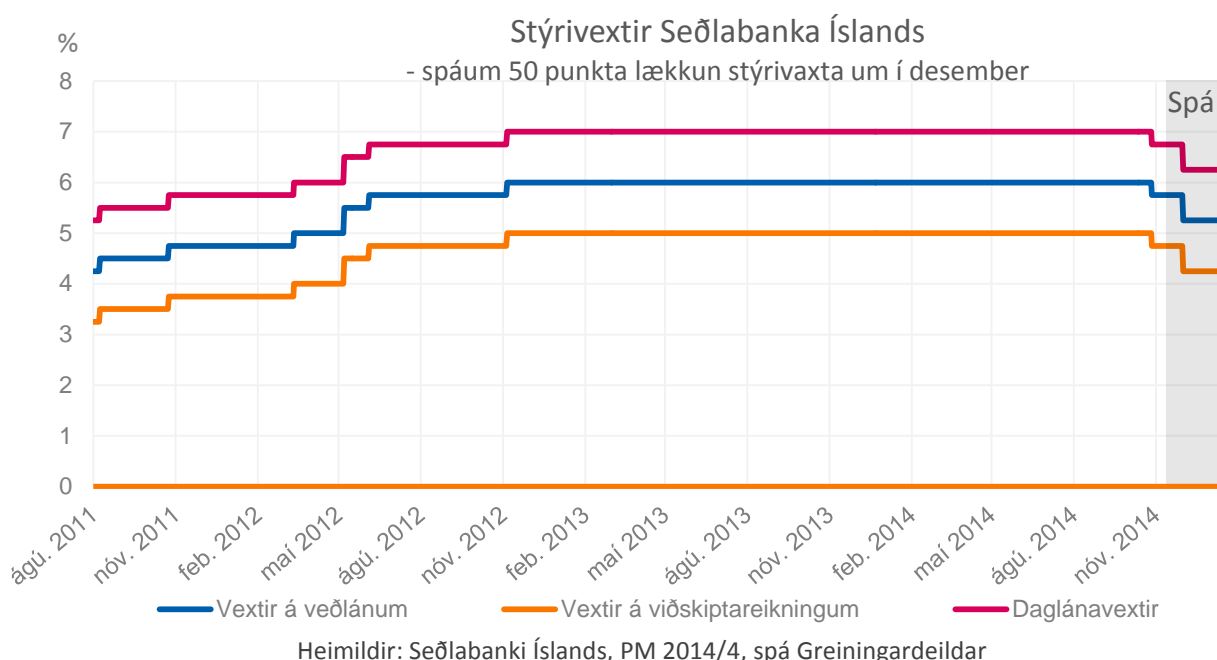


5. desember 2014

Spáum lækku stýrivaxta um 50 punkta í desember

Við spáum því að peningastefnunefnd Seðlabankans kjósi að lækka stýrivexti um 50 punkta á næsta vaxtaákvörðunarfundi sem haldinn verður miðvikudaginn 10. desember. Helstu rök fyrir stýrivaxtalækkun eru í fyrsta lagi þau að raunvaxtastig er töluvert yfir því sem er ákjósanlegt að okkar mati. Ársverðbólga hefur ekki einungis lækkað frá síðustu vaxtaákvörðun heldur hafa verðbólguhorfur einnig lækkað verulega og hefur því aðhald peningastefnunnar aukist umtalsvert frá síðasta fundi peningastefnunefndar. Jafnframt hefur verðbólguálag á skuldabréfamarkaði lækkað umtalsvert síðastliðinn mánuð og teljum við að töluverður árangur hafi náðst við að bæta kjölfestu verðbólguvæntinga undanfarið. Í öðru lagi eru hagvaxtartölur á fyrstu níu mánuðum ársins mun slakari en spár gerðu ráð fyrir. Sá kröftugi vöxtur innlendrar eftirspurnar sem peningastefnunefnd hefur haft áhyggjur af virðist því ekki vera að raungerast.



