

31. október 2013

Vaxtaákvörðun 6. nóvember: Óhreyfðir gikkir og óbreyttir vextir

Markaðir eru hættir að fá fiðring í magann fyrir vaxtaákvörðunarfundum peningastefnunefndar Seðlabankans, enda hefur nefndin haldið vöxtum óbreyttum sjö fundi í röð. Ekkert útlit er fyrir að hún muni bregða út af vananum á fundi sínum í næstu viku, því fátt hefur gerst frá síðasta fundi sem kallar á viðbrögð peningastefnunnar.

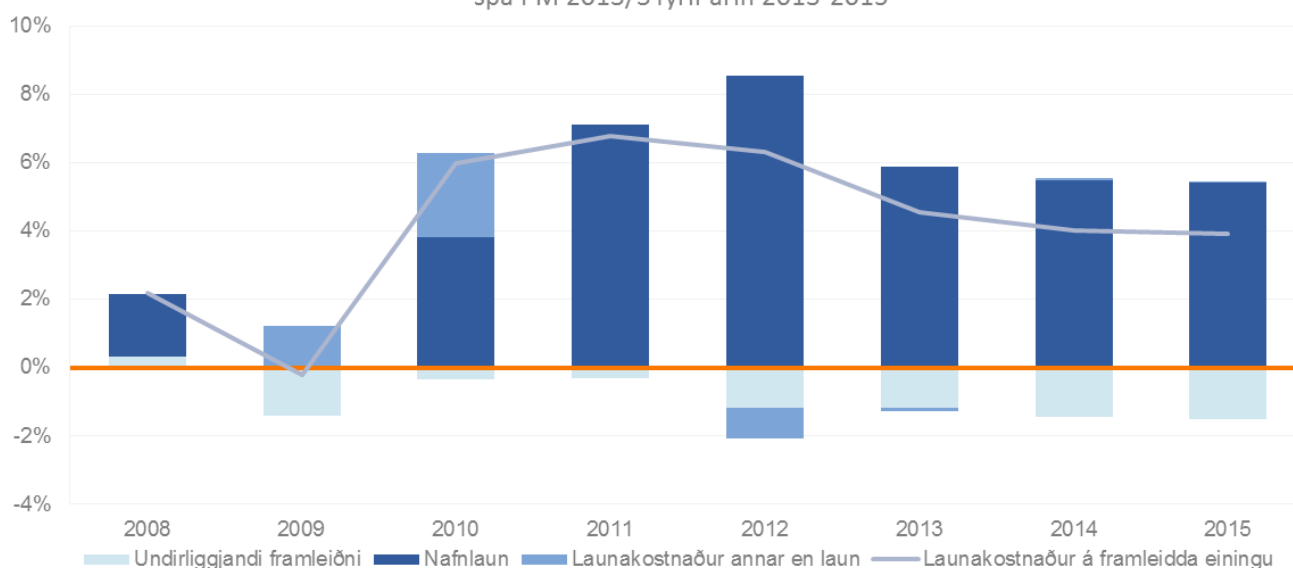
Nefndin hefur verið að prófa sig áfram með framvirka leiðsögn að hætti erlendra seðlabanka, þannig að hún tilgreinir eins konar gikki eða þröskulda sem kallað geta á breytingu í peningastefnunni. Þótt leiðsögnin sé ekki jafnþreifanleg og t.d. í Bandaríkjunum, þar sem vaxtaskuldbinding peningastefnuyfivalda hefur beinlínis verið háð yfirlýstu atvinnu- og verðbólguþingi, þá hefur tónn nefndarinnar orðið skýrari á undanförunum fundum. Við tókum því fagnandi að nefndin tali skýrt, enda er það sem Henry Kissinger kallaði „uppbyggilega margræðni“ (og Alan Greenspan notaði t.a.m. óspart) óðum að detta úr tísku sem viðeigandi tæki í samskiptum peningastefnuyfivalda við markaði¹.

