

20. mars 2014

Óbreyttir vextir en mýkri tónn

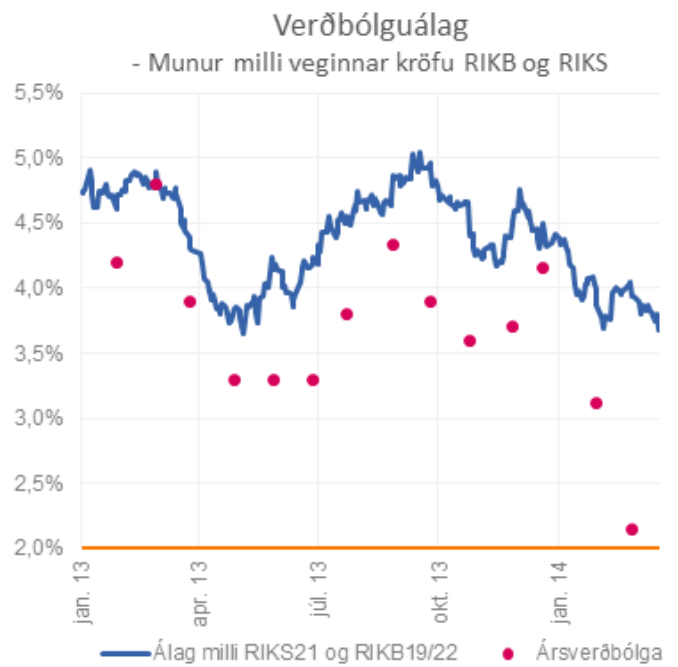
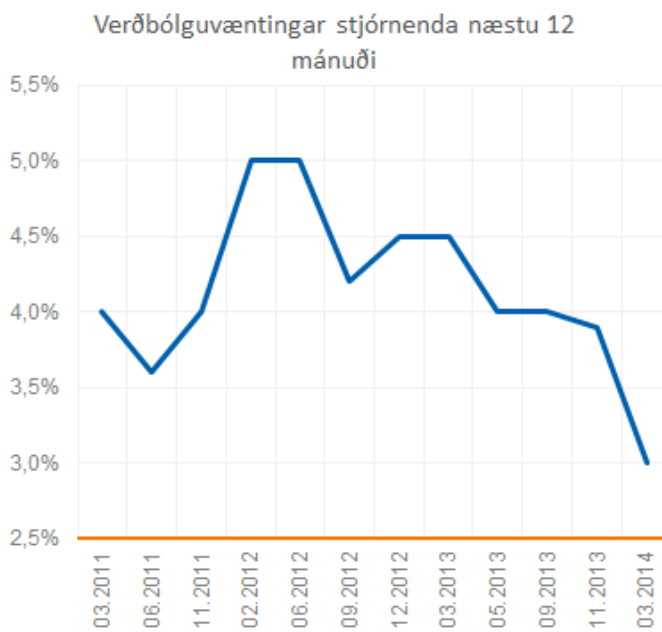
Peningastefnunefnd Seðlabankans ákvað að halda vöxtum bankans óbreyttum á vaxtaákvörðunarfundi sínum í vikunni, en það var í takti við spár greiningaraðila. Heilt yfir finnst okkur tónninn í yfirlýsingu peningastefnunefndar vera mýkri en í febrúar. Í yfirlýsingunni er tekið fram að verðbólga hafi gengið hraðar niður en spáð var og að verðbólguhorfur til skamms tíma hafi skánað, þrýstingur af launakostnaði sé minni en áður var talið (sennilega vegna endurskoðunar gagna eða framleiðnimats aftur í tímann), auk þess sem verðbólguvæntingar hafa gengið niður. Engu að síður telur nefndin að enn séu horfur á aukinni verðbólgu síðar á spátímabilinu, og því teljum við fjarri því öruggt að vaxtalækkun sé á næsta leyti, þótt möguleikinn sé nefndur á nafn í yfirlýsingu nefndarinnar. Í Markaðspunktum að þessu sinni er fjallað nánar um vaxtaákvörðunina, horfurnar um vaxtaákvörðanir framundan og annað sem vakti athygli Greiningardeildar á vaxtaákvörðunarfundi gærdagsins.