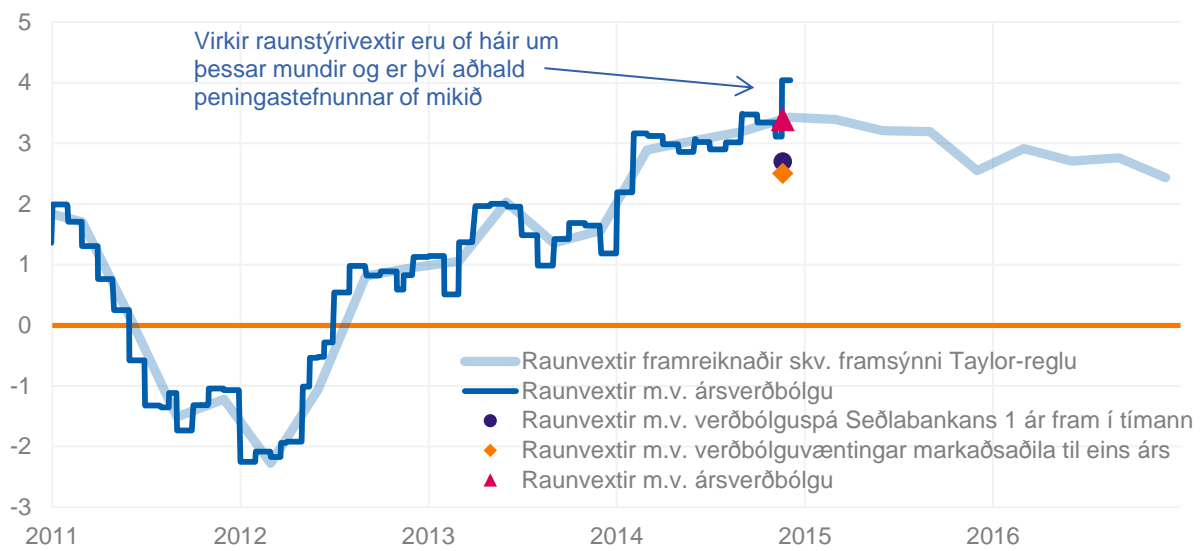
Óvissuþátturinn að þessu sinni er þó hvað gerist eftir helgi þegar kynntar verða tillögur ráðgjafahópusins sem starfar að áætlun um afnám hafta. Nú liggur fyrir ákvörðun stjórnvalda að samþykkja undanþágubeiðni sem lúta að forgangskröfum í bú gamla Landsbankans og lenging í Landsbankabréfinu. Ef frekari skref verða stigin í átt að afnámi hafta á næstunni má færa rök fyrir því að Seðlabankinn stigi varlega til jarðar með lækku stýrivaxta en við teljum engu að síður að raunvaxtastigið sé það hátt að 50 punkta lækku raungerist í desember.

Aðhald peningastefnunnar of mikið

Að okkar mati er aðhald peningastefnunnar of mikið um þessar mundir hvort sem miðað er við verðbólguhorfur, verðbólguvæntingar eða stöðu hagsveiflunnar. Helstu rök peningastefnunefndar fyrir vaxtalækkun í nóvember voru þau að aðhald peningastefnunnar hafi aukist um of samhliða hjöðnun verðbólgu og verðbólguvæntinga. Frá síðasta vaxtaákvörðunarfundi hefur orðið sú breyting að ársverðbólgan hefur lækkað úr 1,9% í 1,0% og hafa því virkir raunstýrivextir hækkað að sama skapi. Virkir raunstýrivextir eru nú um 4%, líkt og sjá má á myndinni að neðan, og eru því umtalsvert hærrí en við síðustu vaxtaákvörðun. Hæfilegt raunvaxtastig er að okkar mati nær 3% miðað við núverandi horfur í stað 4% og eru því rök fyrir lækku nafnvaxta til skemmri tíma litið. Ljósbláa línan á myndinni sýnir virka raunstýrivexti byggt á forsendum síðustu *Peningamála*¹ og sést þar að hóflegt raunvaxtastig er töluvert lægra en það mælist í dag.

¹ Virkir nafnstýrivextir eru reiknaðir út skv. framsýnni Taylor-reglu og byggir það á spá Seðlabankans um þróun verðbólgu og framleiðsluspennu. Virkir raunstýrivextir eru síðan reiknaðir út miðað við verðbólgu spá Seðlabankans í hverjum ársfjórðungi og gefur í skyn hvert hæfilegt raunvaxtastig kunní að vera.

