

Zen í íslenska hagkerfinu – en hvað svo?

Ákvörðun Peningastefnunefndar Seðlabankans (SÍ) um að halda stýrivöxtum óbreyttum kemur fáum á óvart. Vísar SÍ í rökstuðningi sínum til mun öflugri hagvaxtar en áður var spáð og þess að styttra er í framleiðsluspennu en áður var talið. Þá bendir bankinn á minnkandi þjóðhagslegan sparnað og viðskiptaafgang sem snýst í halla innan spátímabils bankans. Í yfirlýsingu nefndarinnar segir beinum orðum: „...líklegt er að aukinn vöxtur innlestrar eftirspurnar á komandi misserum muni að öðru óbreyttu krefjast þess að raunvextir Seðlabankans hækki frekar.„ Eins og vanalega bendir svo bankinn á verðbólguvæntingar og óróa á vinnumarkaði. Skilaboð peningastefnunefndar voru því nokkuð skýr og að flestu leyti fyrirsjáanleg. Sama er ekki hægt að segja um tilkynningu bankans um breytingu á stjórnþækjum peningastefnunnar sem einnig var birt í gær. Greiningardeild hefur verið fylgjandi því að Seðlabankinn beiti fleiri vopnum en stýrivöxtum til að ná markmiðum sínum. Þannig hafa inngríp bankans á gjaldeyrismarkað t.d. verið vel heppnuð. Vandinn er hins vegar sá að ýmsum spurningum er ósvarað varðandi breytingarnar framundan og áhrif þeirra á virka stýrivexti. Þannig hefði frekari rökstuðningur og fyrirsjáanleiki um framkvæmd breytinganna gjarnan mátt fylgja boðuðum breytingum.

Breytingar á stjórnþækjum peningastefnunnar

Nú liggur fyrir að útgáfu innstæðubréfa verður hætt en þess í stað boðið upp á tvenns konar bundin innlán hjá Seðlabankanum. Annars vegar 7 daga bundin innlán með 5,25% fasta vexti og hins vegar bundin innlán til mánaðar í senn þar sem vextir ráðast í úboðum í upphafi hvers mánaðar. Seðlabankinn mun setja fjárhæðarmörk á veðlán og bundin innlán sem bjóðast hverju sinni og ráðast vextir á innlánnum til mánaðar í útboðum. Ef fjárhæðarmörkin eru mikið lægri en sem nemur eftirspurninni munu vextir á innlánnum til mánaðar fara lækkanði og er því öfugt farið ef mörkin eru mikið umfram eftirspurn. Breyting á vöxtum bundinna innlána hefur því áhrif á virka stýrivexti framundan en þeir hafa hingað til ráðist af vöxtum viðskiptareikninga fjármálastofnana og innstæðubréfa. Í stað innstæðubréfanna koma vextir á bundnum innlánnum líkt og sjá má í töflunni hér að neðan.

Vextir Seðlabankans	Fyrir breytingar	Eftir breytingar
Daglán	7%	7%
7 daga veðlán	6%	6%
Mánaðar bundin innlán		Ræðst í úboðum
Innstæðubréf	5,75%	
7 daga bundin innlán		5,25%
Viðskiptareikningar	5%	5%

Meðaltal myndar virka stýrivexti og hafa útboðin framundan því áhrif á aðhald peningastefnunnar.