Hagvísar hafa þróast til hins betra frá síðasta vaxtaákvörðunarfundi

Við vaxtaákvörðun að þessu sinni kom fram að hagvísar hafa þróast umtalsvert til hins betra frá fyrri vaxtaákvörðunarfundi. Helstu tíðindin eru þau að verðbólgan hefur lækkað nokkuð hraðar en búist var við. Á sama tíma hefur krónan verið sterk sem hefur gefið Seðlabankanum tækifæri til að kaupa gjaldeyri á síðustu vikum og mánuðum. Að lokum kom seðlabankastjóri inn á að ríkisfjármálin væru í góðum farvegi og að bankakerfið stæði á traustum fótum. Að mati Seðlabankans hefur peningamálastefna síðustu ára spilað stórt hlutverk í að ná fram þessum árangri. Í fyrsta lagi hafi viðbrögð Seðlabankans við kjarasamningum 2011 og verðbólgunni sem kom í kjölfarið reynst rétt og hækkun stýrivaxta skilaði þeim árangri að verðbólgan fór lækkandi. Í öðru lagi taldi Seðlabankinn að peningamálastefnan í kjölfar síðustu kjarasamninga hafi virkað sem víti til varnaðar þar sem aðilar vinnumarkaðarins hafi gert sér grein fyrir að sama vaxtastefnu yrði beitt ef kjarasamningar hefðu farið á sama veg núna. Í þriðja lagi hefur framkvæmd stýrðrar flotgengisstefnu frá því í maí tekist vel og hagkerfið sýnir ekki merki þess að peningastefnan hafi verið of aðhaldssöm hingað til.

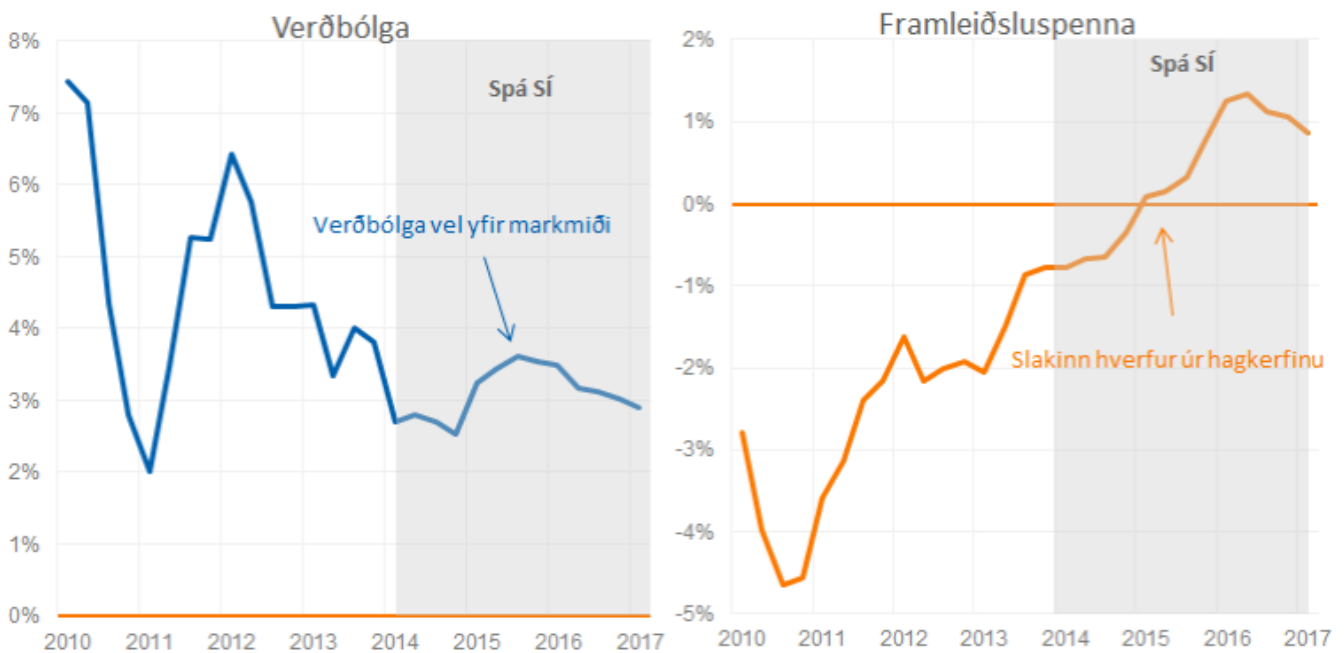
Hröð verðbólguhjöðnun, en misvísandi verðbólguvæntingar

