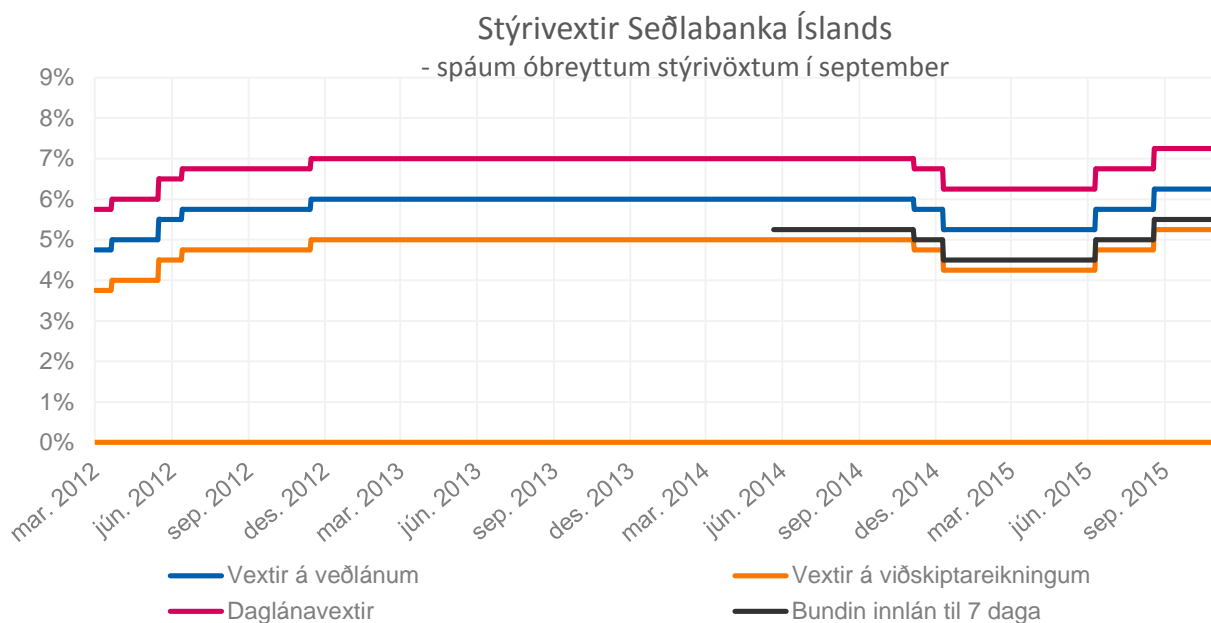


25. september 2015

Spáum óbreyttum stýrivöxtum

Næstkomandi miðvikudag þann 30. september verður birt vaxtaákvörðun peningastefnunefndar. Við teljum að nefndin kjósi að halda stýrivöxtum óbreyttum einkum vegna þess að verðbólguþölur í september voru mun lægri en reiknað var með og verðbólga að aukast mun hægar en Seðlabankinn gerði ráð fyrir í Peningamálum í ágúst. Það breytir því ekki að við teljum að Seðlabankinn muni ítreka þá skoðun sína að óviðunandi verðbólguþrýstingur sé í kortunum, aðallega vegna launaþróunar, og það kalli á aukið taumhald. Í síðustu yfirlýsingu sagði nefndin hins vegar: „Aukist verðbólga í framhaldi af kjarasamningum eins og spáð er mun peningastefnunefnd þurfa að hækka vexti enn frekar eigi verðbólguþrýstingur að nást til lengri tíma litið. Hve mikið og hve hratt mun ráðast af framvindunni og hvernig greiðist úr þeirri óvissu sem er nú til staðar“. Þannig opnaði nefndin á að aðhaldsaðgerðir, hagræðing eða önnur kostnaðarþróun hjá atvinnulífnum kynni að hafa áhrif á næstu ákvarðanir nefndarinnar. Í þessu samhengi ættu fyrstu verðbólguþölur að afloknum kjarasamningum að fá nefndina til að halda í sér a.m.k. í bili.



Heimildir: Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Arion banka

Verðbólga á síðasta ársfjórðungi umtalsvert undir síðustu spá Seðlabankans

Spá Greiningardeildar gerir ráð fyrir að verðbólga verði í 2,5% í lok þessa árs. Þá áætluð við að verðbólga verði að meðaltali 2,4% á síðasta ársfjórðungi sem er töluvert lægra en Seðlabankinn gerði ráð fyrir en hann spáði 3,8% verðbólgu í síðustu *Peningamálum*.

