

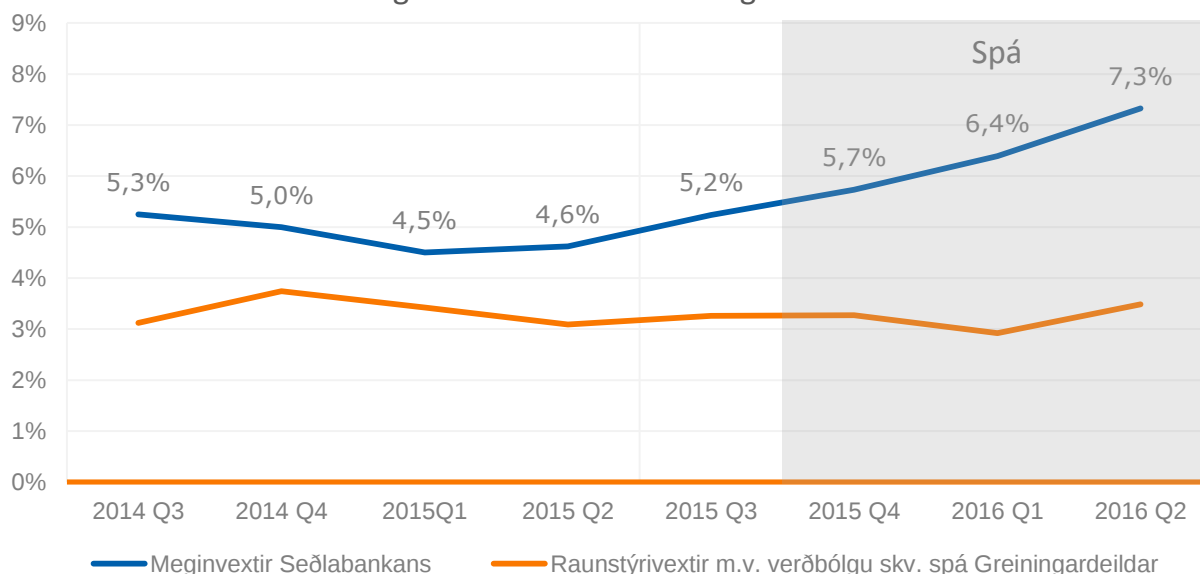
29. október 2015

Spáum óbreyttum stýrivöxtum næstkomandi miðvikudag

Næstkomandi miðvikudag þann 4. nóvember verður birt vaxtaákvörðun peningastefnunefndar ásamt *Peningamálum* og nýrri verðbólguþá Seðlabankans. Við spáum að nefndin kjósi að halda stýrivöxtum óbreyttum um sinn sökum þess að verðbólguhorfur hafa batnað til skemmri tíma lítið. Engu að síður teljum við að nefndin leggi þunga áherslu á að auka þurfi taumhald peningastefnunnar í nágrenni framtíð sökum undirliggjandi verðbólguþrýstings og vaxandi innlendra eftirspurnar.

Í nýbirtri hagspá Greiningardeildar er gert ráð fyrir að stýrivextir hækki um 50 punkta á síðasta ársfjórðungi og að verðbólga fari hækkanði í byrjun næsta árs. Við spáum að verðbólga mælist að meðaltali 4,0% á næsta ári og 4,5% árið 2017 og skýrist það helst af auknum launakostnaði. Þá spáum við áframhaldandi hækkun stýrivaxta á næsta ári og gerum ráð fyrir 125 punkta hækkun stýrivaxta á fyrsta helmingi ársins 2016. Sú stýrivaxtaspa tekur mið af verðbólguþá Greiningardeildar sem hvílir á því að gengi krónunnar og erlent hrávöruverð haldist óbreytt. Hér er miðað við þróun meginvaxta bankans sem nú eru vextir á 7 daga bundnum innlánnum. Minnki laust fé í umferð svo sem í framhaldi af greiðslu stöðugleikaframlags kann að breytast hvaða vextir Seðlabankans hafa mest áhrif á þróun verðbólgu. Ef virkir stýrivextir færast nær miðju vaxtagangsins getur það kallað á minni stýrivaxtahækkanir en hér er spáð fyrir um.