Fram kom á fundinum að verðbólgan hefur hjaðnað hratt en Seðlabankinn taldi það skipta meira máli að launakostnaður á ársverk hefur hækkað minna en áætlað var, að niðurstaða núverandi kjarasamningar gilda um meirihluta vinnumarkaðarins og að verðbólga á heimsvísu hefur verið lág. Allt þetta ýtir undir að verðbólguhorfur hafa batnað fram á við. Verðbólguvæntingar stjórnenda hafa auk þess lækkað, en þær gengu niður um prósentustig milli mælinga í mars. Hinsvegar eru verðbólguvæntingar til lengri tíma enn háar, en verðbólguálag á markaði til sex ára er nálægt 3,7%. Okkur finnst sennilegt að peningastefnu nefnd vilji sjá álagið lækka meira áður en vaxtalækkun kemur til álita.



Heimildir: Samtök Atvinnulífsins, Hagstofa Íslands, Kodiak Excel

Merkilegust þykja okkur þó orð nefndarinnar um verðbólguhorfur fram á við. Í yfirlýsingunni er tekið fram að þrátt fyrir að verðbólga mælist hagfelldari um þessar mundir en bankinn hafði spáð, ásamt sterkari krónu og hófstílltari kjarasamningum, þá hafi verðbólguhorfurnar einungis skánað til skemmri tíma. Hinsvegar er hnykk á því að áfram séu horfur á að verðbólga aukist til lengri tíma eftir því sem slaki snýst í spennu.



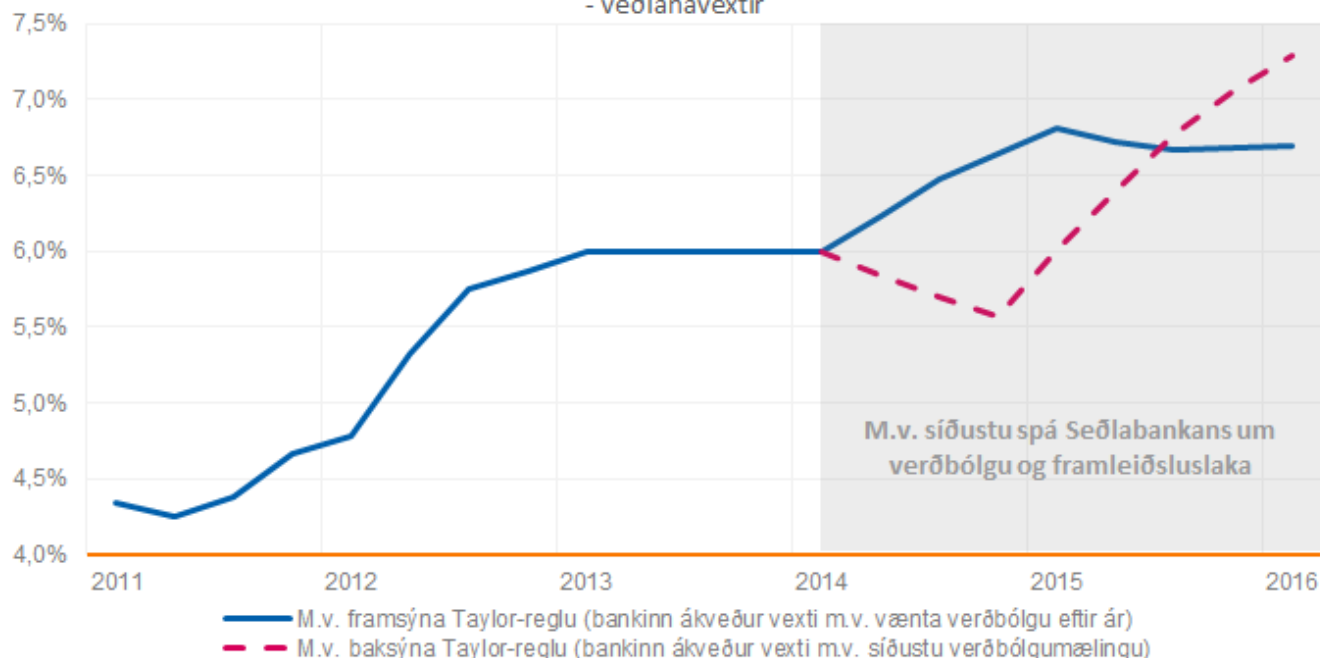
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

Hversu framsýn er peningastefnunefndin?

