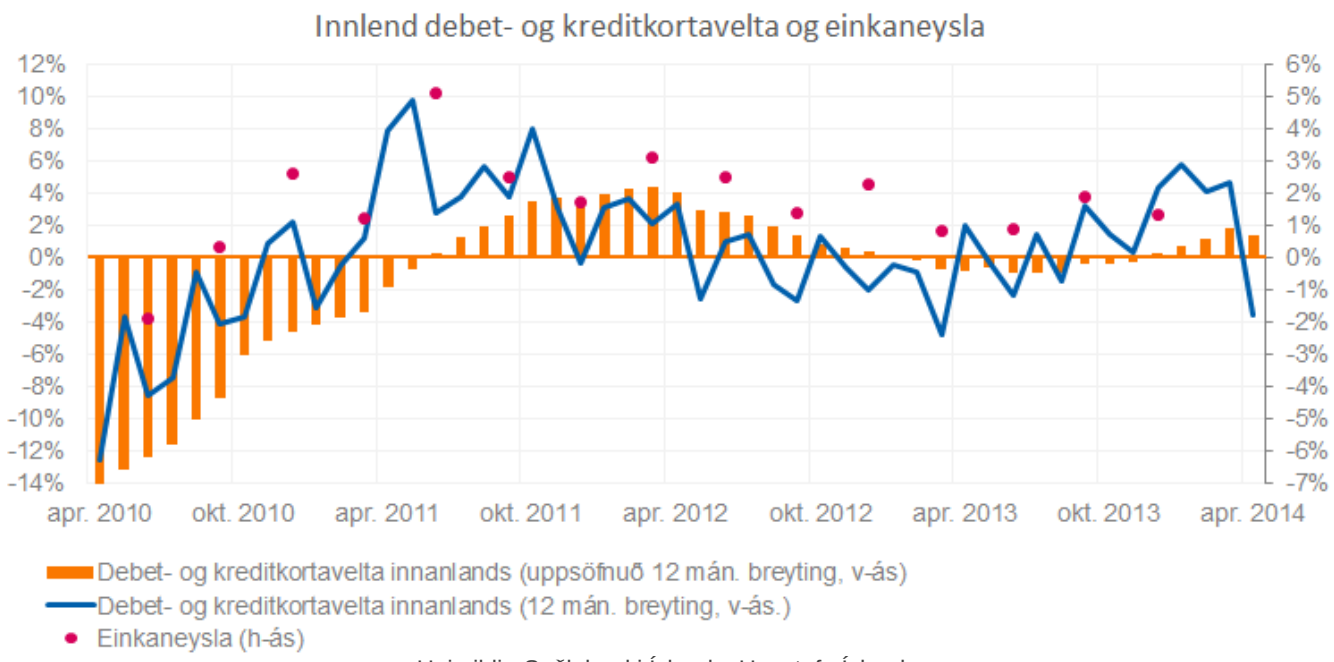

Heimildir: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands, Kodiak Excel

## Óvissa framundan á vinnumarkaði

Þótt nýlega undirritaðir kjarasamningar eigi við um meirihluta vinnumarkaðarins er ljóst að ef þær kjaraviðræður sem eiga sér stað um þessar mundir leiða af sér launahækkanir sem eru verulega umfram kjarasamninga SA og ASÍ, grefur það undan gerð langtímasamninga í byrjun næsta árs. Tónninn hefur breyst töluvert á vinnumarkaði frá því í byrjun árs þegar mikil áhersla var lögð á samstöðu um hóflegar launahækkanir og undirbúning að gerð langtíma kjarasamninga. Nokkur óvissa er framundan um hverjar launahækkanirnar verða hjá einstaka stéttum og við teljum að peningastefnunefnd muni líta til þess við ákvörðun stýrivaxta. Ef nefndin er framsýn við ákvörðun stýrivaxta geta launahækkanir á þessu ári, og hvert stefnir í undirbúningi að kjarasamningum í byrjun næsta árs, haft áhrif á ákvörðun nefndarinnar. Við teljum því meiri rök fyrir því að bíða um sinn og hafa stýrivexti óbreytta en að lækka vexti.