Meginvextir Seðlabankans og raunvextir



Heimildir: Hagstofa Íslands, Greiningardeild Arion banka

Opinberar spár Seðlabankans hafa hingað til gert ráð fyrir óbreyttu gengi krónunnar og á þeirri forsendu byggði m.a. verðbólguþá bankans í *Peningamálum* frá í ágúst sem gerði ráð fyrir 3,8% verðbólgu nú á fjórða ársfjórðungi. Sú spá er ekki að ganga eftir, aðallega vegna sterkari krónu og lækkun á verði innfluttra vara. Ef ekki væri fyrir styrkingu krónunnar og litla verðbólgu á alþjóðavísu hefði verðbólga hér á landi ekki haldist undir markmiði nú samfelld í síðan í janúar 2014, þvert á móti. Nú stefnir í nauðasamninga slitabúanna og mótvægisáðgerðir af þeirra hálfu sem Seðlabankinn sjálfur metur að leiði hvorki til óstöðugleika í gengis- og peningamálum né raski fjármálastöðugleika. Þar að auki áætla Seðlabankinn að áðgerðirnar leiði af sér að erlend skuldastaða þjóðarbúsins fari úr rúmlega -30% í tæplega -10% af VLF á næsta ári. Í síðustu yfirlýsingu sagði peningastefnunefnd að:

„Sterkari króna og alþjóðleg verðlagsþróun hefur gefið svigrúm til að hækka vexti aðeins hægar en áður var talið nauðsynlegt en breytir ekki þörf fyrir aukið aðhald á næstu misserum.“

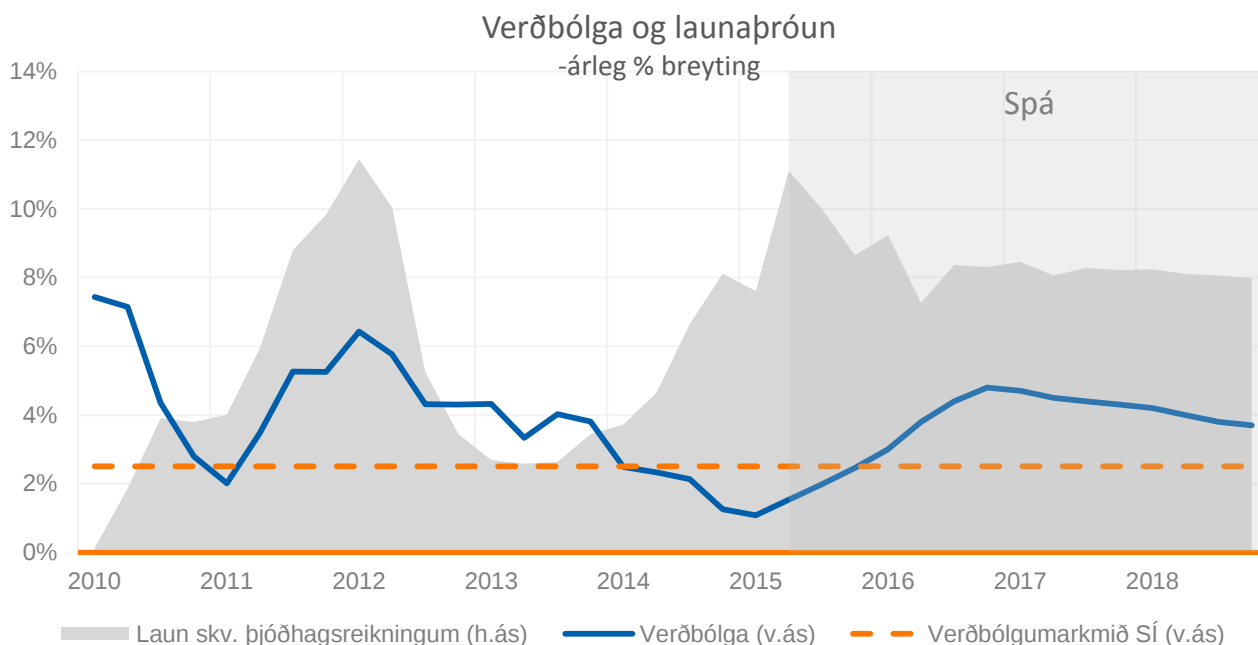
Af þessu ráðum við að Seðlabankinn muni ekki láta styrkingu krónunnar og betri horfur um erlenda stöðu ráða peningastefnunni, þótt sterkari króna tefji tímabundið fyrir hækkun vaxta. Í því samhengi skiptir máli hvort og þá að hve miklu leyti aukin umsvif í hagkerfinu skila sér í aukinni framleiðni og hvernig sterkari