Að okkar mati snúast horfurnar um vaxtaferilinn fram á veginn því fyrst og fremst um það hve framsýn peningastefnunefndin er. Ef nefndin er framsýn og trúir þeim verðbólguþáttum sem bornar eru á borð fyrir hana, þá ætti ekki að skipta hana máli þótt verðbólga mælist tímabundið lág, því vextirnir eiga að bregðast við verðbólguhorfunum til meira en 12 mánaða. Eins og við höfum áður bent á ætti peningastefnunefnd að hækka vexti um þessar mundir m.v. framsýna Taylor-vaxtareglu.

Vaxtaferill m.v. Taylor-reglu

- veðlánavextir

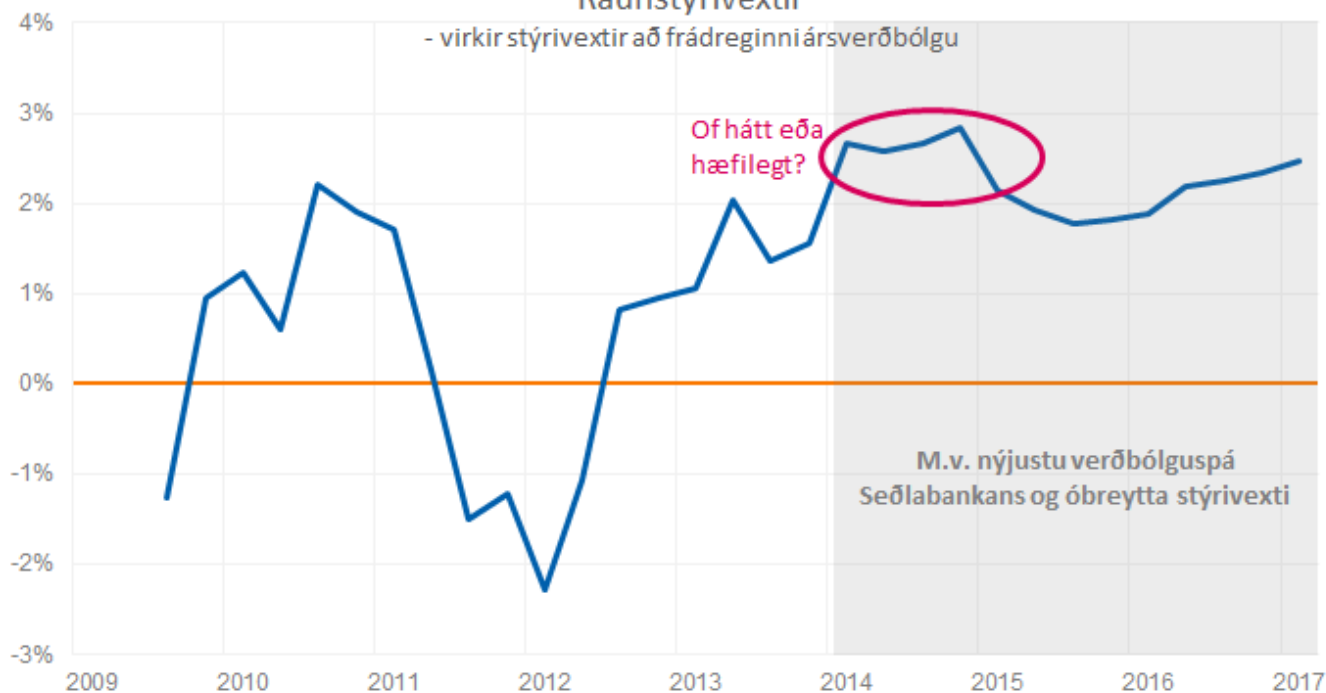


Heimild: Mat Greiningardeildar Arion banka

Við áttum okkur því ekki fyllilega á hvert nefndin er að fara með setningu þar sem opnað er á lækkun vaxta, en nefndin segir: „Það fer eftir þróun verðbólgu og verðbólguvæntinga næstu mánuði hvort skapast gæti tilefni til lækkunar nafnvaxta.“ Reyndar finnst okkur orðanotkunin um þróun næstu mánuði benda til þess að hvort tveggja verðbólga og verðbólguvæntingar þurfi að festa sig betur í sessi við lágt stig, áður en lækkun nafnvaxta kemur til greina, en næsti vaxtaákvörðunarfundur er í maí. Í næstu setningu er svo strax talað um að langtímahorfur kalli á herðingu raunvaxta og hugsanlega hækkun nafnvaxta, svo okkur finnst a.m.k. ólíklegt að lækkunardaður nefndarinnar sé til marks um að vextir verði lækkaðir varanlega, heldur gæti komið til greina að vextir verði lækkaðir tímabundið til þess að halda samfelli í raunvaxtastiginu. Á fundinum var tekið fram að raunstýrivextir skuli vera í samræmi við jafnvægi til meðallangs tíma og það gæti komið í ljós að hækkun raunstýrivaxta sé að gerast of hratt. Hækkun um 1 prósentustig getur verið mjög brattur ferill.