Heimild: Seðlabanki Íslands

Lögð áhersla á að breytingarnar raski ekki aðhaldi peningastefnunnar

Sú spurning sem vaknar í kjölfar breytinganna er hvort Seðlabankinn muni beita fjárhæðarmörkunum á þann hátt að það hafi áhrif á virka stýrivexti. Líklegasta sviðsmyndin er að fjárhæðarmörk verði lækkuð til samræmis við eignasölu Eignarhaldsfélags Seðlabanka Íslands (ESÍ) til að draga úr sveiflum í peningamagni í umferð. Snörp lækkan á fjárhæðarmörkum gæti haft þær afleiðingar að vextir á bundnum innlánnum til mánaðar myndu lækka þar sem framboð af innlánnum yrði minna en eftirspurn. Við teljum þó að peningastefnunefndin muni taka lítil skref í einu og að megináherslan verði sú að breytingarnar raski ekki aðhaldi peningastefnunnar. Ljóst er að Seðlabankinn vill forðast að breytingin ein og sér hafi bein áhrif á virka stýrivexti, og allra síst til lækkunar þegar bankinn telur flestar vísbendingar á þann veg að efnahagsþróunin framundan kalli á vaxtahækkun. Við teljum því að breytingarnar snúi frekar að því að auka virkni lausafjárstyringar bankans og gera honum kleift að draga úr þeim áhrifum sem eignasala ESÍ kann að hafa á aðhaldsstig peningastefnunnar.

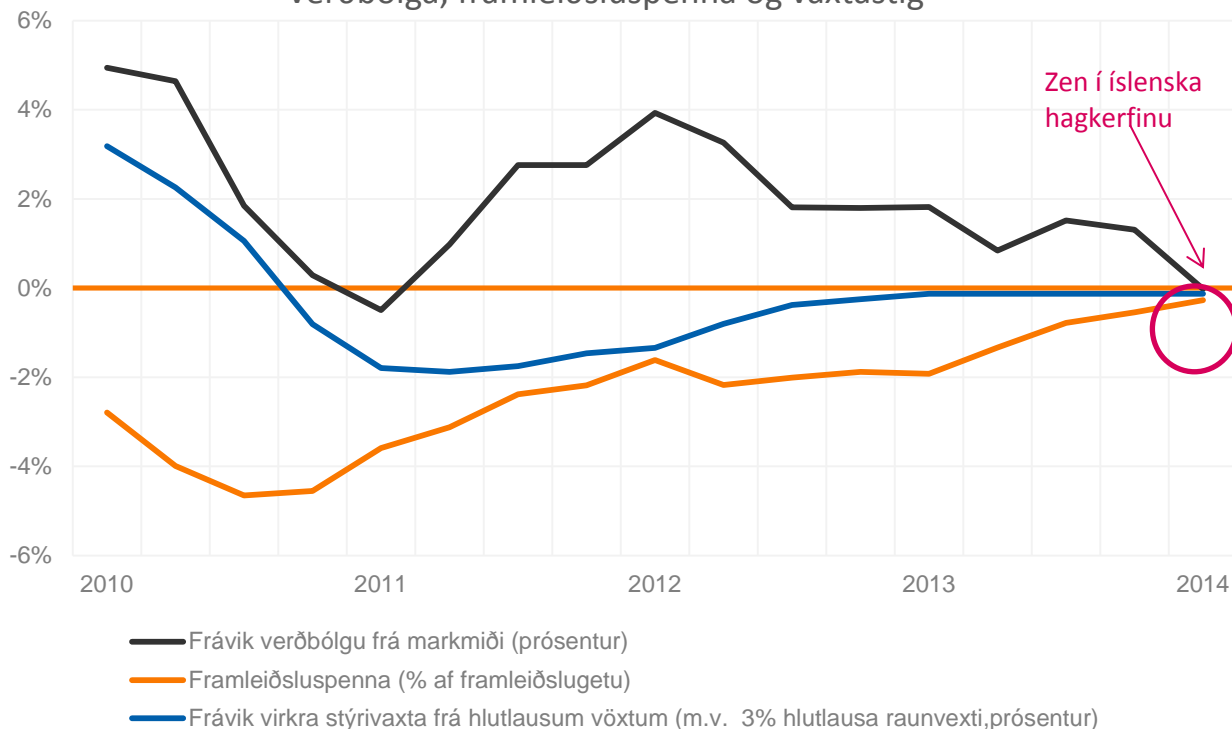
Einnig er áhugaverð sú breyting að ekki verður boðið upp á innlán og útlán á sama tíma. Það þýðir að ef ein

fjármálastofnun er með lausafjárþörf og aðrar með lausafjárgnótt þá verður útilokað að Seðlabankinn þjónusti alla aðila á sama tíma. Sú fjármálastofnun sem er með lausafjárþörf neyðist því til að leita á millibankamarkað og tekur þá lán hjá hinum með lausafjárgnóttina. Með því móti er Seðlabankinn að vonast til þess að auka virkni á millibankamarkaðinum.