## Innlend eftirspurn hefur farið vaxandi en kortaveltutölur í apríl undir væntingum

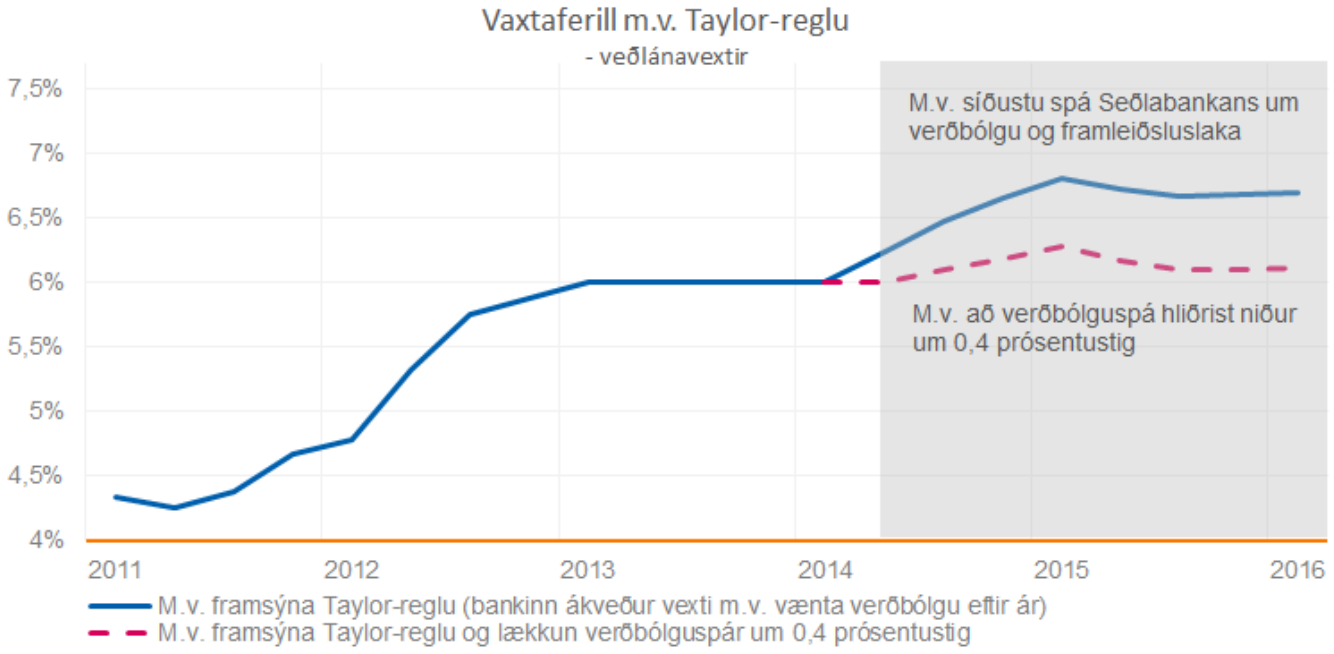
Nýjustu tölur um hagvöxt á síðasta ári voru umfram það sem gert var ráð fyrir í síðustu Peningamálum og einnig hafa tölur um kortaveltu á fyrstu mánuðum þessa árs bent til þess að innlend eftirspurn sé að vaxa umfram fyrri forsendur. Kortaveltutölurnar fyrir apríl mánuð koma því nokkuð á óvart en heildarvelta innlendra debet- og kreditkorta dróst saman um 2,6% milli ára. Til að skoða breytinguna að raunvirði milli ára er betra að skoða veltuna innanlands raunvirta með vísitölu neysluverðs án húsnæðis og þá dregst veltan saman um 3,6% líkt og sjá má á myndinni hér að neðan. Þetta er því nokkuð úr takt við tölurnar á fyrstu mánuðum ársins en ein skýring kann þó að vera að í fyrra voru páskarnir í mars mánuði en í apríl mánuði í ár. Í fyrra var veltan einnig lítil yfir páskana og ef páskamánuðirnir eru bornir saman milli ára er þó nokkur aukning á veltunni að raunvirði í stað samdráttar. Einnig ef skoðuð er breyting á uppsafnaðri veltu yfir heilt ár að raunvirði er þó enn 1,4% aukning á veltu milli ára. Það er því ekki víst að slakar kortaveltutölur í apríl mánuði bendi sértaklega til þess að vöxtur á einkaneyslu sé að gefa undan.