Raunstýrivextir

- virkir stýrivextir að frádrægninni ársverðbólgu



Heimildir: Seðlabanki Íslands, mat Greiningardeildar Arion banka

Einnig var undirstrikað að ef lækkun vaxta kæmi til væri ekki verið að láta undan pólitískum þrýstingi, heldur yrði slíkt eingöngu gert á grundvelli mats nefndarinnar á aðhaldi peningastefnunnar. Nefndin neyddist hinsvegar til þess að taka tillit til þess að markaðurinn gæti talið vaxtalækkun vera til marks um áhrif framkvæmdavaldsins á nefndina, en að því leyttinu til hefðu stjórnámálameðgjafi nefndinni erfiðara fyrir að lækka vexti.

Peningastefnunefndin tiltekur raunar nokkra þætti sem gætu hugsanlega dregið úr verðbólguþrýstingi og þar með þörfinni á auknu peningalegu aðhaldi til lengri tíma, en þar er einkum minnst á stefnuna í ríkisfjármálum

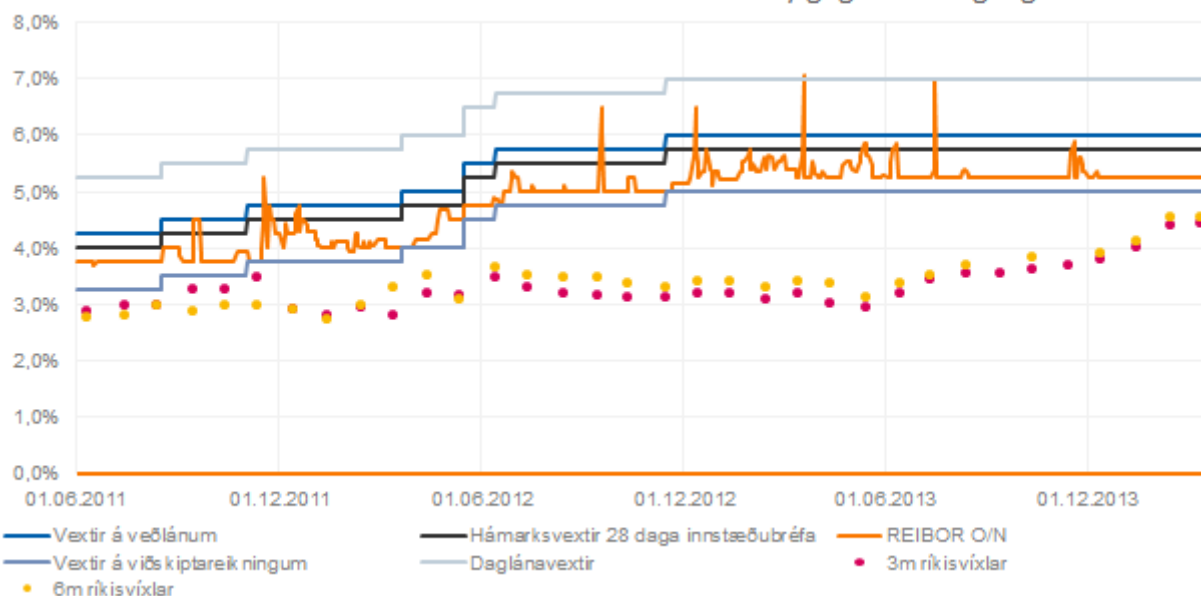
og endurbætur á framboðshlið þjóðarbúsins. Við áttum okkur ekki á því nákvæmlega hverjar þessar endurbætur gætu verið, en t.d. má hugsa sér aðgerðir sem gætu lækkað náttúrulegt atvinnuleysi og aukið atvinnuþátttöku (t.d. lækkun bóta eða minni tekjutenging þeirra), auðveldari innflutningur vinnuafis, stytting framhaldsskólanáms o.fl. Áður en stefnubreyting í ríkisfjármálum eða endurbætur af þessum toga koma fram gerum við þó ekki ráð fyrir að peningastefnunefndin breyti sýn sinni á verðbólguhorfur – a.m.k. í bili.