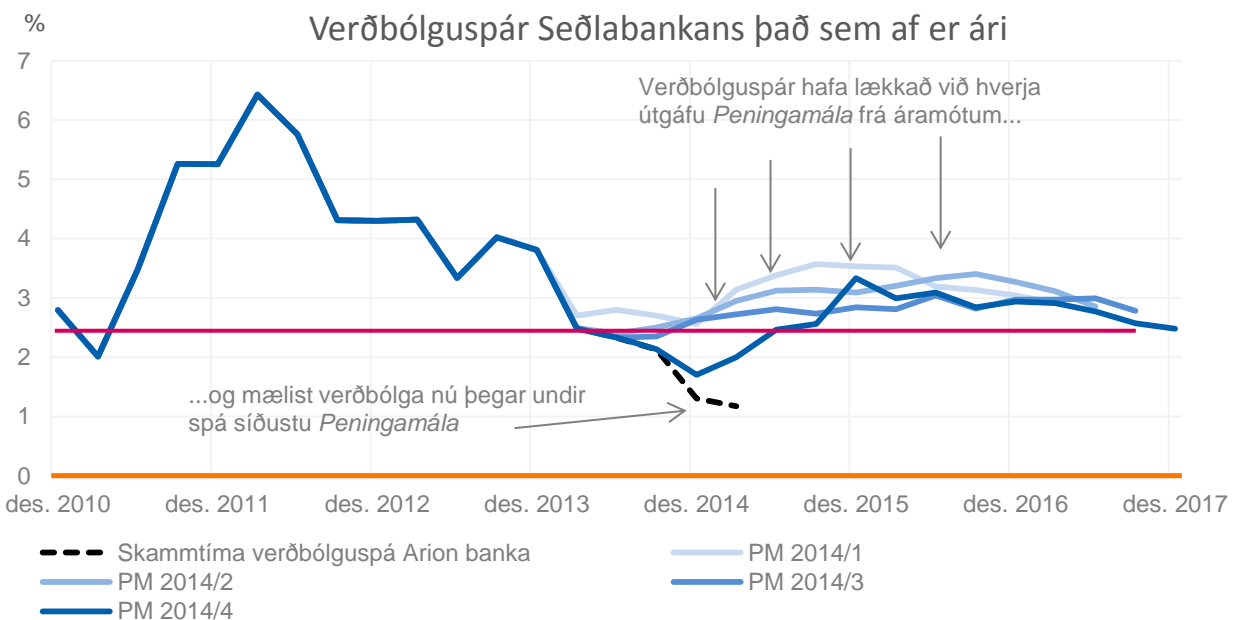
Virkir raunstýrivextir út frá mismunandi viðmiðum



Heimildir: Seðlabanki Íslands, PM 2014/4, mat Greiningardeildar

Verðbólguhorfur halda áfram að lækka

Ljóst er að þótt ársverðbólga lækki umtalsvert milli mánaða eru það verðbólguhorfur til lengri tíma sem skipta máli þegar kemur að ákvörðun stýrivaxta. Í síðustu fundargerð kom einmitt fram ábending eins nefndarmanns að horft lengra fram á veginn mætti búast við auknum verðbólguþrýstingi þar sem áfram væri gert ráð fyrir kröftugum vexti innlendrar eftirspurnar á komandi misserum. Við teljum aftur á móti að verðbólguhorfur hafi lækkað umtalsvert undanfarið og að lítil sem enginn verðbólguþrýstingur sé í kortunum til skemmri tíma lítið. Einnig gefa nýjustu landsframleiðslutölur til kynna að þróttur í innlandri eftirspurn um þessar mundir sé mun minni en gert var ráð fyrir. Útlit er fyrir að ársverðbólga leiti niður í 0,7% í desember og verði að meðaltali um 1,1% á fyrsta ársfjórðungi 2015. Það er því umtalsvert lægri verðbólga en spáð var í síðustu Peningamálum en þar var gert ráð fyrir 2,0% verðbólgu á fyrsta ársfjórðungi 2015. Það er því líklegt að Seðlabankinn muni færa verðbólguþá sína niður við útgáfu *Peningamála* í febrúar á næsta ári. Að okkar mati mun verðbólga vera töluvert undir viðmiði Seðlabankans vel fram á næsta ár en vissulega mun niðurstaða kjarasamninga hafa áhrif á verðbólguþróunina til lengri tíma lítið.

