Vaxtaákvörðun 2. október: Spáum óbreyttum vöxtum… aftur

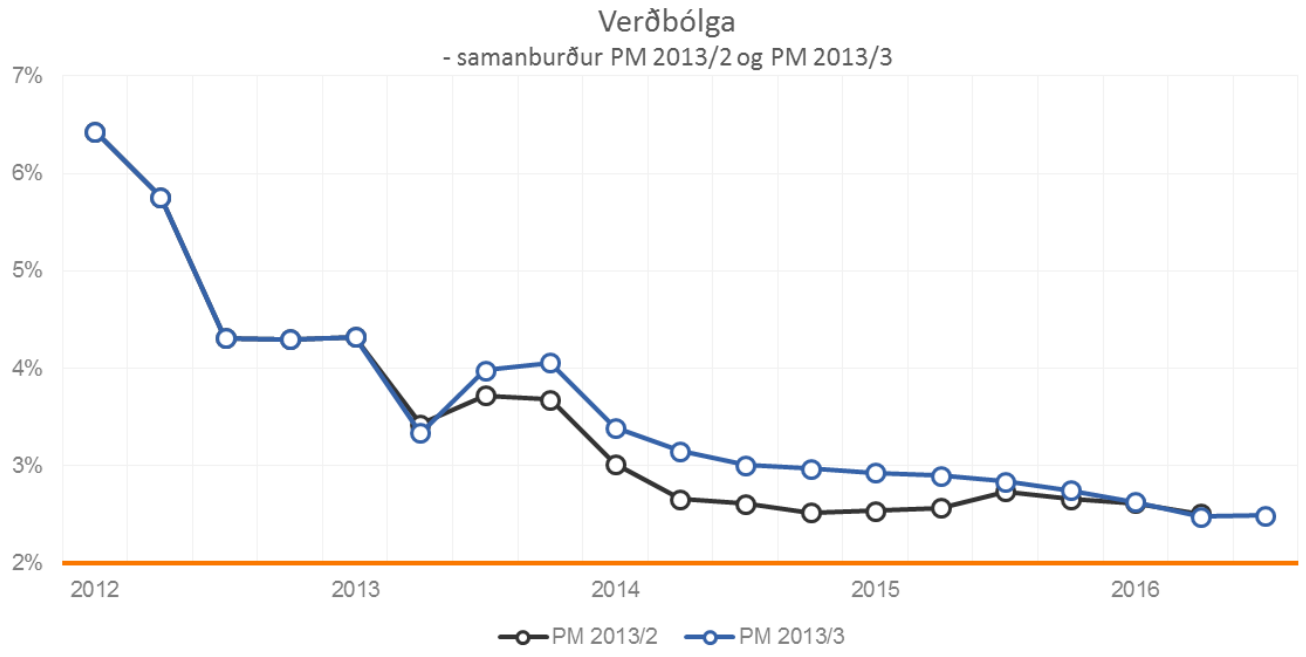
Peningastefnunefnd Seðlabankans hefur nú haldið vöxtum bankans óbreyttum sex fundi í röð. Við teljum ekki að hagþróun frá síðasta fundi nefndarinnar í ágúst gefi henni tilefni til þess að bregðast við með breytingu stýrivaxta bankans, jafnvel þótt þjóðhagsreikningar á öðrum fjórðungi hafi farið fram úr spám hans líkt og fjallað er um að neðan, og því haldi nefndin vöxtum óbreyttum sjöunda fundinn í röð.

Það er raunar okkar mat að nefndin mætti gefa skýrari leiðsögn um lögun vaxtaferilsins horft fram á veginn. Þrátt fyrir það hafa yfirlýsingar nefndarinnar verið gagnsæjar að því leytinu til að hún hefur tiltekið eins konar gikki (e. triggers) sem gætu kallað á endurskoðun vaxtastefnunnar, þótt enn skorti töluvert upp á að virkni gikkjanna sé skýrð nánar.