Hækkun nafnvaxta líklegri þegar líður á árið

Íslenska hagkerfið virðist vera í hálfgerðu zen ástandi um þessar mundir sé mið tekið af Peningamálum Seðlabankans. Verðbólga er við markmið, svo virðist sem að hvorki gæti slaka né spennu í hagkerfinu og virkir raunstýrivextir eru nálægt 3% - sem er einmitt hæfilegt vaxtastig til þess að veita hlutlaust aðhald á meðan aðrar hagstærðir eru í jafnvægi. Miðað við núverandi stöðu hagkerfisins er því fátt sem kallar sérstaklega á vaxtabreytingar, en þeim mun mikilvægara er mat peningastefnunefndar á þróun þessara breyta á næstu mánuðum þegar kemur að því að spá fyrir um framhaldið.

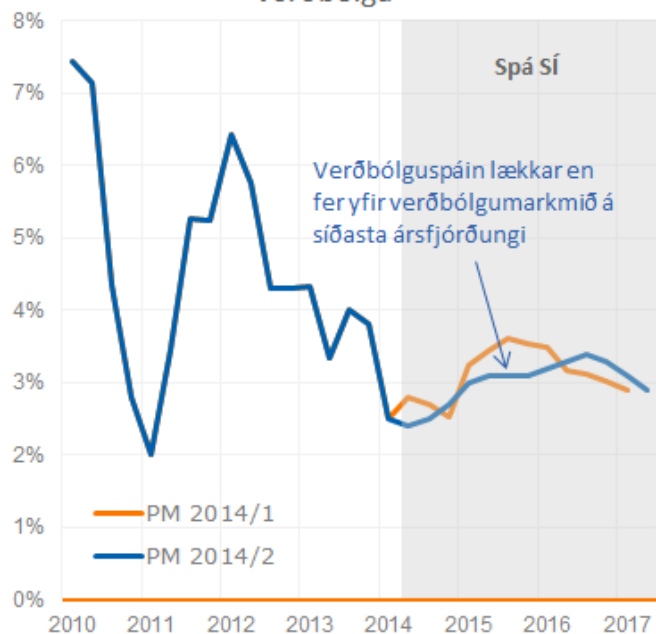
Verðbólga, framleiðsluspenna og vaxtastig



