

7. febrúar 2014

Spáum óbreyttum vöxtum og bitastæðri yfirlýsingu

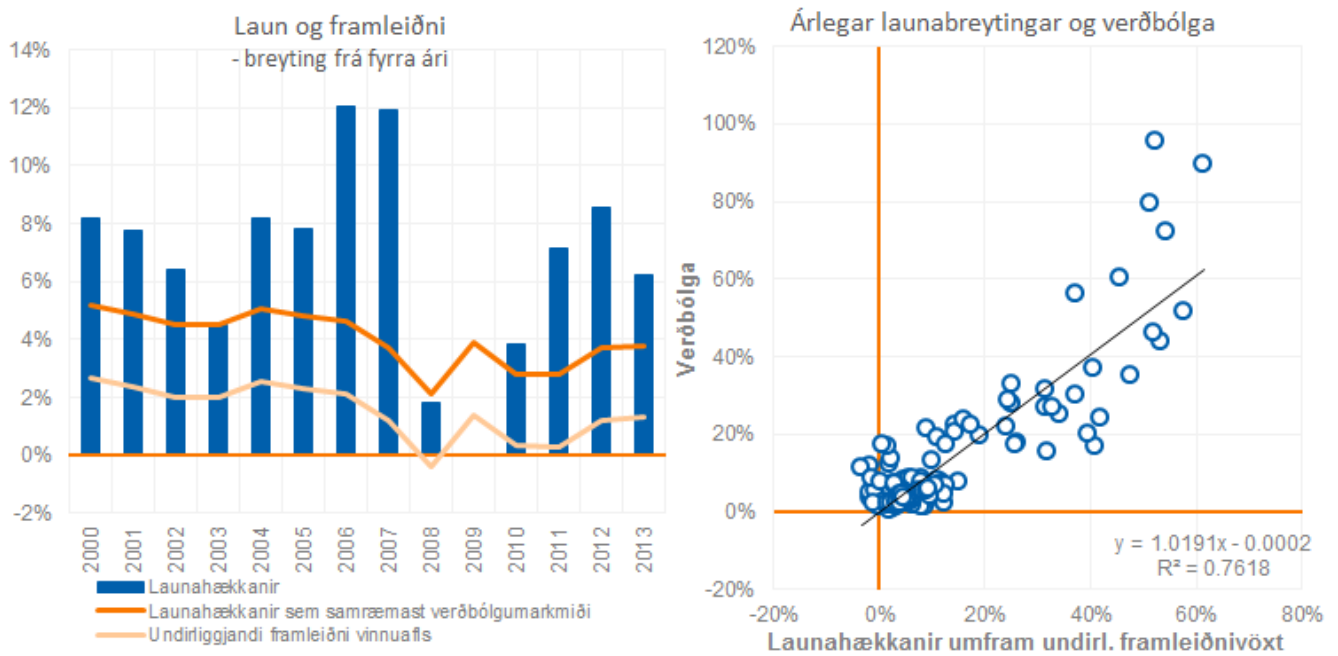
Þrátt fyrir að dregið hafi til tíðinda í mörgum þáttum efnahagslífsins frá síðustu vaxtaákvörðun peningastefnunefndar gerum við ráð fyrir því að nefndin haldi vöxtum óbreyttum á fundi sínum 12. febrúar. Jafnvel þótt verðbólga hafi mælst nokkuð lægri í janúar en greiningaraðilar bjuggust við og horfur séu á frekari hjöðnun verðbólgunnar í febrúar teljum við nær útilokað að það nægi eitt og sér til þess að kalla á lækkun vaxta strax á næsta fundi. Til viðbótar hefur nefndin í seinni tíð nýtt yfirlýsingar sínar til þess að veita skýra leiðsögn út á fjármálamarkaði, svo breytingar á vaxtastefnunni komi ekki eins og kanínur upp úr hatti. Það væri því nýmæli ef nefndin tæki upp á því að lækka vexti öllum að óvörum eftir að hafa veitt leiðsögn um „þéttara taumhald“ á síðasta fundi.