Í síðustu yfirlýsingu sinni og greinargerð til ríkisstjórnarinnar vegna verðbólgu umfram fráviksmörk minntist nefndin t.d. sérstaklega á tvo þætti sem gætu öðrum fremur haft áhrif á verðbólguhorfur, og þar með aðhald vaxtastefnunnar; fjárlagafrumvarpið og þróun launa. Við teljum því að þangað til þessir þættir skýrast nánar muni nefndin ekki aðhafast þrátt fyrir að verðbólguvæntingar hafi versnað.

Kjarasamningagikkurinn

Okkur sýnist á öllu að nefndin og einstakir nefndarmeðlimir beini kastljósinu einkum að launaþróuninni. Eftir síðustu vaxtaákvörðun furðuðum við okkur á því hve mildur tónn var í yfirlýsingu nefndarinnar miðað við það hve mjög verðbólguhorfur versnuðu samkvæmt spá bankans, ekki síst þar sem launaþróunin var helsti verðbólguhvatinn.



Heimild: Seðlabanki Íslands

Í fundargerð nefndarinnar, þar sem fjallað er um vaxtaákvörðunina í lengra og ítarlegra máli, reyndist tónninn hins vegar öllu meira afgerandi en yfirlýsing nefndarinnar gaf til kynna. Þar sagði:

> „Nefndin ræddi ítarlega aðstæður á vinnumarkaði. Voru nefndarmenn sammála um að einn helsti óvissuþáttur verðbólguspárinnar væru kjarasamningar sem eru fram undan. Ljóst væri að launaforsendurnar í spánni væru umfram það sem samrýmdist verðbólgumarkmiðinu til lengdar. Verðbólga hjaðnar engu að síður í markmið í spánni þar sem aðrir þættir vega á móti verðbólguþrýstingi þeirra launahækkana sem gert er ráð fyrir í spánni. **Breytist þær horfur til**

> **hækkunar, t.d. sakir þess að kjarasamningar leiða til enn meiri launahækkana en reiknað er með í spánni, gæti nefndin þurft að bregðast við af enn meiri festu en spáin gerir ráð fyrir.** Verði launahækkanir hins vegar í samræmi við verðbólgumarkmið á árunum 2014 og 2015 myndi verðbólga að öðru óbreyttu hjaðna hraðar, verðbólgumarkmið nást fyrr og vextir verða lægri en ella.“