króna vegur á móti launahækkunum. Síðustu verðbólguþölur og fyrstu uppgjör skráðra félaga á borð við Haga virðast bera með sér að hagræðing og lækkun erlends innkaupsverðs vegi á móti hækkun launa og annars innlends rekstrarkostnaðar. Stóra spurningin er hve mikið er hægt að auka framleiðnina til að vega móti hærri kostnaði og hve mikið og hve lengi getur krónan styrkst, ef þá eitthvað.

Verðbólguhorfur batna til skemmri tíma en meiri slaki í ríkisfjármálum

Peningastefnunefndin á nokkuð vandasamt verk fyrir höndum sökum þess að verðbólguhorfur til skemmri tíma eru nokkuð góðar á sama tíma og undirliggjandi verðbólguþrýstingur er til staðar vegna launahækkana. Þá eru áfram skýr teikn á lofti um að mikill þróttur sé í efnahagslífinu og spáir Greiningardeild 5,4% hagvexti ár. Á móti vegur styrking krónunnar og lækkun hrávöruverðs sem veldur því að á sama tíma og innlend verðbólga fer hækkandi má enn sjá lækkun verðlags á innfluttum vörum og heldur það aftur af verðbólgunni. Okkar mat er að verðbólguvæntingar hafi farið lækkandi undanfarið og að Seðlabankinn muni færa verðbólguþá sína nokkuð niður á við frá síðustu *Peningamálum*. Að öðru óbreyttu hefur því taumhald peningastefnunnar aukist frá útgáfu síðustu *Peningamála* ef horft er til verðbólguhorfa og verðbólguvæntinga.

Þótt hægt sé að færa rök fyrir óbreyttum vöxtum vegna batnandi verðbólguhorfa til skemmri tíma eru aðrir þættir sem færa rök fyrir stýrivaxtahækkun og vegur þar þyngst breyttar áherslur í ríkisfjármálum. Merki eru um aukinn slaka í ríkisfjármálum því aðhald á útgjaldahlið fjárlagafrumvarpsins er lítið á sama tíma og skattalækkanir eru á döfunni, og kallar það á aukið taumhald peningastefnunnar. Hvað næstu mánuði varðar má þó benda á að afnám tolla á föt og skó muni slá á verðbólgu en það er þó skammgóður vermir og hefur minni áhrif á verðbólguhorfur til lengri tíma lítið.