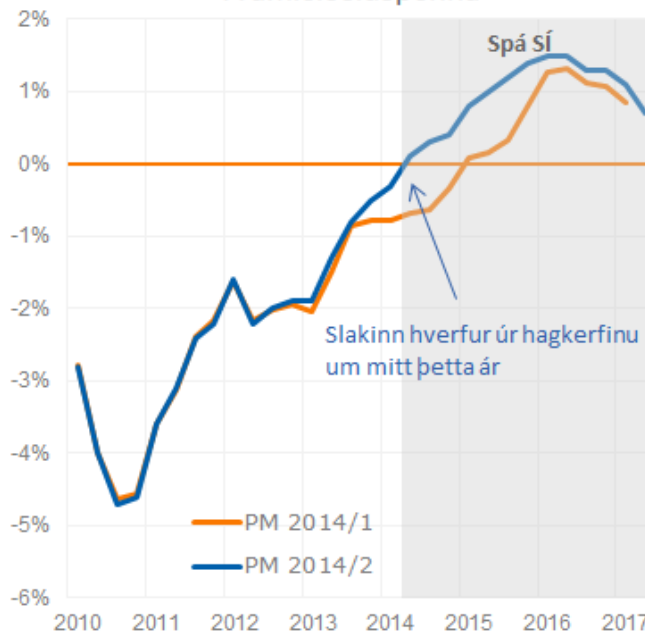
Heimild: Seðlabanki Íslands, PM 2014/2

Í þessu samhengi vekur athygli okkar að Seðlabankinn hefur gert töluverðar breytingar á mati sínu á framleiðsluspennu hagkerfisins, en í stað þess að spá því að umframframleiðslugeta verði til staðar fram á næsta ár gerir bankinn nú ráð fyrir að hagkerfið muni hafa fullnýtt framleiðslugetu sína um mitt þetta ár en spennan fari vaxandi í kjölfarið. Stafar það einkum af vexti innlendrar eftirspurnar, en bankinn gerir ráð fyrir að hvort tveggja einkaneysla og fjárfesting taki við sér svo um munar á árinu. Í því ljósi teljum við að vaxtalækkunar séu alfarið úr myndinni, jafnvel þótt verðbólga sé lág, enda virðist aðhaldsstigið síst of strangt ef enginn slaki er eftir í kerfinu.