Við upplifum stemninguna innan peningastefnunefndarinnar sem svo að hún sé að eiga sitt Volcker-augnablik¹. Verðbólguþæði er í sjónmáli og allt stefnir í að verðbólga verði innan vikmarka um nokkurt skeið. Á sama tíma hefur stór hluti launþegasamtaka samþykkt kjarasamninga sem ættu að geta samræmst verðbólguþæði, krónan hefur verið bæði sterk og stöðug og verðbólguvæntingar hafa lækkað hægt og bitandi, þótt þær séu enn nokkuð yfir markmiði. Með öðrum orðum er nefndin í dauðafæri að halda verðbólgu skaplegri til lengri tíma en örfárra mánaða í senn. Við teljum að nefndin vilji ekki stefna þeim árangri í hættu með því að lækka vexti um leið og glittir í verðbólguþæði – sérstaklega í ljósi biturrar reynslu frá 2011, en eftir á að hyggja lækkaði nefndin vexti of skarpt árin 2009 og 2010 og missti í kjölfarið stjórn á verðbólgunni.

Að öðru leyti hafa nýleg tíðindi úr efnahagslífinu ólík áhrif á horfur um vaxtastefnuna horft fram á veginn. Því biðum við spennt eftir að heyra hvaða vægi nefndin ljáir þessum þáttum og þá leiðsögn sem hún kemur til með að veita um hugsanleg viðbrögð við hverjum og einum þeirra. Þessir þættir eru:

Kjarasamningar. Um helmingur aðildarfélaganna ASÍ hafnaði kjarasamningum sem hljóðuðu upp á 2,8% samningsbundnar launahækkunir á árinu, en að okkar mati samræmist slíkur samningur verðbólguþæði að því gefnu að launaskrið verði ekki verulegt. Við spáum því að tónn nefndarinnar gagnvart bæði launþegasamtökum sem höfðu samningnum og opinberum starfsmönnum sem nú semja um kaup og kjör verði grjótharður. Óhóflegar samningsbundnar launahækkunir eru einn helsti vaxtahækkunargikkurinn sem peningastefnunefndin hefur hingað til tiltekið, en hún mun áfram hótta vaxtahækkunum verði þeir kjarasamningar sem út af standa ósamrýmanlegir verðbólguþæði. Satt best að segja finnst okkur engu að síður takmörkuð hætta á að sú verði raunin, enda væru samtök atvinnurekenda að setja sig í ómögulega leikjafræðilega stöðu fyrir viðræður haustsins með því að verðlauna launþega sem höfðu gerðum samningum umfram þá sem samþykktu. Því verði reynt að koma til móts við aðildarfélögin sem höfðu samningunum með öðrum hætti en aukinni hlutfallshækkun launa – en til viðbótar mun það liðka fyrir samningum hve hressilega verðbólga hefur gengið niður. Í öllu falli er að okkar mati útilokað að peningastefnunefnd lækki vexti áður en óvissu vegna kjarasamninga verður aflétt.

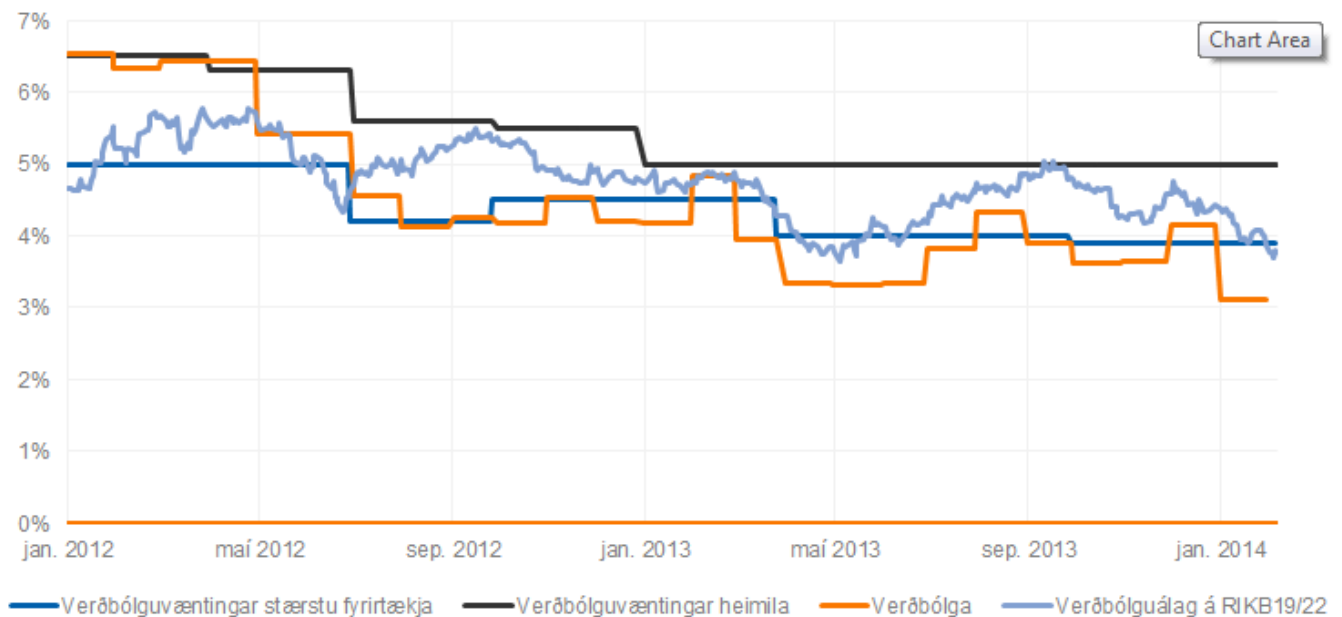
¹ Paul Volcker er bandarískur seðlabankastjóri sem náði tökum á mikilli verðbólgu í Bandaríkjunum við upphaf 9. áratugarins með miklu harðfylgi og tókst að veita verðbólguvæntingum svo kyrrilega kjölfestu að þær hafa vart hreyfst úr stað síðan.