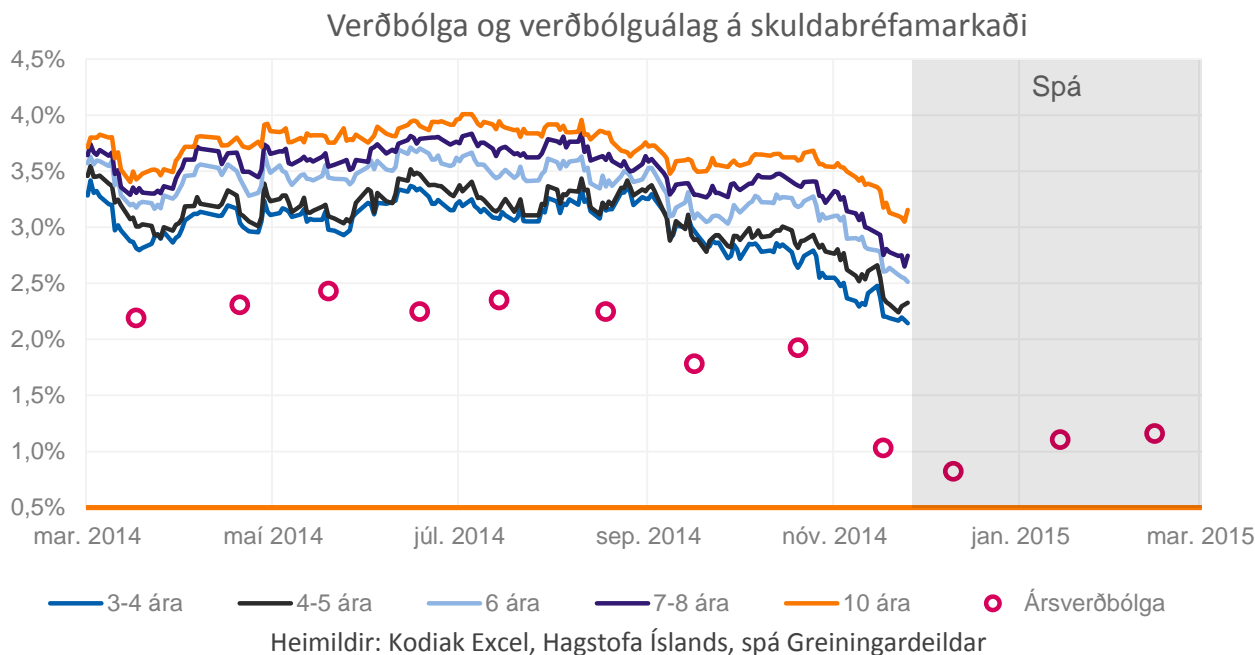


Heimildir: Seðlabanki Íslands, mat Greiningardeildar

Traustari kjölfesta verðbólguvæntinga skapar svigrúm til stýrivaxtalækkunar

Ein helstu rök peningastefnufndar fyrir því að halda stýrivöxtum óbreyttum fram að þessu hafa verið of háar verðbólguvæntingar. Undanfarið hefur verðbólguálag á skuldabréfamarkaði þó farið hratt lækkandi, líkt og sést á myndinni að neðan, og má segja að álagið sé nú nálægt verðbólguþá Seðlabankans eða í kringum 2,5%. Sérstaklega ef haft er í huga að hluti af verðbólguálaginu kann að fela í sér áhættuþóknun má færa rök fyrir því að þær verðbólguvæntingar sem lesa má út úr verðbólguálaginu séu nálægt viðmiði Seðlabankans. Að okkar mati er því kjölfesta langtímaverðbólguvæntinga traustari nú en á síðasta

