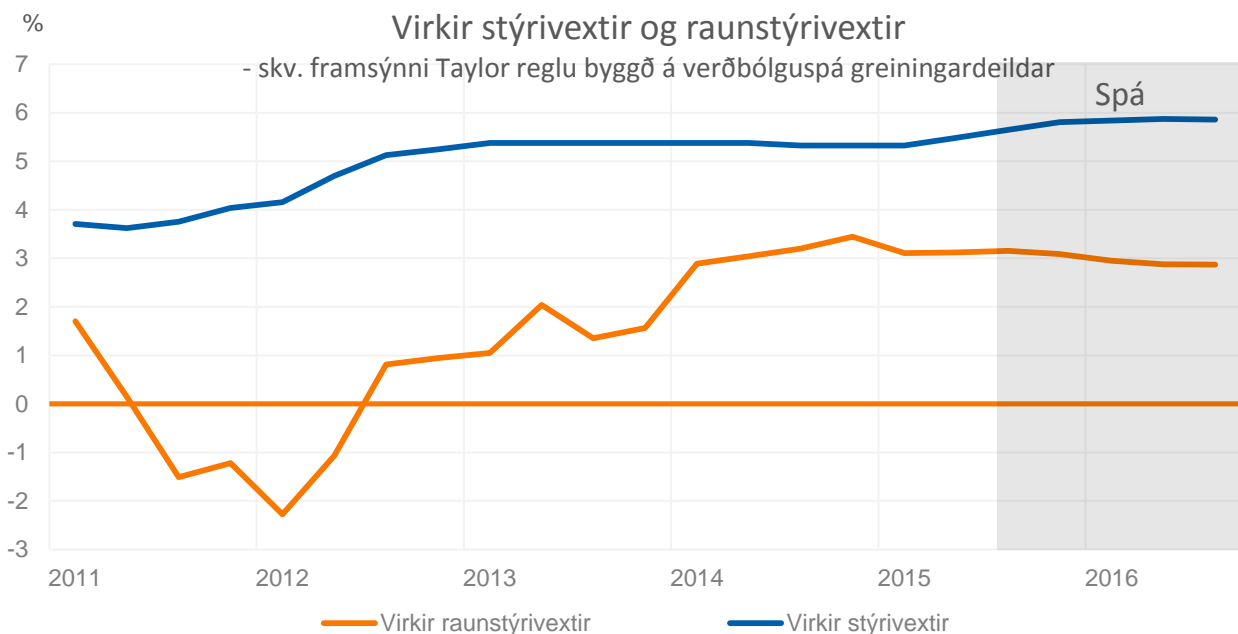


31. október 2014

Spenna á vinnumarkaði stendur í vegi fyrir lækkun stýrivaxta

Á miðvikudag í næstu viku verður birt vaxtaákvörðun peningastefnunefndar, en nefndin kom síðast saman í byrjun október. Við teljum víst að nefndin kjósi að halda vöxtum sínum óbreyttum þótt færa megi rök fyrir því að svigrúm sé fyrir lækkun stýrivaxta. Verðbólga er lág um þessar mundir og vel undir verðbólguþá Seðlabankans frá síðustu *Peningamálum*, gengið er stöðugt og einnig eru vísbendingar um að hægja kunni á einkaneyslu á seinni helmingi ársins. Aftur á móti eru kjarasamningar lausir á næstunni og háar launakröfur í kortunum, auk þess sem líkur á launaskriði á almennum vinnumarkaði fara vaxandi. Það eru því hverfandi líkur á því að peningastefnunefnd komi á óvart með lækkun stýrivaxta í ljósi óvissunar á vinnumarkaði. Við gerum ráð fyrir að Seðlabankinn muni hækka stýrivexti á seinni hluta næsta árs en það veltur að miklu leyti á niðurstöðum kjarasamninga framundan.