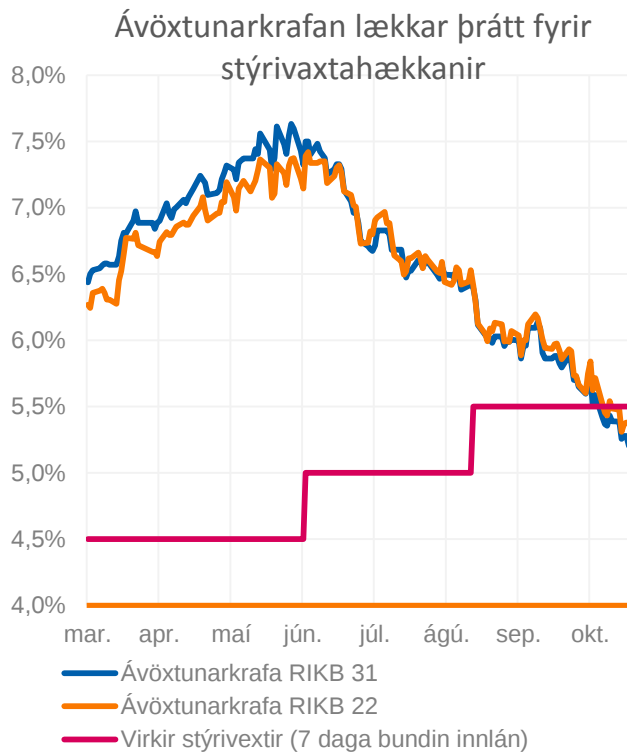


Heimildir: Hagstofa Íslands, spá Greiningardeildar Arion banka

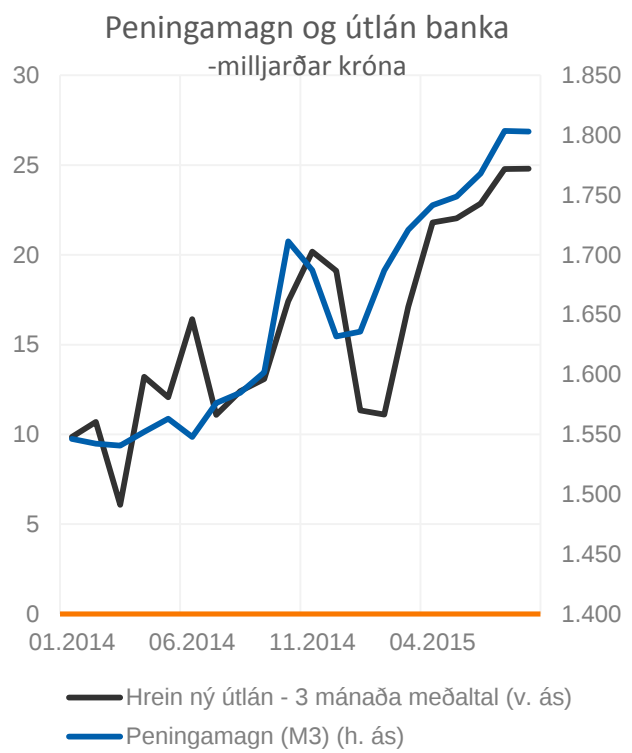
Áhyggjuefni að hækkun stýrivaxta er ekki að bíta enn sem komið er

Eitt sem kann að valda meðlimum peningastefnunefndar áhyggjum er að miðlun peningastefnunnar virðist ekki vera að ganga eftir sem skyldi. Tilgangur með hækkun stýrivaxta er að slá á vöxt heildareftirspurnar í hagkerfinu, draga úr framleiðsluspennu sem kann að myndast hverju sinni. Einnig getur peningastefnan haft áhrif á gengi krónunnar og þannig haft áhrif á innflutningsverðlag. Allt er þetta til þess fallið að draga úr verðbólgu til lengri tíma lítið. Til að hafa áhrif á heildareftirspurn er ein af miðlunarleiðum peningastefnunnar sú að hafa áhrif á markaðsvexti t.a.m. ávöxtunarkröfu á skuldabréfamarkaði og útlánvexti bankanna. Þrátt fyrir stýrivaxtahækkunir undanfarið hefur ávöxtunarkrafan á skuldabréfamarkaði lækkað hratt og er nú komin undir meginvexti seðlabankans (7 daga bundin innlán) sem standa í 5,5%. Aukið innflæði erlendra fjárfesta hefur því lækkað langtímavexti í hagkerfinu á sama tíma og Seðlabankinn hefur hækkað stýrivexti um 1 prósentustig.