Óhreyfðir gikkir

Enn eru megingikkirnir sem nefndin tilgreinir tveir, þ.e. ríkisfjármálastefnan og kjarasamningar.

Kjarasamningagikkurinn: Nefndin tók nánast af öll tvímæli í síðustu yfirlýsingu sinni um að hún myndi bregðast við með vaxtahækkun ef kjarasamningar leiða til launahækkana í takti við sögulega reynslu, þ.e. um 5-6% árlega. Hinsvegar er ekkert komið í ljós um hvernig aðilar vinnumarkaðarins koma til með að semja sín á milli, enda kjarasamningar ekki lausir fyrr en undir lok nóvember. Það væri ótímabært að bregðast við gikknunum áður en aðilar vinnumarkaðarins taka í hann.

Launakostnaður á framleidda einingu og framlag undirliða
- spá PM 2013/3 fyrir árin 2013-2015



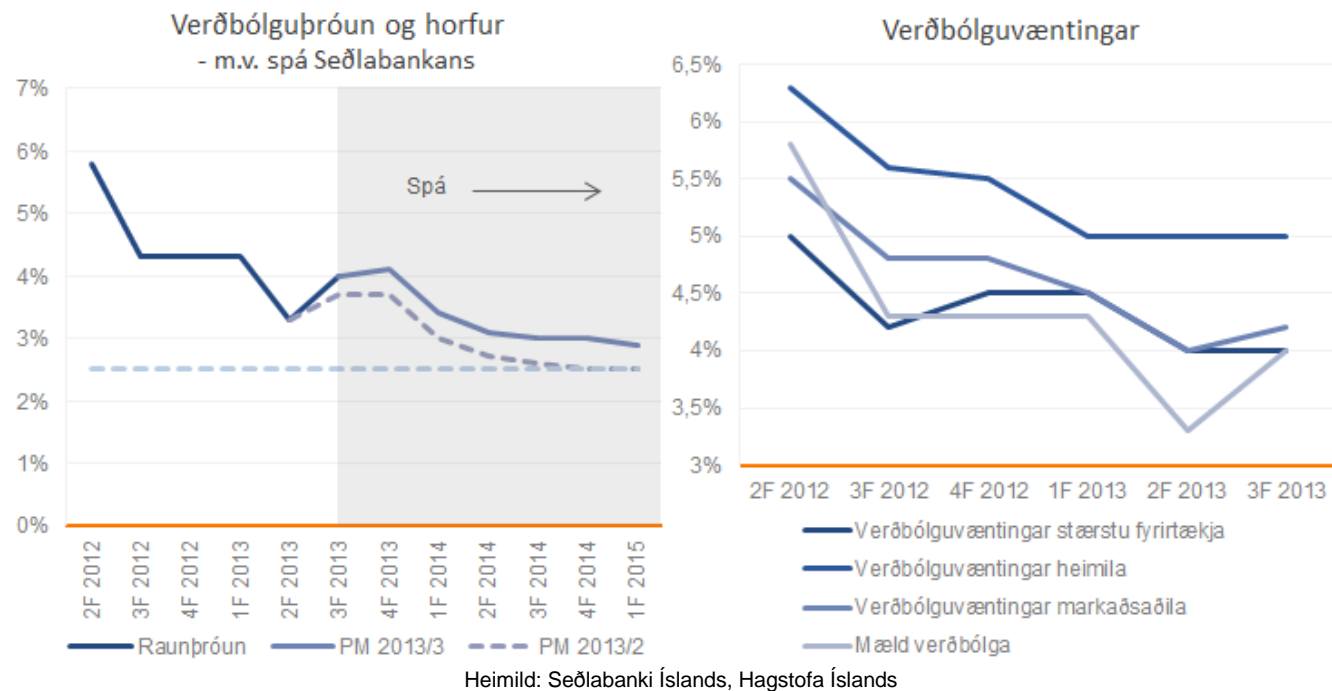