Peningastefnunefnd bendir á að stýrivextir kunni að vera of háir

Í síðustu fundargerð peningastefnunefndar kom fram að nefndin ræddi þann möguleika að lækka stýrivexti og er það í fyrsta sinn síðan í mars á þessu ári. En hver eru rök fyrir lækkun stýrivaxta um þessar mundir? Í fyrsta lagi hefur verðbólguþróunin verið nokkuð undir því sem var spá í síðustu *Peningamálum*. Þar var gert ráð fyrir 2,6% ársverðbólgu að meðaltali á síðasta ársfjórðungi en spár greiningaraðila nú gera ráð fyrir 1,8% verðbólgu að meðaltali eða jafnvel lægra. Það er því nokkuð ljóst að Seðlabankinn mun færa verðbólguþá sína niður til skamms tíma við útgáfu *Peningamála* þann 5. nóvember nk. Raunvaxtastigið er því of hátt um þessar mundir að okkar mati og í síðustu fundargerð bendir peningastefnunefnd einnig á að svo kunni að vera.

Í öðru lagi hefur Seðlabankanum tekist vel að beita öðrum stýritækjum en stýrivöxtum til að ná niður verðbólgu og skiptir þar mestu máli stöðugleiki krónunnar. Gjaldeyrisinnstreymi hefur verið umtalsvert á árinu og hafa óregluleg inngríp Seðlabankans því helst verið á kauphlíðinni þar sem gjaldeyri er keyptur fyrir krónur. Það sem af er ári hefur Seðlabankinn keypt gjaldeyri fyrir tæplega 93 ma.kr. og þar af um 40 ma.kr. síðustu þrjá mánuði. Til skamms tíma lítið er líklegt að stýrða flotgengisstefna Seðlabankans haldi áfram að bera árangur og styðji vel við markmið Seðlabankans að halda verðbólgu undir viðmiði bankans.

Vísbendingar um hægari vöxt einkaneyslu

Stöðugt gengi og lágar verðbólguhorfur til skamms tíma segja þó lítið um hver þróunin verður til lengri tíma en ljóst er að peningastefnunefnd horfir lengra fram í tímann þegar kemur að því að taka ákvörðun um breytingu stýrivaxta. Áhyggjur peningastefnunefndar hafa að hluta til beinst að kröftugum vexti innlendrar

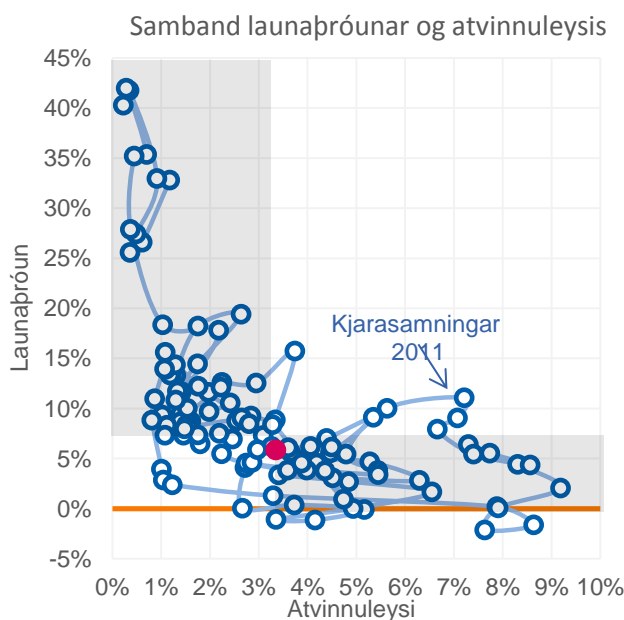
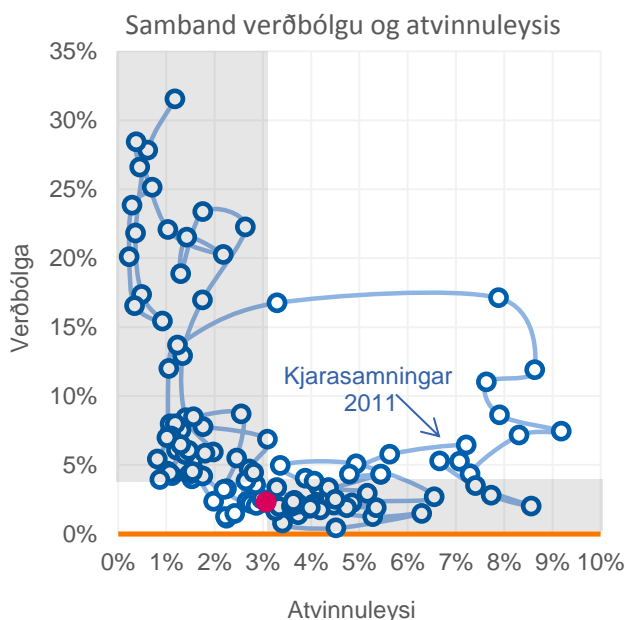
eftirspurnar. Á fyrsta fjórðungi óx einkaneyslan um 4% milli ára sem er umtalsverð aukning en kortaveltutölur benda til þess að á seinni helmingi ársins sé að hægja nokkuð á einkaneyslu líkt og sjá má á myndinni að neðan. Það má því færa rök fyrir því að spá Seðlabankans um þróun einkaneyslu verði lækkuð fyrir yfirstandandi ár frá síðustu *Peningamálum*. Til að spá bankans um 4,4% vöxt einkaneyslu yfir árið í heild þarf hún að vaxa um 4,8% á seinni helmingi ársins sem er ólíklegt í ljósi talna um dagvöruveltu og greiðslukortaveltu á þriðja fjórðungi ársins.