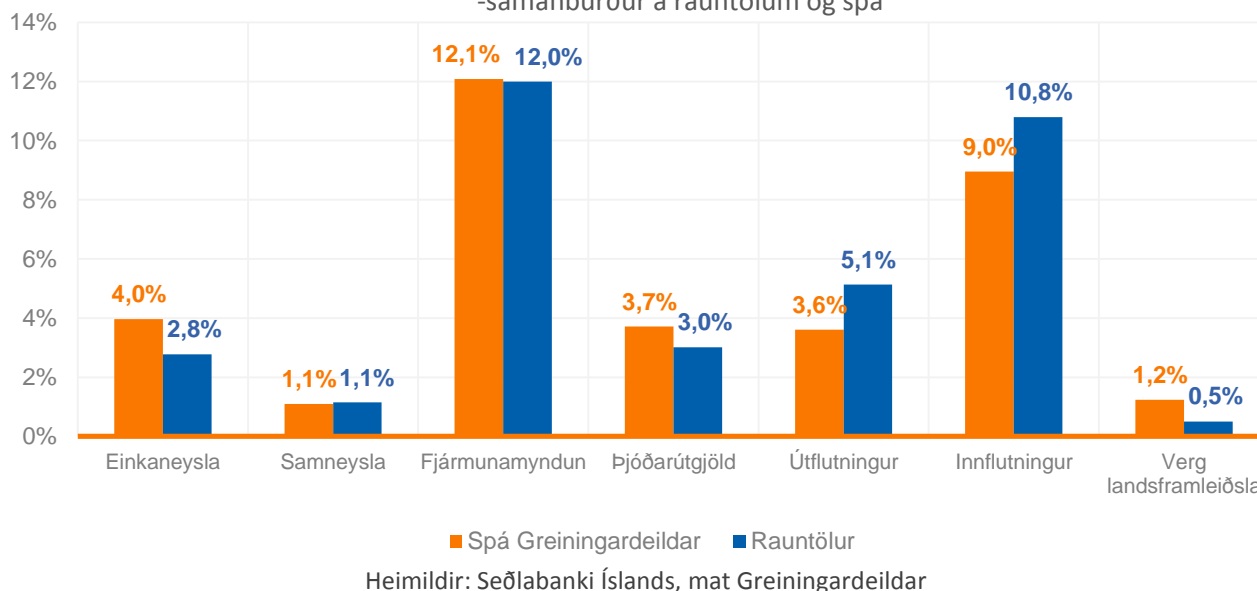
vaxtaákvörðunarfundi en síðan þá hefur langtíma verðbólguálag lækkað umtalsvert eða um 50-60 punkta². Að okkar mati er því raunvaxtastigið ekki aðeins of hátt miðað við núverandi ársverðbólgu heldur einnig út frá verðbólguhorfum og verðbólguvæntingum.



Slakar landsframleiðslutölur á þriðja ársfjórðungi

Landsframleiðslutölurnar eru vægast sagt slakar á þriðja ársfjórðungi og stefnir í að hagvöxtur á þessu ári verði undir spám flestra greiningaraðila. Verg landsframleiðsla jókst um 0,5% á fyrstu níu mánuðum ársins 2014 miðað við sama tíma í fyrra en við gerðum ráð fyrir 1,2% vexti. Helsta ástæða þessa litla hagvaxtar er lítil einkaneysla, sérstaklega á þriðja ársfjórðungi, og mjög mikill innflutningur allt árið. Myndin hér að neðan sýnir raunvöxt á fyrstu níu mánuðum ársins í samanburði við spá greiningardeildar. Í heildina komu þjóðhagsreikningarnir okkur ekki mikið á óvart. Bæði útflytningur og innflytningur voru að vaxa hraðar, en framlag utanríkisviðskipta var í takt við spánna. Það var helst einkaneyslan sem var þó nokkuð minni en við höfðum gert ráð fyrir og veldur því að landsframleiðslan í heild er nokkuð veikari.

Landsframleiðsla á fyrstu níu mánuðum ársins 2014
-samanburður á rauntölum og spá



Athygli vekur að fjárfesting er að vaxa mjög hratt en þó í takt við okkar væntingar. Hafa þarf þó í huga að hluti af kraftinum í fjárfestingu á þriðja ársfjórðungi stafar af miklum innflutningi á skipum og flugvélum. Bæði fjárfesting og innflutningur eru því ekki í raun að vaxa jafnmikið og rauntölurnar gefa í skyn, ef litið er framhjá skipum og flugvélum.