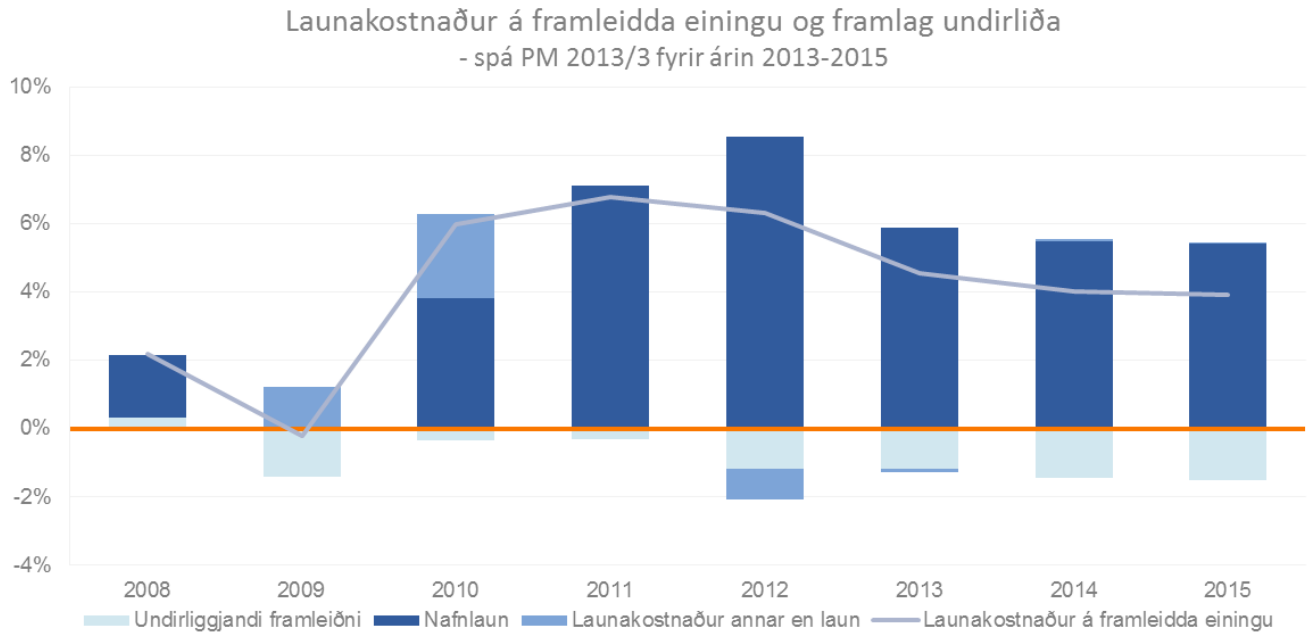
Við eigum mjög erfitt með að skilja setninguna hér að ofan öðruvísi en svo að núverandi spá bankans geri ráð fyrir einhverri festu í viðbrögðum peningastefnunnar – þ.e. að vaxtaforsendur spárinnar feli í sér herðingu vaxtaaðhaldsins ef launahækkanir verði jafnmiklar og spá bankans gerir ráð fyrir. Vaxtahækkanirnar verði svo enn brattari ef launahækkanir fara fram úr forsendum spárinnar.

Í nýlegri greinargerð bankans til ríkisstjórnarinnar vegna verðbólgu umfram fráviksmörk birtast einnig töluvert harðari skilaboð en í síðustu yfirlýsingu bankans:

> „Samkvæmt spá bankans frá því í ágúst mun verðbólga hjaðna frá og með ársbyrjun 2014 en hún mun hjaðna hægt og verðbólgumarkmiðið því ekki nást fyrr en snemma árs 2016. **Það er mjög hæg hjöðnun og telst varla ásættanleg og brýnt að unnið sé að því að hún verði hraðari.**“

> „Að miklu leyti stafar þessi hæga hjöðnun verðbólgu af því að í spánni er í ljósi sögulegrar reynslu gert ráð fyrir nokkuð ríflegum launahækkunum í komandi kjarasamningum. Launakostnaður á framleidda einingu mun því vaxa um 4½% á þessu ári og um 4% á ári næstu tvö ár. Það er töluvert umfram það sem að öðru óbreyttu getur samrýmst 2½% verðbólgu. Samkvæmt spánni vega ríflegar launahækkanir á móti tiltölulega stöðugu gengi krónunnar og áframhaldandi slaka í þjóðarbúskapnum. **Þessi þróun gæti kallað á frekari hækkun á vöxtum bankans á komandi misserum og þeir verða í öllu falli hærri en ef launahækkanir verða í samræmi við verðbólgumarkmiðið.** Það er því ljóst að verði launahækkanir enn meiri en gert er ráð fyrir í spánni er óhjákvæmilegt að peningastefnan þurfi að bregðast við með hækkun vaxta.“

Okkur virðist því sem peningastefnunefndin sé að undirbúa vaxtahækkun verði samningsbundnar kjarabætur ekki þeim mun hóflegri. En hversu mikið mega laun þá hækka áður en peningastefnunefndin herðir aðhald sitt? Líkt og fram kemur í greinargerð bankans gerir spá bankans ráð fyrir launahækkunum á framleidda einingu upp á 4-4,5% á ári (langt umfram það sem samræmist verðbólgumarkmiði Seðlabankans, eða 2,5%), en það svarar til nafnlaunahækkana upp á 5-6% á ári. Við teljum því að samningsbundnar launahækkanir þurfi að vera töluvert undir því marki til að hægt sé að útiloka að peningastefnunefndin bregðist við með vaxtahækkun.



