

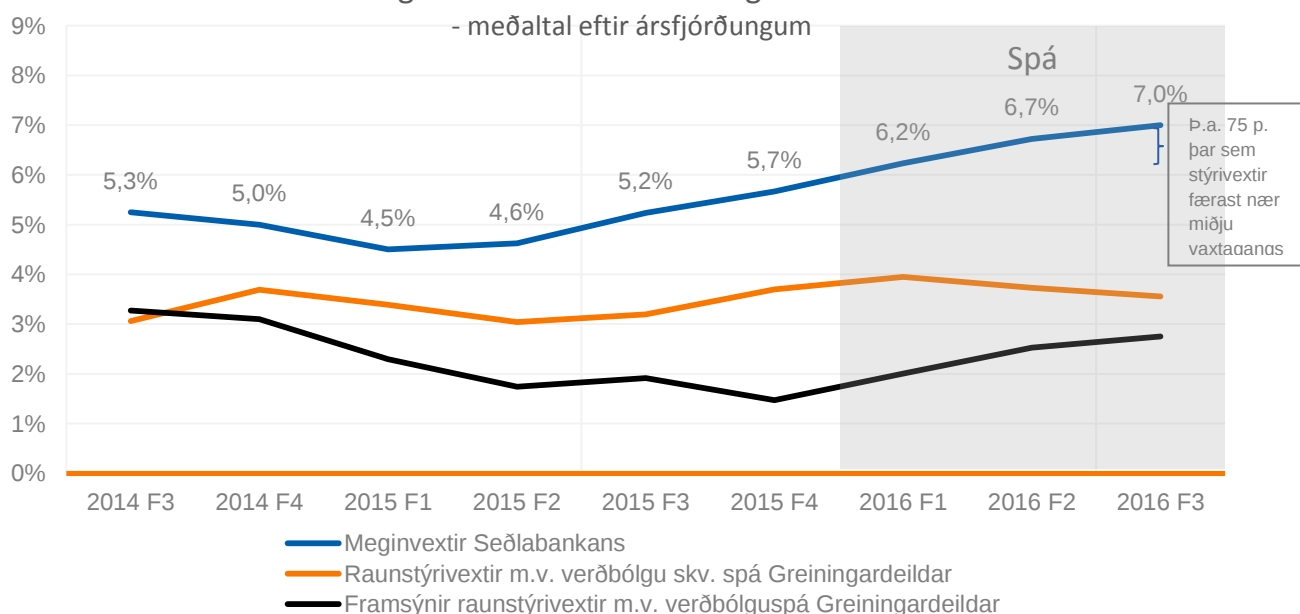
4. desember 2015

Spáum óbreyttum stýrivöxtum næstkomandi miðvikudag

Næstkomandi miðvikudag þann 9. desember verður birt vaxtaákvörðun peningastefnunefndar Seðlabankans og spáum við því að nefndin haldi vöxtum óbreyttum að þessu sinni. Verðbólga síðustu mánuði hefur verið verulega undir væntingum Seðlabankans, greiningaraðila og markaðsaðila sem gefur vísbendingu um að minni verðbólguþrýstingur sé í kortunum en óttast var fyrr á árinu. Af síðustu fundargerð nefndarinnar má ráða að stór ástæða þess að nefndin hækkaði óvænt vexti í nóvember var að „óbreyttir vextir í of langan tíma gætu sent röng skilaboð um mat nefndarinnar fyrir aukið aðhald til lengri tíma lítið“. Það kæmi Greiningardeild á óvart ef slík rök fyrir vaxtahækkun væru notuð nú.