Heimild: Seðlabanki Íslands, útreikningar Greiningardeildar

Verðbólguþéttur. Það búrast jákvæð tíðindi í janúar þegar vísitala neysluverðs lækkaði um 0,72% og án húsnæðis lækkaði hún um 1,09%. Það var nokkuð umfram spár greiningaraðila sem lágu á bilinu 0,3-0,5% en með þessu stendur ársverðbólgan í 3,1% og verðbólga án húsnæðisverðs í 1,9%. Það virðist því fljótt á litið vera minniháttar verðbólguþéttur um þessar mundir og stafar hann helst af hækkun húsnæðisverðs. Með því að horfa framhjá þróun fasteignaverðs má færa rök fyrir lækkun stýrivaxta á næstunni en ekki má gleyma að vaxtastefnan er framsýn og hækkandi húsnæðisverð endurspeglar á vissan hátt vaxandi eftirspurnarþéttur í hagkerfinu. Ef horft er á kjarnavísitölu 3, sem peningastefnunefndin horfir gjarnan á til að meta verðbólguþéttur innanlands, stendur ársverðbólgan í 3,7% og þriggja mánaða árstíðaleiðrétt verðbólga stendur í 3,4%. Á skuldabréfamarkaði er verðbólguálag til 6 ára á vegna ávöxtunarkröfu RIKB 19 og RIKB 22 um 3,8% og hefur lækkað um 74 punkta frá síðasta vaxtaákvörðunardegi. Aftur á móti eru verðbólguvæntingar í hærra lagi en skv. nýbirtum hagvísunum Seðlabankans eru verðbólguvæntingar heimila til eins árs 5% og væntingar stærstu fyrirtækja 4%. Það er því enn nokkuð langt í að verðbólguvæntingar séu komnar niður á ásætlanlegt stig og að peningastefnunefndin geti andað léttar og hafið lækkun stýrivaxta. Til að svo verði teljum við að verðbólgan þurfi að haldast lág yfir lengri tíma og munu verðbólguvæntingar þá fara lækkandi þegar á líður.