Heimild: Seðlabanki Íslands

Ríkisfjármálagikkurinn

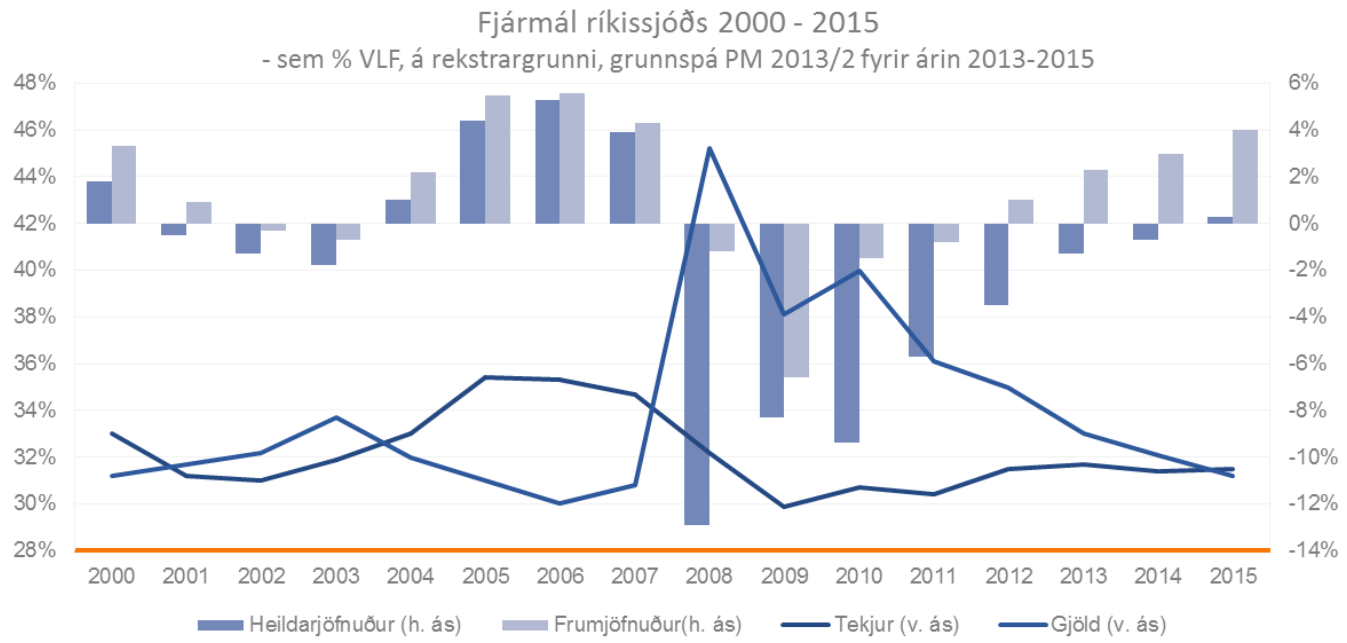
Minni áhersla virðist vera lögð á hugsanleg eftirspurnaráhrif ríkisfjármála, hvort sem er í fundargerð nefndarinnar eða greinargerð hennar til ríkisstjórnarinnar, og því teljum við að ríkisfjármálagikkurinn komi til með að skipta minna máli en kjarasamningagikkurinn við næstu vaxtaákvarðanir nefndarinnar nema verulegra frávika gæti.