Heimildir: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands

## Betri verðbólguhorfur framundan en biðleikur í bili

Við birtingu Peningamála þann 21. maí nk. mun Seðlabankinn birta nýja verðbólguspá og gerum við ráð fyrir því að spáin lækki nokkuð fyrir yfirstandandi ár. Á fyrsta ársfjórðungi reyndist verðbólgan 2,5% í stað 2,7% líkt og gert var ráð fyrir í síðustu Peningamálum. Fyrir næstu þrjá ársfjórðunga gerði Seðlabankinn ráð fyrir verðbólgu á bilinu 2,6-2,8% og er líklegt að spáin verði færð þó nokkuð niður. Ef horft er í baksýnisspegilinn þýðir það vissulega að raunstýrivextir hækka og fara í eða yfir 3%. Við teljum þó líklegra að peningastefnunefndin horfi fram á við og líti þá til verðbólguhorfa og verðbólguvæntinga við mat á raunstýrivöxtum. Þá teljum við að Seðlabankinn víki ekki verulega frá fyrri spá sinni að því leyti að verðbólga fari hækkandi á næsta ári í tengslum við skuldaleiðréttingaraðgerðir stjórnvalda. Vaxtaferill m.v. framsýna Taylor-reglu mun því hliðrast niður á við þegar lægri verðbólguspá lítur dagsins ljós en við teljum ólíklegt að lækkunin verði það mikil að það kalli á stýrivaxtalækkun. Myndin hér að neðan sýnir framsýna Taylor-reglu annars vegar m.v. spá um verðbólgu og framleiðsluslaka í síðustu Peningamálum og hins vegar ef verðbólguspáin er hliðruð niður um 0,4 prósentustig en framleiðsluslakinn óbreyttur. Í einfaldri mynd gefur það til kynna að verðbólguspáin þarf að lækka umtalsvert ef Taylor-reglan á að rökstyðja stýrivaxtalækkun.




Heimild: Peningamál 2014/1 og útreikningar Greiningardeildar

Eins og við höfum komið inn á áður má færa rök fyrir því að þar sem bankinn birtir spá fyrir verðbólgu og framleiðsluslaka, ásamt Taylor-reglunni sem bankinn aðhyllist, sé hann í raun að birta ákveðna framvirka leiðsögn. Vaxtaferlar samkvæmt framsýnni Taylor-reglu hafa áður gefið nokkuð góða vísbendingu um lögun vaxtaferilsins þegar horft er fram á veginn. Ef eitthvað er hefur verið vanmat á verðbólgu í framtíðinni frekar en ofmat sem styður þá röksemdafærslu að Seðlabankinn þurfi að fara varlega í stýrivaxtalækkanir, sérstaklega ef óvissa er framundan um áhrif skuldaleiðréttingaraðgerða stjórnvalda, breyttar horfur eru á vinnumarkaði og langtíma verðbólguvæntingar mjakast hægt niður á við. Við teljum því að Seðlabankinn haldi stýrivöxtum óbreyttum að sinni og vinni sér inn tíma til að sjá hver þróunin verður þegar líður á árið.

## Greiningardeild Arion banka

Anna Hrefna Ingimundardóttir
anna.ingimundardóttir@arionbanki.is

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is

Hrafn Steinarsson
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

Hafsteinn Hauksson
hafsteinn.hauksson@arionbanki.is

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

## Forstöðumaður

Regína Bjarnadóttir
regina.bjarnadottir@arionbanki.is
444-6969


Hér má finna fyrirvara