Verðbólguálag og verðbólguvæntingar

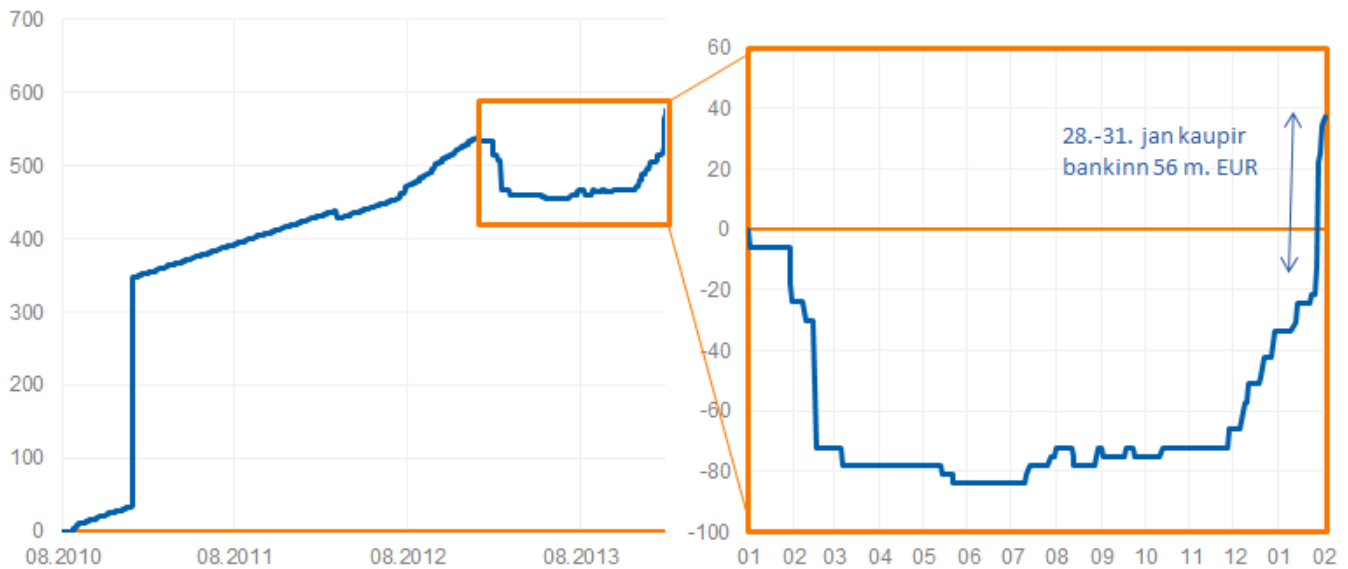


Heimild: Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands, útreikningar Greiningardeildar

Krónan. Krónan er búin að vera í fantaformi síðan um miðjan nóvember, en hún hefur styrkst nokkuð hressilega á tímabilinu og haldist stöðug um eða undir 160 EUR/ISK um margra vikna skeið. Þetta er ekki síst merkilegt fyrir þær sakir að Seðlabankinn hefur náð að kaupa gjaldeyri til styrkingar óskuldsetta hluta gjaldeyrisforðans af miklum krafti samhliða styrkingunni, sérstaklega síðustu vikur, án þess að krónan gæfi nokkuð eftir.

Uppsöfnuð gjaldeyriskaup Seðlabankans

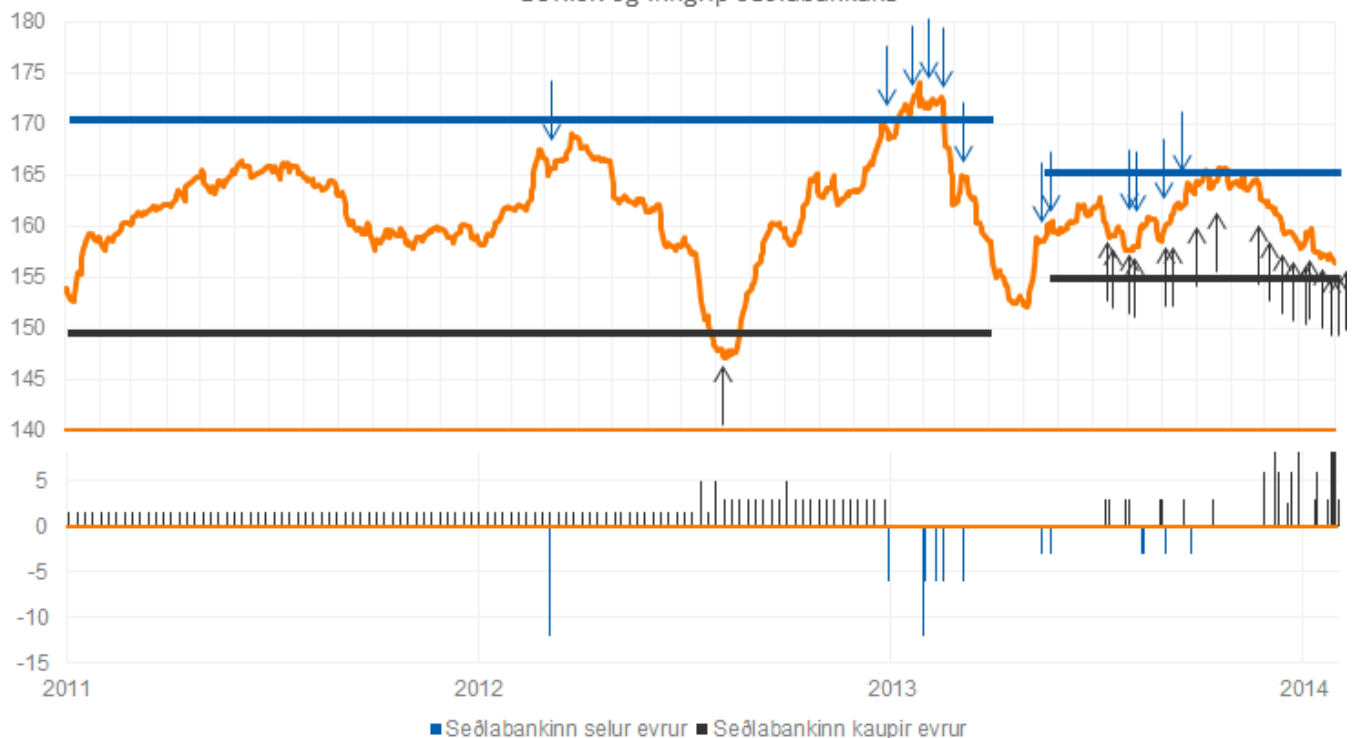
- ma. evra, samtala kaupá stundarmarkaði og framvirkt