Það mætti því einnig færa rök fyrir því að vaxtastigið sé of hátt í ljósi þess að einkaneyslan verður að öllum líkindum undir spá Seðlabankans yfir árið í heild. Aftur á móti er framleiðsluspennan að hverfa úr hagkerfinu og má vera að lakari einkaneysla á þessu ári færist að hluta til yfir á næsta ár þegar skuldaleiðréttingu ríkisstjórnarinnar verður hrint í framkvæmd. Það verður því áhugavert að sjá spá Seðlabankans um þróun einkaneyslu og framleiðsluspennu í *Peningamálum* 5. nóvember nk.

Spenna á vinnumarkaði stendur í vegi fyrir lækkun stýrivaxta

Þótt horfur séu góðar til skemmri tíma litið er engu að síður áhyggjuefni að spenna á vinnumarkaði kunni að fara vaxandi á komandi misserum. Hluti af trúverðugleika peningastefnunnar byggir á því að aðgerðir Seðlabankans séu fyrirsjáanlegar og getur því reynst erfitt ef ekki útilokað fyrir peningastefnunefnd að lækka stýrivexti í ljósi þeirrar óvissu sem er framundan á vinnumarkaði. Í komandi kjarasamningum er líklegt að lagðar verði fram háar launakröfur sem eru umtalsvert umfram það sem verðbólguþolmið Seðlabankans leyfir. En þar að auki fara líkur á launaskriði á hinum almenna vinnumarkaði vaxandi ef litið er til samhengis milli verðbólgu- og launaþróunar annars vegar og atvinnuleysis hins vegar líkt og sjá má á myndinni að neðan. Rauði punkturinn sýnir hvar hagkerfið er stutt um þessar mundir en með lækkandi atvinnuleysi aukast líkur á meiri launahækkunum. Auk þess má sjá afleiðingar af kjarasamningunum 2011 og sést glögglega hvernig verðbólga hækkaði hratt í kjölfar mikilla launahækkana, jafnvel þótt atvinnuleysi hafi verið sögulega hátt á þeim tíma.



Við spáum því óbreyttum stýrivöxtum að sinni þótt hagvísar til skamms tíma litið færi rök fyrir að lækka megi vexti og að raunvaxtastig sé of hátt. Við gerum ráð fyrir að Seðlabankinn muni hækka stýrivexti á seinni hluta næsta árs. En niðurstaða komandi kjarasamninga mun ráða miklu um hvort sú stýrivaxtahækkun komi fyrir á árinu eða seinna.

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](#)