Í fundargerðinni er ymprað á því að peningastefnan þurfi að taka mið af stefnunni í opinberum fjármálum og í greinargerðinni er fullyrt að ríkisfjármálastefnan hafi veruleg áhrif þegar horft er til lengri tíma; nefndin er þeirrar skoðunar að óvissa ríki um áform í opinberum fjármálum, en þau skýrist með framlagningu fjárlagafrumvarpsins í byrjun október. Mat á því hvort stefnan í ríkisfjármálum kalli á peningastefnuviðbrögð bíði þangað til.

Nefndin gefur hins vegar enga leiðsögn um það hversu mikil lausatök í ríkisfjármálunum eru ásættanleg áður en hún telur þörf á að grípa til mótvægisaðgerða. Aðeins er tiltekið að almennt telji nefndarmenn brýnt að jöfnuður náist á ríkissjóði sem fyrst.

Þrátt fyrir að langtímaáætlun ríkisfjármálastefnunnar geri ráð fyrir því að afgangur náist á heildarjöfnuði árið 2014 gerir síðasta opinbera spá bankans um afkomu ríkissjóðs síðan í Peningamálum 2013/2 ekki ráð fyrir jávæðum heildarjöfnuði fyrr en 2015. Í Peningamálum 2013/3 var síðan gert ráð fyrir auknu framlagi samneyslu til hagvaxtar (í þeirri spá er afkomuspá fyrir ríkissjóð ekki birt sérstaklega), svo sennilega hafa horfurnar ekki skánað síðan að mati bankans.

Spá bankans gefur því einhverja mynd af væntingum peningastefnunefndarinnar til aðhalds ríkisfjármálanna, en af næstu mynd hér að neðan má ráða að nefndin mun sennilega ekki taka andköf þótt jöfnuður náist ekki á næstu fjárlögum – það væri einfaldlega í samræmi við spáforsendur bankans. Verði fjárlagahallinn jafnmikill eða meiri en birtist á myndinni (0,7% VLF á árinu 2014) gætum við trúað því að peningastefnunefndin taki það alvarlega til skoðunar að bregðast við með strangara vaxtaaðhaldi.