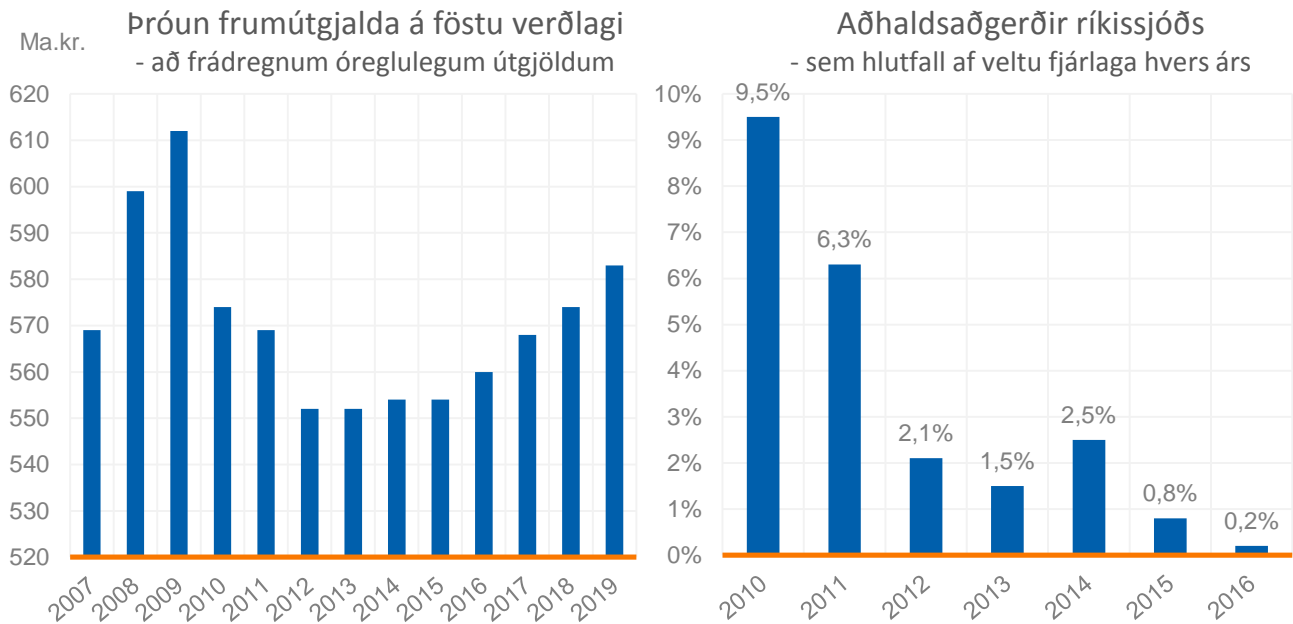
Fyrir utan fundinn í næstu viku eru tveir fundir eftir í ár svo að í ljósi orða nefndarinnar og minni verðbólgu en reiknað var með er líklegt að Seðlabankinn fresti stýrivaxtahækkun. En hvers vegna að auka taumhald yfirhöfuð? Nefndin mun án efa ítreka áhyggjur af launaþróun og réttléga ítreka hvernig slík launaþróun, án nægilegrar framleiðniaukningar, sé einfaldlega uppskrift að verbólgu. Þó eru vísbendingar um að launahækkningar séu að hafa minni áhrif á verðlag en óttast var, sem þýðir að fyrirtæki hafa hingað til brugðist við með hagræðingu. Aftur á móti er talsverður kraftur í hagkerfinu um þessar mundir og framleiðsluspenna að aukast. Samhliða þessu fer aðhald í ríkisfjármálum síðan minnkandi.

Síðasta yfirlýsing nefndarinnar lauk með þeim orðum að vaxtaferillinn myndi einnig „ráðast af því hvort öðrum stjórnstækjum verður beitt til þess að halda aftur af eftirspurnarþrýstingi á komandi misserum.“ Þessi skilaboð nefndarinnar eru mjög opin en frekari tíðindi voru boðuð á komandi mánuðum. Mjög áhugavert verður að sjá hvort Seðlabankinn muni nota tækifærið á miðvikudaginn til þess að útlista nánar hvaða stjórnstæki það eru og hvernig þeim verður beitt.