Heimild: Seðlabanki Íslands

Ríkisfjármálagikkurinn: Leiðsögn peningastefnunefndarinnar um hugsanlega viðspyrnu við ríkisfjármálastefnunni er mun óskýrari en um viðbrögð hennar við óhóflegum launahækkunum. Á yfirborðinu virðist hinsvegar lítil þörf á vaxtahækkunum ef fjárlögin komast í gegnum þingið réttu megin við núllið. Á móti kemur að fjármálaráðherra hyggst ná fram sparnaði með því að draga úr skuld ríkissjóðs við Seðlabankann. Nefndin segir í [síðustu fundargerð sinni](#) að þetta geti jafngilt peningalegri slökun og því væri hugsanlegt að

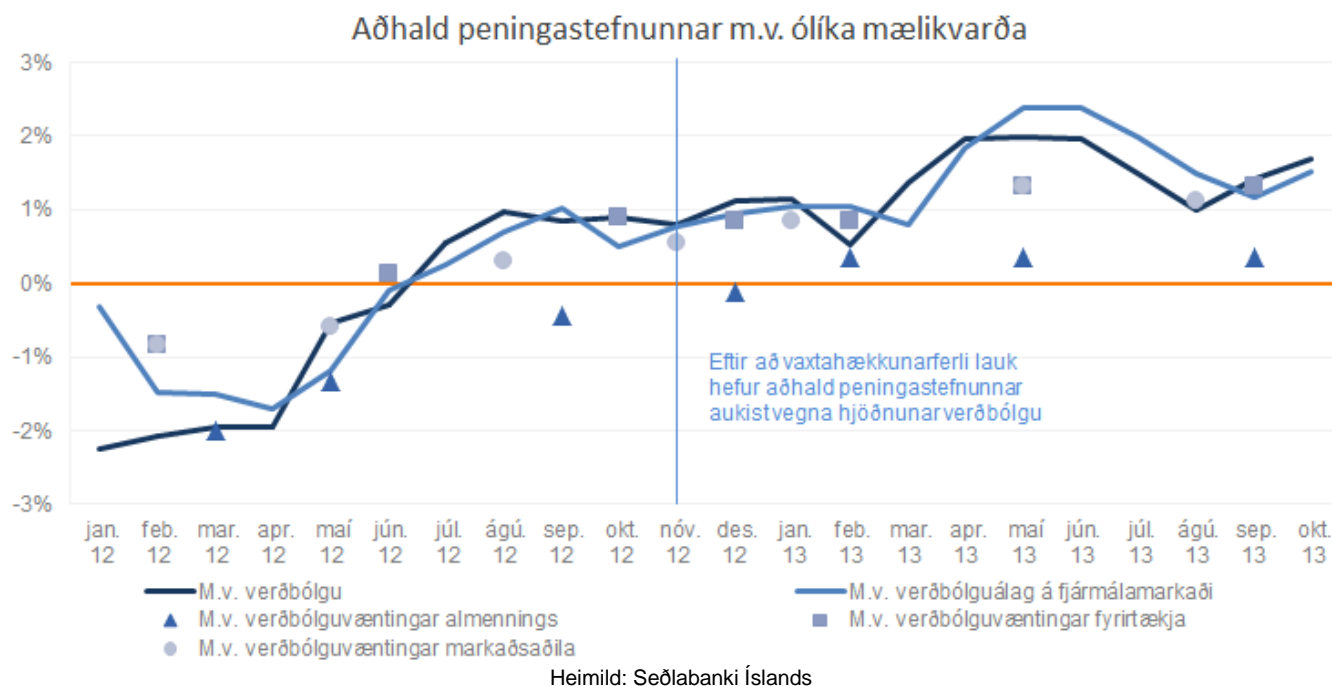
¹ Willem Buijer skrifaði nýlega áhugaverða greiningu á kostum og göllum framvirktrar leiðsagnar. [Hægt er að nálgast hana hér.](#)