Að ofansögðu er þó mögulegt að vextir verði hækkaðir nú, enda var önnur ástæða þess að vextir voru hækkaðir í nóvember sú að langtímahorfur hefðu ekki breyst og ætla má að mat nefndarinnar á því sé svipað. Þann 8. desember, degi áður en tilkynnt er um vaxtaákvörðun mun Hagstofan birta þjóðhagsreikninga fyrir 3. ársfjórðung og ef vöxtur þjóðarútgjalda, einkum og sér í lagi einkaneyslu, verður verulega umfram spár teljum við mögulegt að nefndin kjósi að hækka vexti um 25 punkta. Þá er einnig hægt að færa rök fyrir því að aðhaldsstig peningastefnunnar nú sé of lágt ef horft er til verðbólguhorfa (sjá svörtu línuna á myndinni fyrir neðan) og þess að miðlun peningustefnunar tekur langan tíma. Okkur þykir þó líklegra að fyrri orð peningastefnunefndar um að „hversu hratt vextir verði hækkaðir ráðist af framvindunni“ muni ráða, en framvindan hefur einmitt verið sú að lítið bolar á verðbólgu [enn sem komið er](#).

Meginvextir Seðlabankans og raunvextir



Heimildir: Hagstofa Íslands, Greiningardeild Arion banka

Til lengri tíma lítið er þó enn nokkuð ljóst að vextir muni hækka og spáum við 125 punkta hækkun meginvaxta á fyrri hluta næsta árs en að þeir haldist svo óbreyttir fram á næsta haust í það minnsta. Hafa ber í huga að snemma á næsta ári munu stýrivextir líklega færast nær miðju vaxtagangsins vegna uppgjörs slitabúa föllnu bankanna, og áhrifa þess á laust fé bankanna, sem gæti verið ígildi allt að 75 punkta vaxtahækkunar. Spá okkar hér að ofan felur þannig í sér að vextir á bundnum innlánum, sem nú eru meginvextir, standi í 6,25% næsta haust.

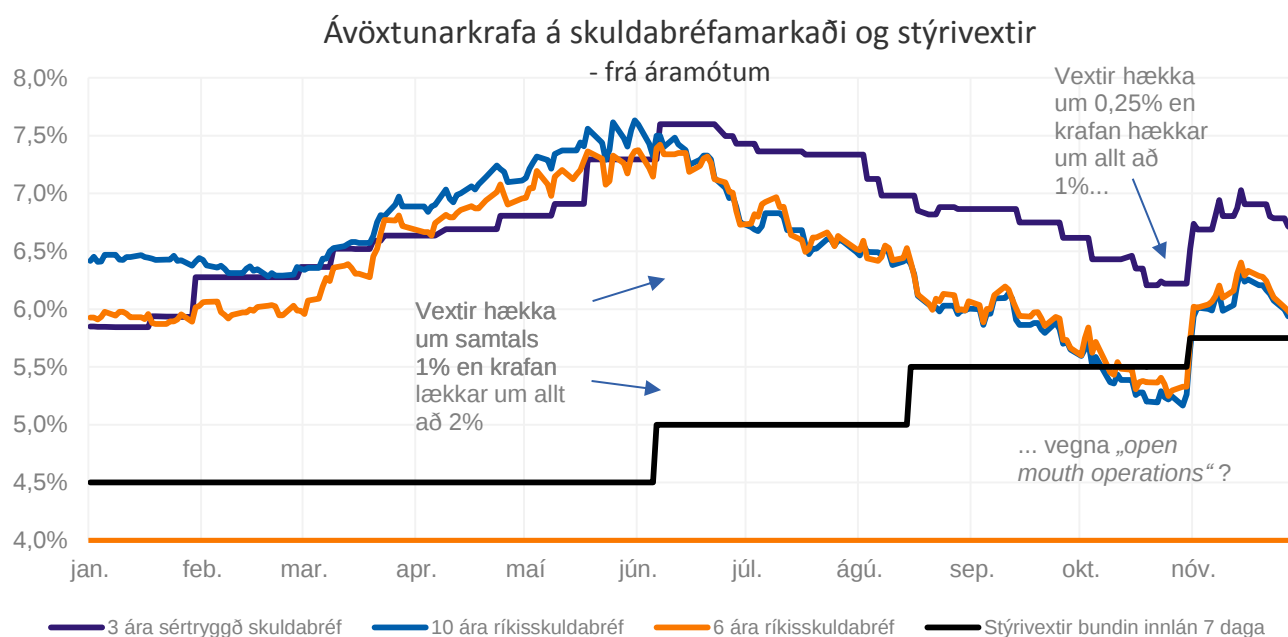
Um hvað ræddi peningastefnunefnd síðast?