Verðbólga

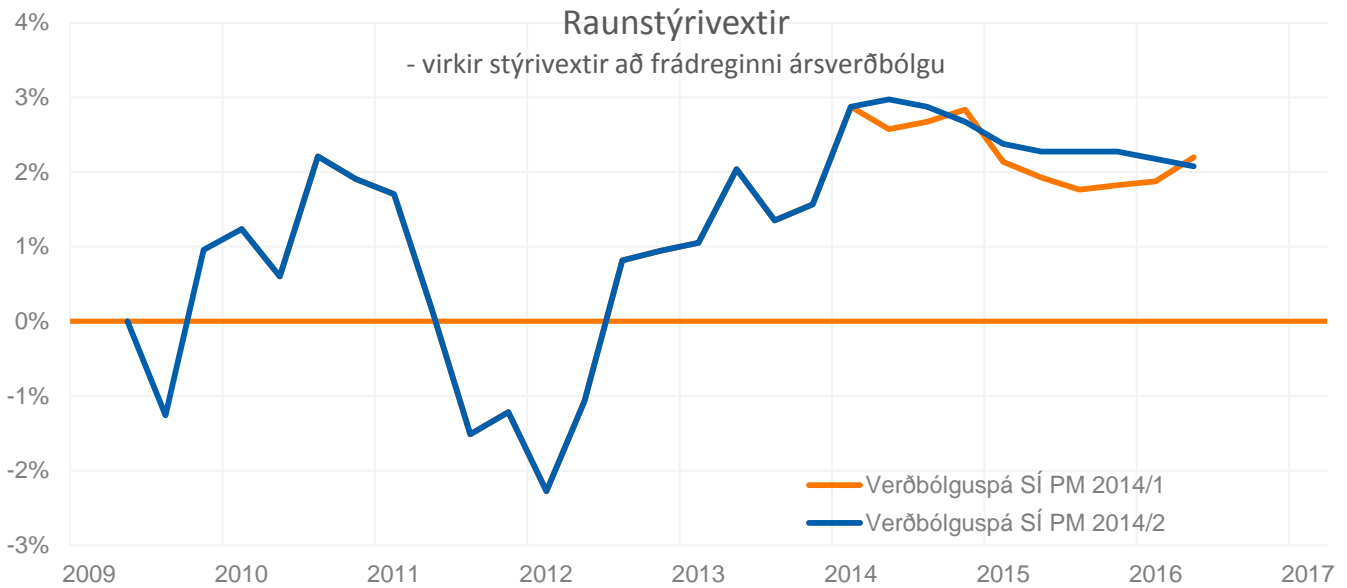


Framleiðsluspenna



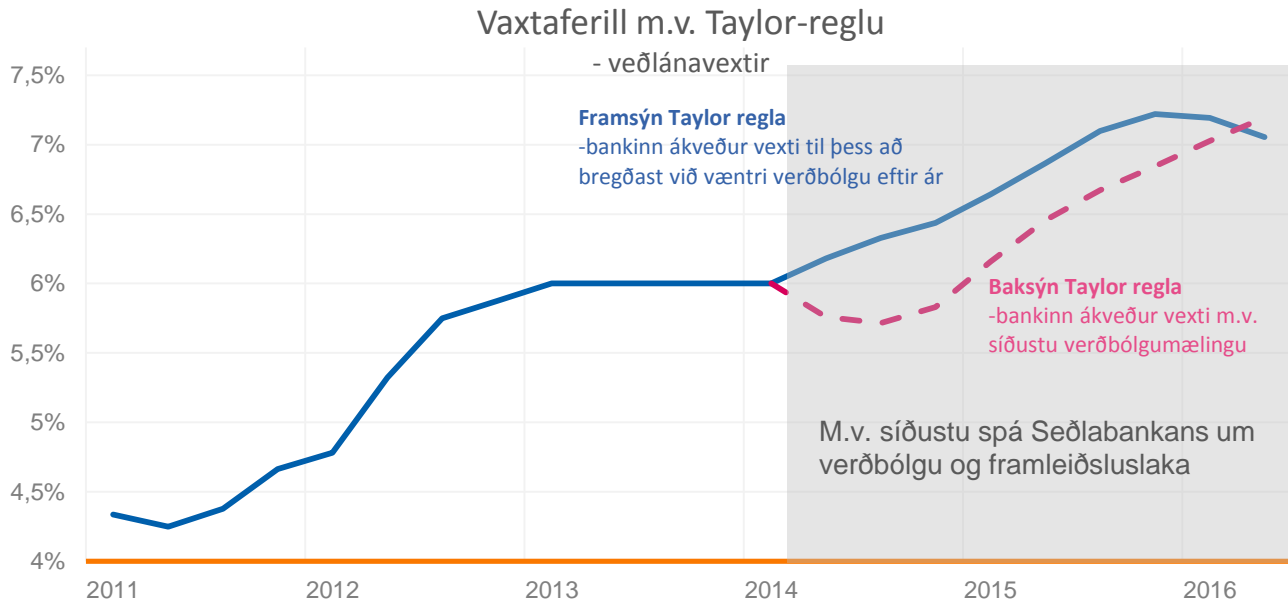
Heimild: Seðlabanki Íslands, PM 2014/2

Myndin hér að neðan sýnir þróun raunstýrivaxta framundan miðað við að virkir stýrivextir haldist óbreyttir og að meðaltal af vöxtum bundinna innlána verði svipað og vextir innstæðubréfa. Með því móti eru raunstýrivextir nú rétt undir 3% og haldast á því stigi fram eftir þessu ári en færu síðan lækkandi á síðasta ársfjórðungi og næsta ári þegar verðbólga eykst. Af yfirlýsingu peningastefnunefndar má ráða að hún telji frekar þörf á hækkandi raunvöxtum en lækkandi á komandi misserum. Þá gæti komið til nafnvaxtahækkunar ef verðbólguþá bankans gengur eftir eða jafnvel frekari breytinga á stjórnstækjum peningastefnunnar, en það er nú til skoðunar innan bankans.



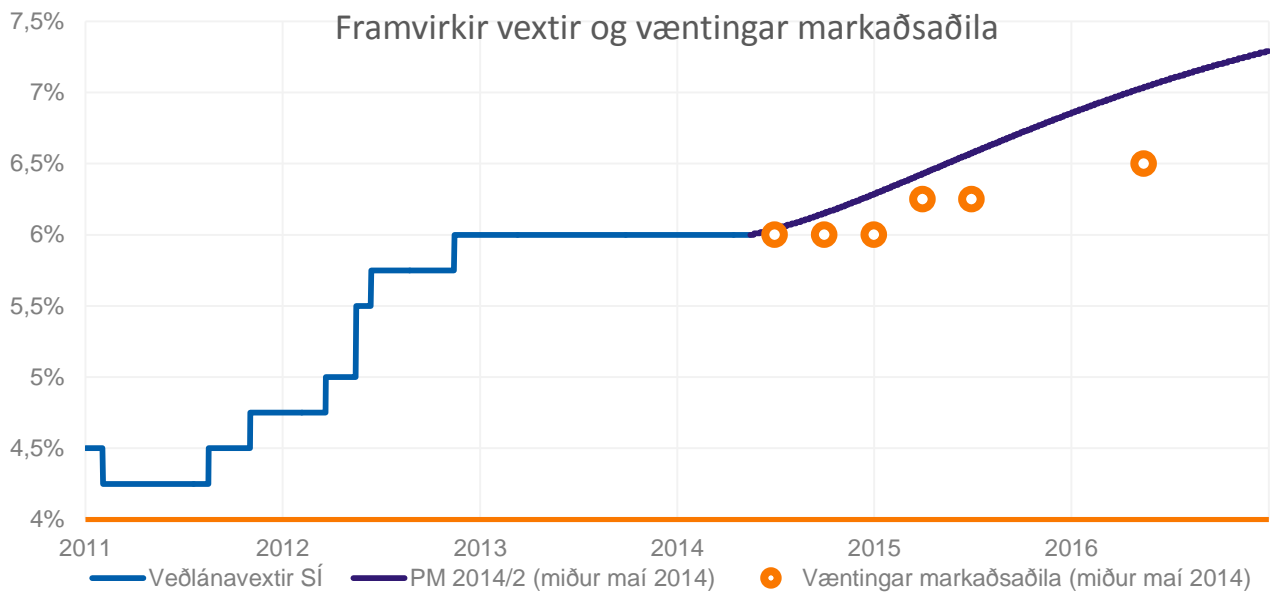
Heimildir: Seðlabanki Íslands, mat Greiningardeildar