Verðbólga og gengi – ólíkar vísbendingar

Eins og síðasta fundargerð ber með sér er Seðlabankanum fát óviðkomandi er varðar hagþróun. Það er vel og samræmist ágætlega því sveigjanlega verðbólguviðmiði sem bankinn hefur verið að tileinka sér ásamt því að fjölga vopnum í búi sínu, t.d. inngripum á gjaldeyrismarkaði. Frómt frá sagt þá hefur ákaflega fát gerst í efnahagslífinu frá síðasta fundi sem ætti að leiða til þess að Seðlabankinn skipti um kúrs, hvað þá að peningastefnunefnd hækki vexti. Þar vegur þyngst síðasta verðbólguþæling sem sýndi ársverðbólgu komna niður í 3,6%, frá 3,9% mánuðinn áður. Bráðabirgðaspá greiningardeildar gerir ráð fyrir lítlsháttar verðbólguhjöðnun í viðbót á komandi mánuðum, sem bendir til þess að verðbólga verði undir spá Seðlabankans, þótt langtímaspá greiningardeildar geri ráð fyrir einhverri verðbólguhröðun frá og með síðari hluta næsta árs. Þá hefur verðbólguálag á markaði lækkað lítið eitt, atvinnuleysi fer hægt minnkandi og atvinnuþáttaka eykst.



Þrátt fyrir að langt sé liðið síðan vaxtahækkunir litu síðust dagsins ljós hefur aðhald peningastefnunnar aukist hressilega á síðastliðnu ári vegna hjöðunar verðbólgu. Er sama á hvaða mælikvarða er litið, allir segja þeir sömu sögu. Eftir að hafa slaknað eilítið frá því í júní hefur aðhaldið tekið að herðast á ný í kjölfar verðbólguþalna í október, er voru talsvert undir spám greiningaraðila. Það ætti enn að draga úr þörfinni á vaxtahækkun.



Á hinn bóginn hefur gengi krónunnar haldið áfram að lækka frá síðustu vaxtaákvörðun - um u.þ.b. 0,5% eða svo gagnvart evru frá síðasta vaxtaákvörðunarfundi - sem mögulega felur í sér verðbólguþrýsting. Þótt veiking krónunnar hafi verið hæg er hún þó meiri en við bjuggumst við að Seðlabankinn myndi leyfa án þess að grípa inn í til stuðnings við krónuna. Það er reyndar í nokkru samræmi við yfirlýsingu nefndarinnar síðan í

maí, en þar var m.a. fullyrnt að inngripastefnan væri háð ytri skilyrðum og öðrum þáttum efnahagsstefnunnar. Væntanlega var þar átt við að Seðlabankinn myndi ekki verja gengið ef t.d. viðskiptakjör eða aðrir ótímabundnir grunnþættir kölluðu á veikingu þess. Vandinn er hinsvegar sá að kjölfestan sem inngripin veita gengisvæntingum, og þar með verðbólguvæntingum, er veikari fyrir vikið, jafnvel þótt þau dragi úr gengisflökti.

Við teljum þrátt fyrir það afar litlar líkur á að veiking krónunnar frá síðasta fundi nefndarinnar leiði til vaxtahækkunar að sinni – á síðasta fundi nefndarinnar voru nefndarmenn t.d. sammála um að verðbólguhorfur hefðu ekki breyst merkjanlega þrátt fyrir lítilsháttar veikingu. Mun líklegra er að Seðlabankinn beiti öðrum meðölum ef hann telur þessar þó fremur litlu sveiflur í gengi krónunnar ógna verðstöðugleika.

Gengi krónunnar frá áramótum



Greiningardeild Arion banka

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

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

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

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

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

[Hér má finna fyrirvara](#)