Í fundargerð peningastefnunefndar frá því í nóvember má greina mjög svipaðan tón og áður þar sem gefið

var mjög skýrt til kynna að þótt nærhorfur m.a. vegna gengisstyrkingar og lítillar innfluttrar verðbólgu, hafi breyst sé ennþá þörf á auknu aðhaldi á komandi misserum. Í yfirlýsingu nefndarinnar má þó greina nokkuð mýkri tón því að í september kom fram að „Sterkari króna og alþjóðleg verðlagsþróun hefur gefið svigrúm til að hækka vexti **aðeins** hægar en áður var talið nauðsynlegt“ en í nóvember var búið að taka orðið „aðeins“ út úr þessari sömu setningu. Reikna má með að tónnin verði mögulega ennþá vægari nú.

Vaxtaákvörðunin í nóvember er athyglisverð að því leyti að hún varpar ljósi á hve mikilvægu hlutverki trúverðugleiki og rétt skilaboð, bein og óbein, skipta fyrir virkni peningastefnunnar. Í fundargerðinni má, sem fyrr segir, ráða að tilgangurinn með stýrivaxtahækuninni í nóvember hafi fyrst og fremst verið sá að senda skýr skilaboð um að vaxtahækkarnir væru svo sannarlega framundan, þótt nærhorfur hefðu batnað.

Einnig er athyglisvert að í fundargerðinni má sjá að lækkun ávöxtunarkröfu skuldabréfa vegna fjármagnsinnflæðis, þvert á þróun stýrivaxta, væri áhyggjuefni og að innflæðið væri að torvelda miðlun peningastefnunnar. Þá var áréttað að Seðlabankinn gæti þurft að grípa til annarra stjórntækja ef þessi þróun héldi áfram. Þó að þessi stefna hafi lengi legið fyrir virðist sem markaðsaðilar hafi greint auknar áhyggjur nefndarmanna af þessari þróun og vilja þeirra til að bregðast við t.d. með sköttum eða bindiskyldu. Í það minnsta brást skuldabréfamarkaðurinn nokkuð hart við þessum fregnum þar sem ávöxtunarkrafa skuldabréfa hækkaði mikið og hratt, þvert á það sem gerðist við síðustu tvær vaxtahækkarnir. Líklegt er að orsökina hafi verið minni væntingar um fjármagnsinnflæði en áður vegna orða peningastefnunefndar og Seðlabankastjóra.