Aðhald í ríkisfjármálum að fer hverfandi

Fjárlagafrumvarp fyrir árið 2016 verið lagt fram og er okkar mat að í því felist umtalsvert minna aðhald en sést hefur undanfarin ár. Þá eru ummæli seðlabankastjóra frá síðasta vaxtaákvörðunarfundum okkur ofarlega í huga en þar var komið inn á samspil peningastefnunnar og ríkisfjármála og þá staðreynd að því meira sem aðhald í ríkisfjármálum er, því lausara getur taumhald peningastefnunnar verið. Í fjárlagafrumvarpinu er gert ráð fyrir að frumútgjöld á föstu verðlagi að frádregnum óreglulegum útgjaldaliðum, aukist á næsta ári eftir að hafa breyst lítið frá árinu 2012. Vissulega munu frumútgjöldin áfram lækka sem hlutfall af landsframleiðslu en þá má benda á að frumútgjöldin á næsta ári munu nema 27,2% sem er hærra en árið 2007 en þá var hlutfallið 26,1%.

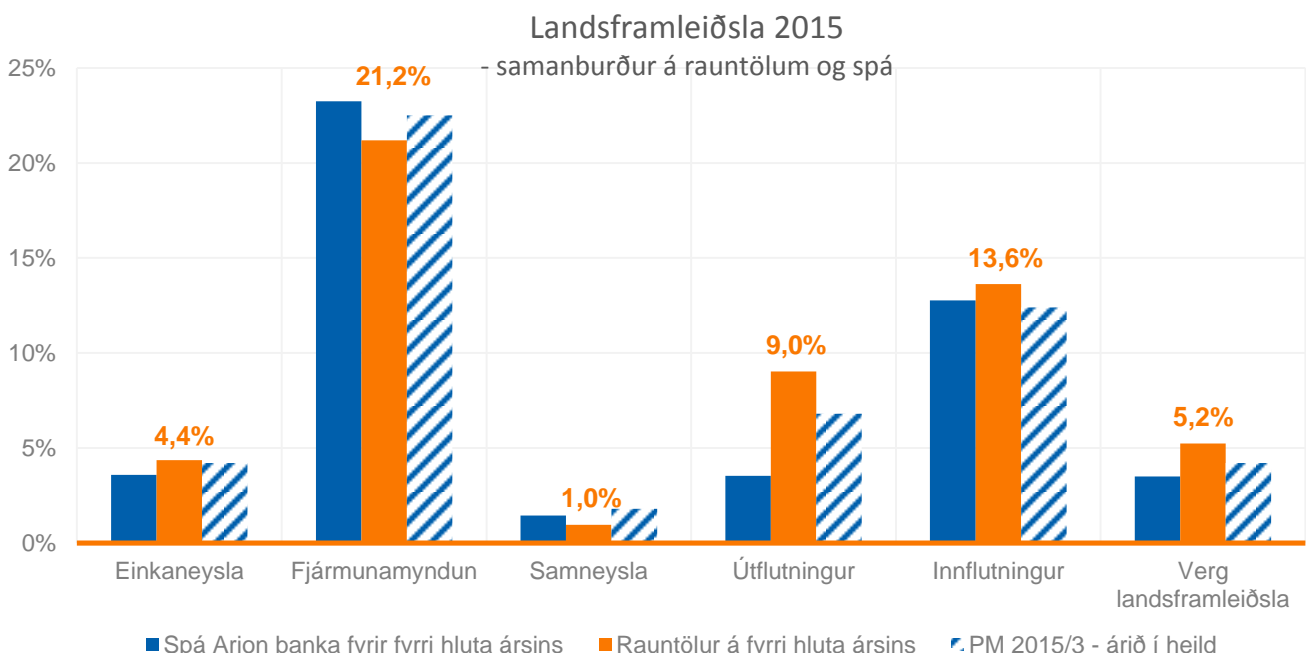
Einnig eru aðhaldsaðgerðir í fjárlagafrumvarpinu þær minnstu í áráraðir og nema einungis 0,2% af heildarveltu fjárlaga. Eins og sjá má á vinstri myndinni að neðan hafa aðhaldsaðgerðirnar verið töluvert meiri undanfarin ár og væri heppilegra að aðhaldsaðgerðir væru á bilinu 1% til 2% af heildarveltu fjárlaga. Þá verður einnig að hafa í huga að tekjuáætlun fjárlagafrumvarpsins verður uppfærð fyrir aðra umræðu fjárlagafrumvarpsins og getur hækkun tekjuáætlunarinnar skapað svigrúm til útgjaldaaukningar áður en endanleg fjárlög liggja fyrir. Við teljum þó að Peningastefnunefnd muni bíða með að sjá hver endanlega niðurstaða af fjárlögum verði áður en hún kys að bregðast hugsanlega við þeim.