Önnur miðlunarleið er að draga úr aukningu útlána og aukningu peningamagns en bæði útlán og peningamagn hafa verið að aukast hraðar síðustu mánuði samanborið við þróunina undanfarin misseri. Vextir á fasteignalánum lífeyrissjóða og fjármálastofnana hafa einnig lækkað þvert á það sem vænta mætti eftir nýlegar stýrivaxtahækkunir. Því lítur út fyrir að lækkun ávöxtunarkröfu á markaði hafi meiri áhrif á vaxtastig í landinu en vextir 7 daga bundinna innlána í Seðlabankanum. Jafnframt hafa eignamarkaðir verið að hækka myndarlega síðustu mánuði en hækkun stýrivaxta er einmitt ætlað að slá á hækkunir á eignamörkuðum.



Heimildir: Hagstofa Íslands, spá Greiningardeildar Arion banka



Ef horft er til helstu miðlunarleiða peningastefnunnar er því ljóst að hækkun stýrivaxta er ekki farin að bíta enn sem komið er, [eins og við bentum á fyrir skemmstu](#). Eina miðlunarleiðin sem virðist virka sem skyldi er í gegnum nafngengið en styrking krónunnar getur ýtt enn frekar undir lækkun verðlags á innfluttum vörum. Þó má rekja styrkingu nafngengisins að mestu leyti til hagstæðra utanríkisviðskipta en ekki hækkunar stýrivaxta. Að okkar mati er því nokkuð áhyggjuefni ef miðlun peningastefnunnar er ekki að ganga eftir sem skyldi. Hafa þarf þó í huga að miðlunarferlið getur tekið 12 til 18 mánuði og mun koma betur í ljós á næstu mánuðum hvort hækkun stýrivaxta bíti að lokum og hafi áhrif á þætti eins og ávöxtunarkröfu, útlánvexti og eignamarkaði.

Aðrar leiðir til að auka taumhald peningastefnunnar

Í ljósi þess að ytri þættir eins og fjármagnsinnflæði geta torveldað miðlun peningastefnunnar er líklegt að peningastefnunefndin líti til annarra leiða til að auka taumhaldið. Í síðustu fundargerð peningastefnunefndar kom fram að nefndin ræddi sérstaklega vísbendingar um aukið innflæði fjármagns milli funda og aukna eftirspurn eftir ríkisbréfum. Þá var nefnt að ef innflæði vegna vaxtarmunaviðskipta yrði verulegt þyrfti að nýta önnur tæki en vaxtatekið til að takmarka það, þó er sú stefna enn nokkuð óljós.

Annað sem kann að hafa áhrif á taumhald peningastefnunnar er sú staðreynd að lausafé í bankakerfinu kann að minnka í kjölfar losunar fjármagnshafa. Það er því líklegt að innlán bankastofnana hjá Seðlabankanum dragist saman og að eftirspurn eftir veðlánaviðskiptum aukist. Það eitt og sér myndi færa meginvextina nær miðju vaxtagangsins og auka taumhald peningastefnunnar án þess að stýrivaxtahækkun kæmi til. Það er þó óljóst hvenær sú breyting verður og yfir hve langt tímabil.

Á heildina lítð er okkar mat að á næstu misserum sé þörf fyrir aukið taumhald peningastefnunnar. Spurningin er hvaða tækjum peningastefnunefndin kys að beita til að auka taumhaldið. Okkar mat er að nefndin bíði um sinn með hækkun stýrivaxta og fari að skoða önnur tæki sem beita mætti til að tryggja betur miðlun peningastefnunnar á komandi misserum.

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](#)