Ef lítið er á vaxtaferilinn m.v. framsýna og baksýna Taylor-reglu bendir framsýni ferillinn jafnframt til þess að hækka þurfi vexti á næstunni til að bregðast við verðbólguhröðun við byrjun næsta árs, en jafnvel baksýn regla bendir ekki til þess að lág verðbólga nú um stundir veiti mikið svigrúm til vaxtalækkana – enda dregur aukin framleiðsluspenna úr þörfinni á lausu taumhaldi til stuðnings hagkerfinu.



Heimildir: Seðlabanki Íslands, mat Greiningardeildar

Engu að síður töldu markaðsaðilar að stýrivöxtum yrði haldið óbreyttum út árið í væntingakönnun sem framkvæmd var um miðjan mánuðinn, en að þeir yrðu hækkaðir um 25 punkta á næsta ári og 25 punkta til viðbótar fyrir 2016. Það rímar ágætlega við okkar tilfinningu, en við teljum að hvað sem Taylor-reglum líður muni peningastefnunefndin þurfa töluvert mikinn kjark til þess að hækka vexti ef verðbólga helst áfram lág – hvað þá ef verðbólguvæntingar lækka frekar – og því muni bankinn jafnvel kjósa að bíða með vaxtahækkun þar til verðbólguþrýstingur verður sjáanlegur. Hinsvegar er ljóst að óvissan í því stöðumati er öll upp á við; með öðrum orðum er hækkun vaxta miklu líklegra skref á næstu mánuðum en lækkun ef peningastefnunefnd hyggur á nafnvaxtabreytingar á annað borð. Þá verður jafnframt fróðlegt að fylgjast með hugsanlegum breytingum á yfirstjórn Seðlabankans þegar hausta tekur, en mannaval þar getur hæglega haft áhrif á vaxtastefnuna. Vandí er hinsvegar um slíkt að spá, sérstaklega á meðan stjórnvöld hafa ekki skýrt hvort eða með hvaða hætti slíkar breytingar munu eiga sér stað.



Áhersla var lögð á það á vaxtaákvörðunarfundinum að mikil óvissa væri um þróunina framundan. Hvort líkur á stýrivaxtahækkun fara vaxandi veltur á hver þróun á gengi krónunnar verður á árinu, hvort þróun á vinnumarkaði dregur úr líkum á hóflegum kjarasamningum á næsta ári og hvert aðhald í ríkisfjármálum verður.

Greiningardeild Arion banka

Anna Hrefna Ingimundardóttir
anna.ingimundardottir@arionbanki.is

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is

Erna Björg Sverrisdóttir
erna.sverrisdottir@arionbanki.is

Hrafn Steinarsson
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

Hafsteinn Hauksson
hafsteinn.hauksson@arionbanki.is

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

Forstöðumaður

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

[Hér má finna fyrirvara](#)