Heimild: Seðlabanki Íslands, útreikningar Greiningardeildar

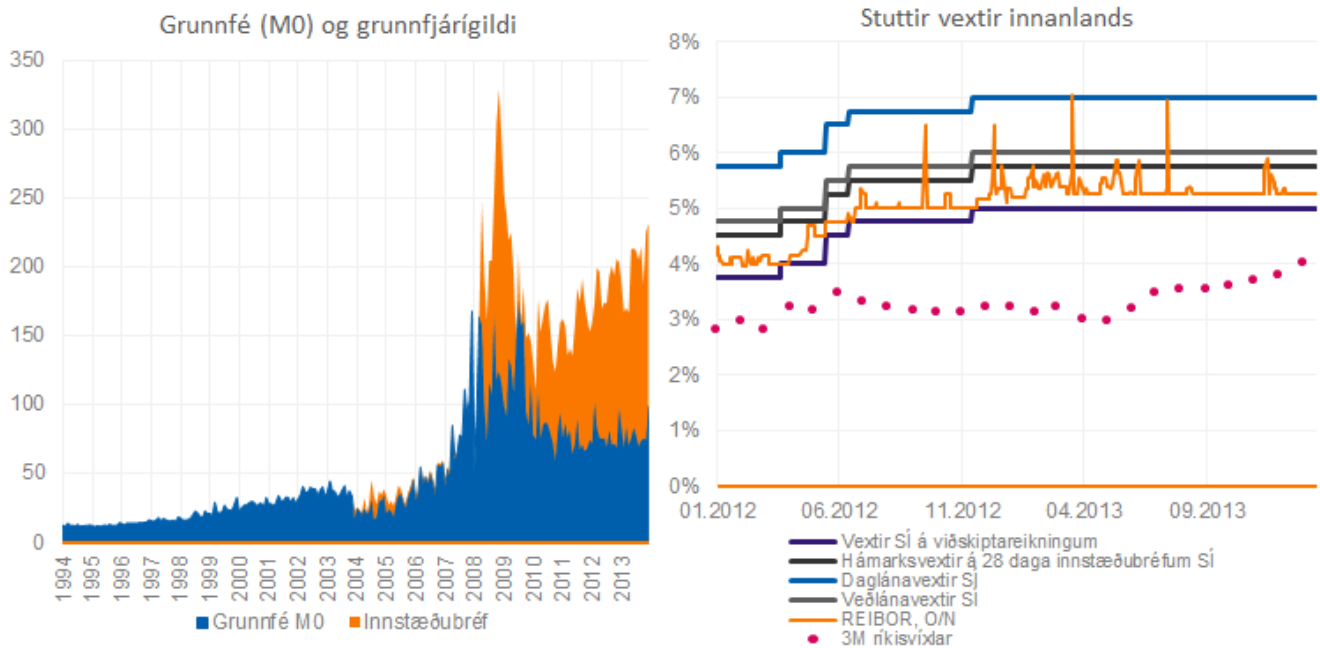
Þetta er í samræmi við greiningu okkar síðan 22. janúar sl. (sjá [brýstingur á krónuna minnkar 2014](#)). Uppkaup Seðlabankans á millibankamarkaði með gjaldeyri eru í takti við stýrða flotgengisstefnu bankans og munu auðvelda honum að leggjast á móti tímabundinni veikingu, ef hún kemur til. Þannig ætti þróunin undanfarnar vikur að veita væntingum um áframhaldandi sterkt og stöðugt gengi kjölfestu, sem aftur veitir verðbólguvæntingum kjölfestu og auðveldar áframhaldandi verðbólguhjöðnun. Að því leytnu til dregur gengisþróun síðustu vikna og uppkaupt Seðlabankans á gjaldeyri úr þörfinni á þétta vaxtaaðhaldi.