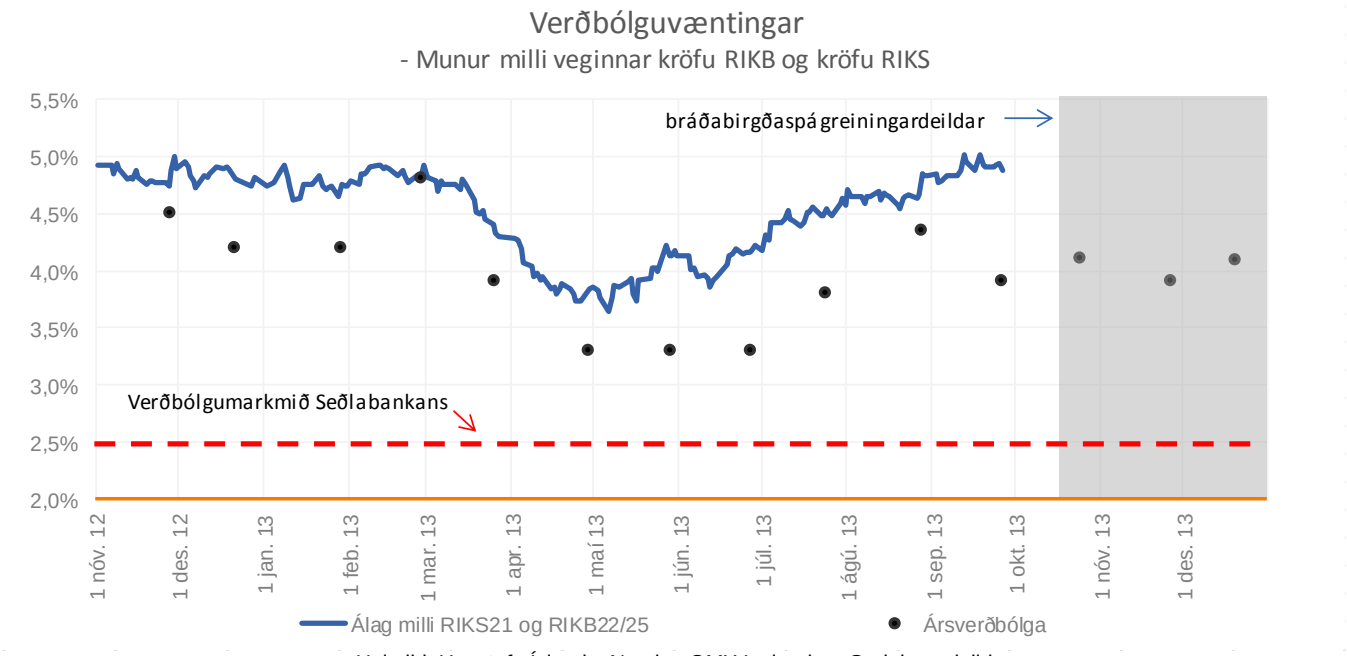


Heimild: Seðlabanki Íslands

Verðbólga í samræmi við spá Seðlabankans en væntingar enn of háar

Í gær birti Hagstofa Íslands gildi vísitölu neysluverðs fyrir septembermánuð og reyndist verðbólgan vera 0,3% í mánuðinum sem var vel undir spám greiningaraðila. Tólf mánaða söguleg verðbólga er komin undir 4% og er því aftur innan vikmarka verðbólgumarkmiðs Seðlabankans. Verðbólga á þriðja ársfjórðungi er í samræmi við nýjustu verðbólguspá Seðlabankans en hún var 4%. Þrátt fyrir að að verðbólga sé enn of há er hún því í samræmi við spá bankans sem undirliggjandi (og óbirtur) stýrivaxtaferill bankans tekur sennilega mið af. Hins vegar eru verðbólguvæntingar, mældar sem verðbólguálag á markaði, enn talsvert yfir 2,5% markmiði Seðlabankans, sem bendir til þess að inngrip Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði hafi ekki tekist að veita væntingunum kjölfestu, þrátt fyrir að krónan hafi sveiflast á nokkuð þröngu bili undanfarna mánuði.

Þótt peningastefnunefnd hafi sjálf tekið fram í yfirlýsingu sinni í ágúst að inngrip bankans á gjaldeyrismarkaði hafi ekki leitt til lækkunar verðbólguvæntinga teljum við líklegra að hún muni styðjast við inngripin fremur en að hækka vexti til að temja væntingarnar – í bili. Hins vegar mun hún seint ná því markmiði sínu ef hún leyfir gengi krónunnar að veikjast eins hratt og það hefur gert frá því í byrjun þessa mánaðar.