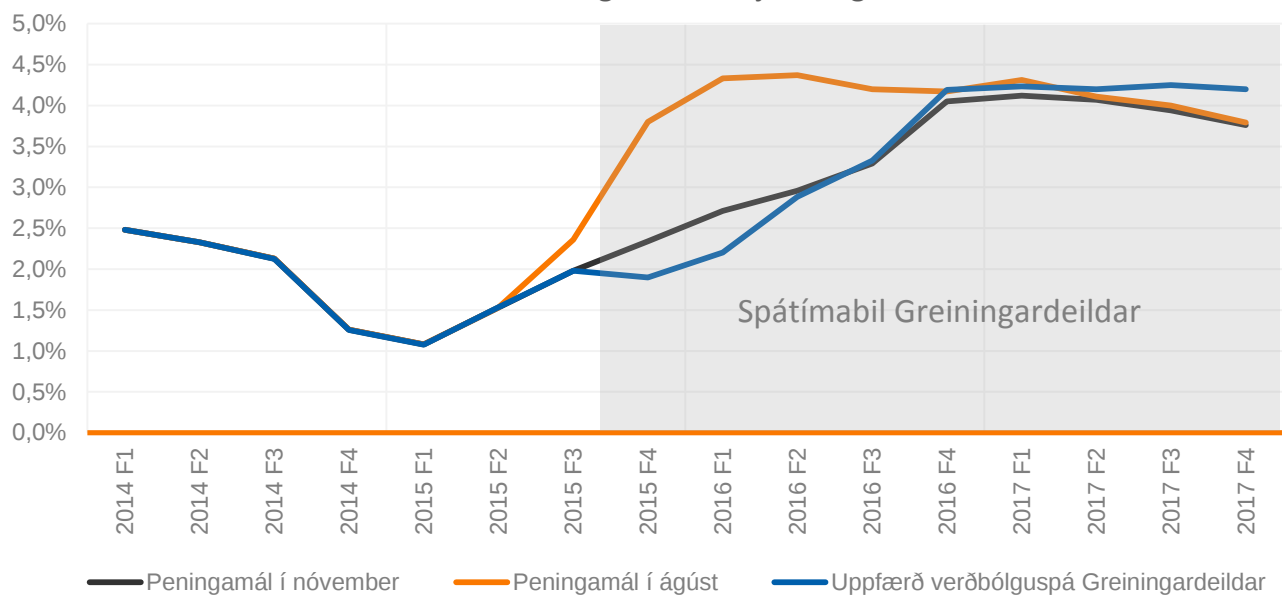


Heimildir: Kodiak, Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Arion banka.

Síofmetin verðbólga síðustu mánuði

Síðustu mánuði hefur verðbólga verið talsvert undir væntingum og spám, þ.á.m. Seðlabankans. Í ágúst spáði bankinn því að verðbólga á þriðja ársfjórungi myndi verða 2,4% og nærri 4% á fjórða ársfjórðungi. Verðbólga fram að nóvember sl. var talsvert undir væntingum svo að verðbólguþá Seðlabankans í nýjustu Peningamálum var færð niður í 2,3% fyrir fjórða ársfjórðung. Miðað við okkar spá fyrir desember og verðbólgutölur í nóvember stefnir í að verðbólga á fjórða ársfjórðungi verði 1,9% og lækki því milli ársfjórðunga.

Ársverðbólga eftir ársfjórðungum



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Arion banka

Það má velta því fyrir sér hversu lengi verðbólga helst í skefjum, en það fer ekki síst eftir því að hve miklu leyti launahækkunum verður að lokum hleypt út í verðlag og hvort/hvernig hagræðing og aukning framleiðni vegur þar upp á móti. Enn sem komið er, lítur út fyrir að það hafi tekist að halda aftur af innlendri verðbólgu utan húsnæðisverðs en við óttumst þó að með tíð og tíma muni launahækkanir birtast í verðbólgutölum eða endurspeglast í skertri samkeppnishæfni þjóðarbúsins til lengri tíma litið.

Þróunin fer einnig að miklu leyti eftir þróun hrávöruverðs, erlendar verðbólgu og gengi krónunnar. Allt eru þetta atriði sem erfitt er að spá fyrir um. T.d. er afar erfitt að spá fyrir um gengi krónunnar á næstu mánuðum þegar höft verða losuð, ekki síst þar sem Seðlabankinn sjálfur hefur áhrif á gengi krónunnar með gjaldeyrisinngripum sínum. Vegna þessarar óvissu teljum við líklegt að Seðlabankinn muni vilja hafa vaðið fyrir neðan sig í vaxtahækkunum. Þó svo að stýrivextir verði líklega ekki hækkaðir í næstu viku má enn og aftur gera ráð fyrir afdráttarlausum skilaboðum um komandi stýrivaxtahækkanir.

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](#)