EURISK og inngríp Seðlabankans



Heimild: Seðlabanki Íslands, útreikningar Greiningardeildar

ESÍ. Af öllu því sem hér er nefnt verður fróðlegast að heyra nálgun peningastefnunarinnar gagnvart boðaðri sölu Eignasafns Seðlabanka Íslands á andvirði 100 ma. verðtryggðra bréfa á næstu fimm árum. Aðgerðin er öðru fremur peningalegs eðlis, en hún samsvarar því að laust fé verði dregið úr umferð. Þess vegna fannst okkur sérkennilegt að salan skyldi hafa verið skilyrt tímamörkum (þ.e. skuldbindingu um að selja um 20 ma. bréfanna á ári) frekar en peningastefnumarkmiðum, en alþekkt er að beita opnum markaðsaðgerðum með skuldabréf til þess að hafa áhrif á vaxtastig í nágrannaríkjum okkar. Peningastefnunefnd hefði t.a.m. verið í lófa lagið að skilyrða söluna því að útgáfa innstæðubréfa Seðlabankans færi niður fyrir ákveðið stig og millibankavextir færðust í miðju vaxtagangsins, en þeir hafa knúsað gólf hans frá hruni vegna lausafjárgnóttar á fjármálamörkuðum. Þannig yrðu bréf seld út úr ESÍ þar til þessum markmiðum væri náð, en með því hefði jafnframt verið hægt að fara bakdyramegin að um 25-50 punkta þéttingu vaxtaaðhaldsins, án þess að ráðast í beinar stýrivaxtahækkanir. Í tilkynningu sem bankinn sendi frá sér í kjölfar þess að ESÍ boðaði um eignasöluna kom fram að peningastefnunefndin myndi taka tillit til áhrifa eignasölu ESÍ á fjármálamarkaði og lengri tíma vexti við mat á taumhaldi peningastefnunnar. Það er því tilhlökkunarefni að heyra nánar hvernig nefndin sér samspil eignasölnunnar og peningastefnunnar fyrir



Aðgerðir stjórnvalda. Líklegt er að bankinn hafi framkvæmt greiningu á áhrifum boðaðra aðgerða stjórnvalda samhliða hagspárgerð sinni, og því hafi peningastefnunefndin skýrari mynd af áhrifum skuldaniðurfellinga heldur en við síðustu vaxtaákvörðun. Miðað við fyrstu viðbrögð nefndarinnar í desember er líklegt að nefndin telji skuldaleiðréttinguna meira þensluhvetjandi en fram kom í greiningu Analytica á sínum tíma og dregur það úr líkum á að vaxtalækkun sé á næsta leyti - sérstaklega þegar hækkandi húsnæðisverð stendur nefndinni helst fyrir þrifum. Til dæmis tiltók nefndin á fundi sínum í desember að þéttara taumhald þyrfti til að verðbólguþröngd næðist á næstu misserum vegna aðgerðanna. Hér kemur þó aftur að eignasölu ESÍ, en sú aðgerð hefur sama prófil og beinar skuldaniðurfellingar stjórnvalda. Það má því segja að eignasalan stýfi skuldaniðurfellinguna að fullu, og dragi þar með úr þörf og líkum á þéttara vaxtaaðhaldi. Hinsvegar er nokkur óvissa um endanlega framvæmd leiðréttingarinnar, en mögulegt er að einhverjar breytingar verði á upphaflegum tillögum sérfræðingahópsins ríkisstjórnarinnar þegar frumvörp verða lögð til meðferðar Alþingis, og því gæti bankinn viljað biða þar til aðgerðirnar hafa tekið á sig endanlega mynd.

Greiningardeild Arion banka

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is
444-6981

Hrafn Steinarsson
hrafn.steinarsson@arionbanki.is
444-6910

Hafsteinn Hauksson
hafsteinn.hauksson@arionbanki.is
444-6993

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is
444-6959

Forstöðumaður

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

[Hér má finna fyrirvara](#)