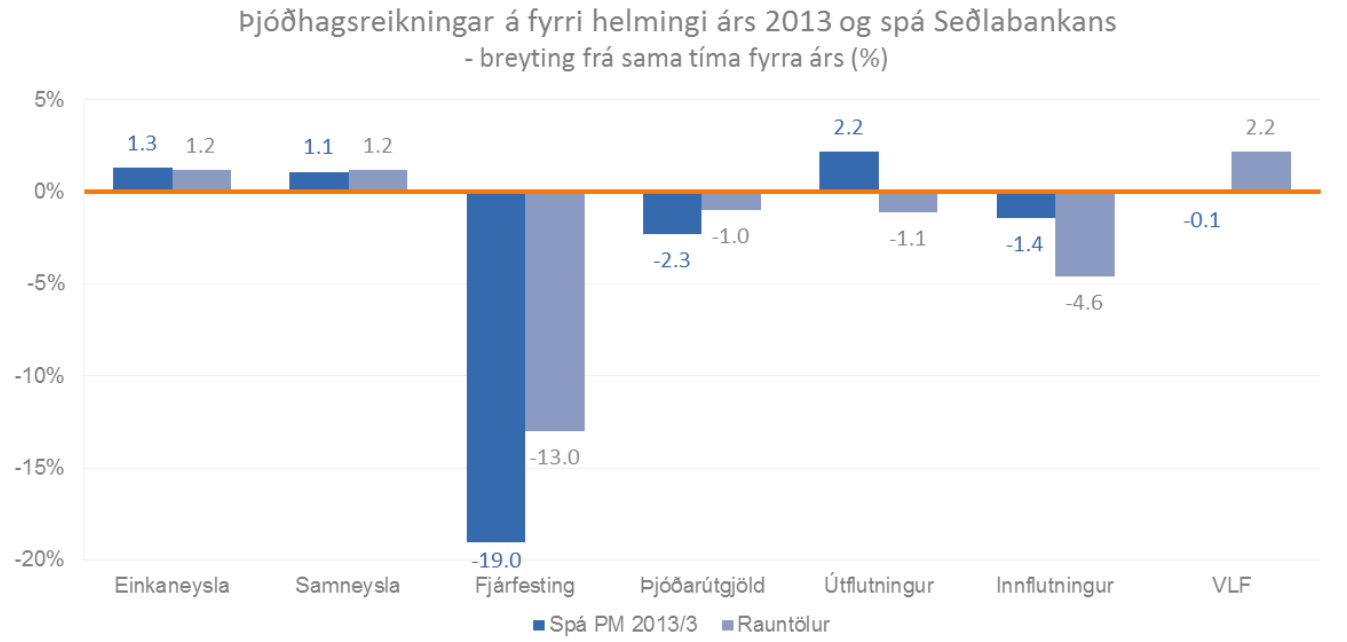
Heimild: Hagstofa Íslands, Nasdaq OMX Iceland og Greiningardeild

Áhyggjur af innlendum eftirspurnarþrótti ástæðulausar?

Eftir tiltölulega veikan hagvöxt á fyrsta fjórðungi ársins, sem var nokkuð undir spá Seðlabankans, töldum við að eftirspurnarþróttur hagkerfisins væri frekar til þess fallinn að draga úr þörfinni á vaxtahækkunum að mati peningastefnunefndar. Eftir að þjóðhagsreikningar á öðrum fjórðungi bættust við reyndist hagvöxturinn á fyrri helmingi ársins hinn sæmilegasti, og vel umfram spá bankans líkt og sjá má á næstu mynd fyrir neðan.

Það skýrðist einkum af því að fjárfesting dróst mun minna saman en bankinn taldi, auk þess sem innflutningur dróst meira saman en búist var við. Í ofanálag hefur nefndin margítrekað hversu kröftugur batinn á vinnumarkaði er; starfandi fólki heldur áfram að fjölga – og mun líklega fjölga áfram þar sem í fyrsta skipti frá árinu 2007 eru fleiri fyrirtæki í öllum atvinnugeirum sem vilja fjölga starfsfólki en fækka þeim, meðalvinnutími er tekinn að lengjast og heildarvinnustundum hefur fjölgað hraðar en bankinn spáði.

Saman teljum við því að þessir þættir verði síst til þess að halda aftur af nefndinni við að auka aðhald peningastefnunnar ef hún metur það svo að áðurnefndir gikkir kalli á hækkun vaxta.



Heimild: Seðlabanki Íslands og Hagstofa Íslands

Greiningardeild Arion banka

Brynjar Ólafsson
brynjar.olafsson@arionbanki.is
444-6262

Fannar Jónsson
fannar.jonsson@arionbanki.is
444-6962

Forstöðumaður

Ásdís Kristjánsdóttir

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

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

Ásdís Kristjansdóttir
asdis.kristjansdottir@arionbanki.is
444-6968

Erna Sverrisdóttir
ema.sverrisdottir@arionbanki.is
444-6991

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

Hér má finna fyrirvara