Heimildir: fjármála- og efnahagsráðuneytið, Greiningardeild Arion banka

Kröftugur hagvöxtur á fyrri hluta ársins

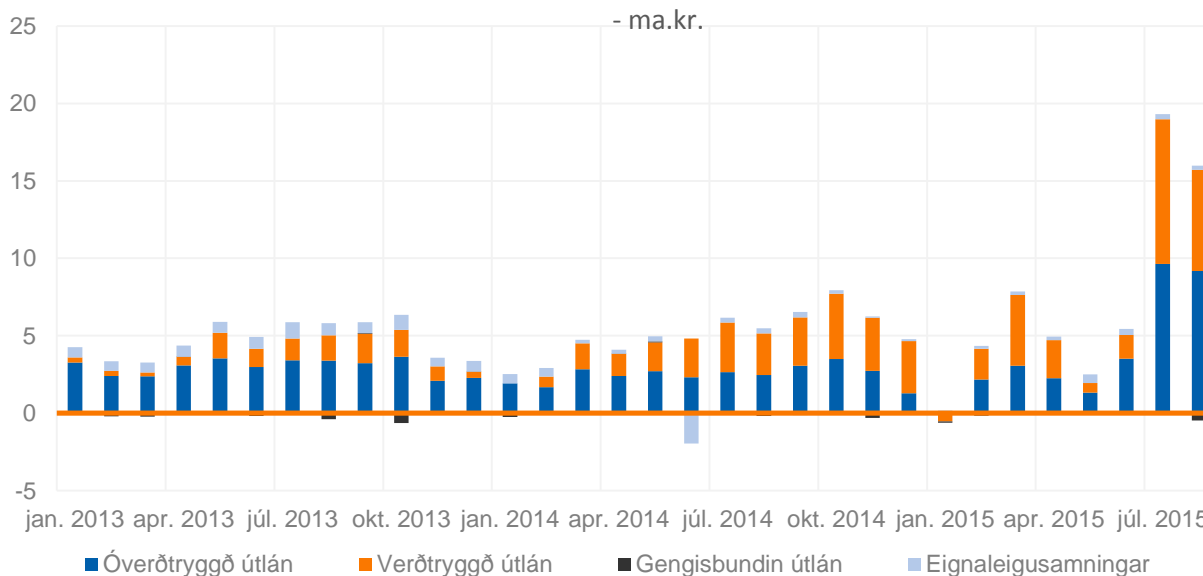
Hagvöxtur á fyrri helmingi ársins var mjög kraftmikill og talsvert meiri en spár gerðu ráð fyrir. Helsta skýringin er sú að útflutningur reyndist talsvert meiri en spáð var, sem skýrist m.a. af hagstæðum viðskiptakjörum og auknum þjónustuútflutningi vegna ferðamannastraums umfram væntingar. Slíkur hagvöxtur, ef eitthvað er, styður við peningastefnuna þar sem hann þýðir að óbreyttu sterkara gengi. Innlend eftirspurn (þjóðarútgjöld) var nokkuð í takt við væntingar, sem gefur ekki tilefni til sterkari viðbragða peningastefnunefndar en ella.



Hröð aukning útlána undanfarna mánuði

Í síðustu fundargerð veitti peningastefnunefndin því athygli að svo virtist sem kraftur sé að færast í útlán og vöxt peningamagns. Þegar litið er á þróun nýrra útlána til heimila að frádregnum uppgreiðslum, samkvæmt nýjustu tölum Seðlabankans, virðist sem mikil breyting hafi orðið á síðustu tveimur mánuðum. Síðastliðin ár hafa ný útlán numið um 4 til 8 ma.kr. á mánuði en í júlí og ágúst virðist sem útlánahraðinn hafi hátt í þrefaldast en í júlí námu útlánin 15,5 ma.kr. og 19,2 ma.kr. í ágúst. Þessar tölur eru þó að hluta til litaðar af verkfalli sem þá var nýafstaðið eða endurfjármögnun lána svo dæmi sé tekið. Peningastefnunefnd veitir þessu sjálfsgagt athygli en við teljum ólíklegt að hún láti þessa þróun hafa mikil áhrif á ákvörðun sína fyrr en skýrar kemur í ljós að hér sé um kraftmikla undirliggjandi þróun að ræða. En ekki er ólíklegt að aukin lántaka heimila fari að eiga sér stað í kjölfar launahækkana, aukinnar greiðslugetu og skuldalækkunar síðustu ára.

Ný útlán bankakerfisins til heimila að frádregnum uppgreiðslum



Heimild: Seðlabanki Íslands

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](#)