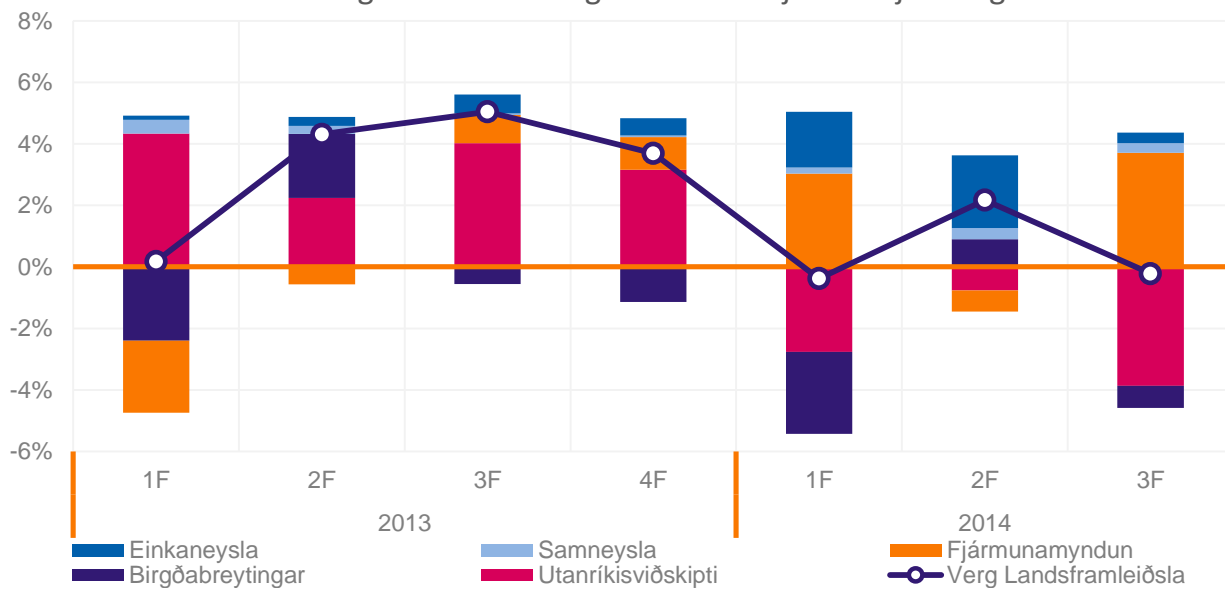
Kröftugur vöxtur innlestrar eftirspurnar gefur eftir

Þegar litið er á framlag undirlíða til hagvaxtar síðustu ársfjórðunga sést að sagan er nokkuð önnur í ár samanborið við árið í fyrra. Í stað þess að utanríkisviðskipti drífi áfram hagvöxt, líkt og í fyrra, hefur

² Þar er miðað við 5 til 10 ára verðbólguálag, en það er reiknað út sem álag óverðtryggðra ríkisbréfa ofan á vegið meðaltal ávöxtunarkröfu íbúðabréfa með sama líftíma.

einkaneysla og fjárfesting staðið undir þeim litla hagvexti sem verið hefur á þessu ári. Spár flestra greiningaraðila byggðu að miklu leyti á kröftugum vexti innlendarar eftirspurnar og að einkaneysla myndi vaxa hratt. Seðlabankinn gerði ráð fyrir 2,9% hagvexti á þessu ári og áætlaði að einkaneysla yxi um 4,3%. Til að spá Seðlabankans gangi eftir þyrfti verg landsframleiðsla að aukast í kringum 10% á síðasta fjórðungi ársins samanborið við sama tíma í fyrra og einkaneysla um 8%. Það er því ljóst að spá um kröftuga innlenda eftirspurn er ekki að ganga eftir og því líkur á að meiri slaki sé til staðar í hagkerfinu en hingað til hefur verið áætlað. Önnur skýring kann að vera að nokkur biðstaða hafi ríkt í hagkerfinu á meðan óljóst var með niðurstöðu skuldaleiðréttingarinnar en ef svo er ætti það að endurspeglast í kröftugum hagvaxtartölum á fjórða ársfjórðungi. Líklegri skýring er þó að hér sé að hægja á hagvexti í takt við alþjóðlega þróun. Sem dæmi má nefna að evrópski seðlabankinn lækkaði hagvaxtarspá sína fyrir næsta ár á evrusvæðinu úr 1,6% í 1,0% en efnahagþróun á evrusvæðinu hefur vissulega áhrif á efnahagshorfur hér á landi.

Framlag undirliða til hagvaxtar á hverjum ársfjórðungi



Heimildir: Seðlabanki Íslands, mat Greiningardeildar

Greiningardeild Arion banka

Anna Hrefna Ingimundardóttir
anna.ingimundardottir@arionbanki.is

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is

Guðmundur Reynir Gunnarsson
gudmundur.gunnarsson@arionbanki.is

Hrafn Steinarsson
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

Forstöðumaður

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

[Hér má finna fyrirvara](#)