Að öllu ofansögðu teljum við enn að það sé töluverð togstreita í vaxtastefnunni á milli hagfelldrar verðbólguþróunar og lítils verðbólguþrýstings til skamms tíma annarsvegar, og verri verðbólguhorfa til lengri tíma og hárra verðbólguvæntinga hinsvegar. Einfaldasta leiðin til að sætta þessa togstreitu er einfaldlega að *gera ekkert* og sjá hvernig hlutirnir þróast. Af þeirri ástæðu teljum við enn sem fyrr að peningastefnunefndin haldi vöxtum óbreyttum út árið. Á seinni hluta ársins verður orðið skýrara hvort peningastefnunefndin er að meta verðbólguþrýsting vegna skuldaniðurfellinga ríkisstjórnarinnar rétt, og þá verður auðveldara að segja til um hvort vaxtaferillinn leitar upp eða niður á árinu 2015.

Breyting á tölum peningastefnunefndar framundan?

Seðlabankastjóri tók fram að á fundum peningastefnunefndar hafi verið rætt um stjórnþæki nefndarinnar þ.e. vaxtaganginn, bindiskylduna og fleira. Einnig kom fram að á næstu vikum og mánuðum yrðu gerðar breytingar í þeim eignum sem miða að því að skerpa á stjórnþækjum nefndarinnar. Framundan er sala ESÍ sem hefur áhrif á lausafjárstöðu bankakerfisins og er því líklegt að millibankavextir fari hækkandi og nálgist miðjan vaxtaganginn sem jafngildir herðingu á peningastefnunni. Seðlabankinn hefur áður komið inn á að ef það gerist þurfi að grípa til mótvægisáðgerða. Líklegt er að Seðlabankinn dragi úr útgáfu innistæðubréfa til að vega á móti ef millibankavextir hækka óhóflega en óljóst er hvaða breytingar kunna að verða gerðar á stjórnþækjum peningastefnunefndarinnar.

Vextir á millibankamarkaði hafa fylgt gólfi vaxtagangsins



Heimildir: Seðlabanki Íslands, Lánamál Ríkisins

Á fundinum var einnig rætt um bindiskylduna og að hún hafi verið til skoðunar. Seðlabankinn lagði áherslu á að bindiskyldan hér að landi væri svipuð og í nágrannalöndum okkar að því leyti að Seðlabankinn borgar innlánsvexti af þeim fjármunum sem bundnir eru vegna bindiskyldunnar og það hefur þann kost að það dregur úr sveiflum vaxta á peningamarkaði. Þá var rætt um þann möguleika að hafa 0% vexti á bindiskyldunni, sem yrði þá ákv. skattur, en óljóst væri hvort það kæmi fram sem slökun eða aðhald. Það myndi allt velta á viðbrögðum bankakerfisins og hvort breytingin endurspegladist á innláns- eða útlánahlið bankanna. Seðlabankinn ítrekaði að reynt sé að hafa bindiskylduna þ.a. hún skekki sem minnst markaðsaðstæður. Einnig kom fram á fundinum að ekki yrði um að ræða sérstök opin markaðsviðskipti heldur væri frekar verið að skoða slípun á föstu stjórnþækjum peningastefnunnar. Sem dæmi kom fram að það hafi verið umræða milli Seðlabankans og fjármálastofnana hvort eigi að koma á tryggðum skammtíma peningamarkaði við hliðina á ótryggðum peningamarkaðinum. En ef slíkur markaður kæmi til yrði að skoða hvernig Seðlabankinn myndi lesa í merkin á slíkum markaði.

Greiningardeild Arion banka

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

Hrafn Steinarsson
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

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

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

Forstöðumaður

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

[Hér má finna fyrirvara](#)