



## Hagfræðideild Landsbankans spáir lækkun stýrivaxta

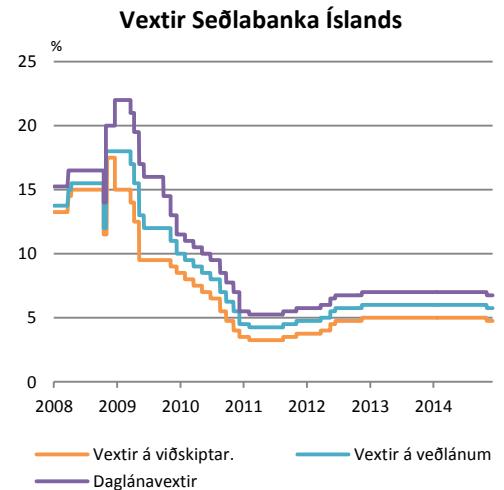
*Peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands (PSÍ) lækkaði vexti nokkuð óvænt í nóvember. Í ljósi rökstuðnings ákvörðunarinnar þá og þess að frá síðasta fundi hefur verðbólgan lækkað umfram væntingar, og er nú talsvert undir markmiði, verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hefur lækkað og hagvöxtur fyrstu 9 mánuði ársins var jafnframt undir væntingum reiknum við með því að frekara skref verði stigið í lækkun vaxta. Þeir verði því lækkaðir um 0,25 prósentustig. Talsverð óvissa er hins vegar um ákvörðun nefndarinnar þar sem klofningur var í nefndinni við síðustu ákvörðun. Þar lagði minnihluti nefndarinnar áherslu á að horft lengra fram á veginn væri útlit fyrir að verðbólga færi að þokast upp aftur vegna verðbólguþrýstings frá vinnumarkaði og minni slaka í þjódarbúskapnum.*

### **Klofningur í nefndinni**

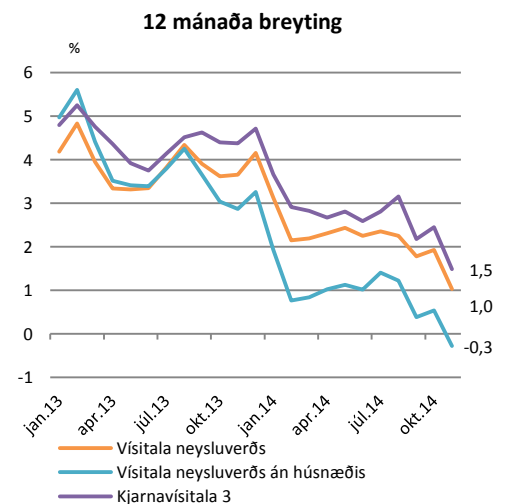
Samkvæmt fundargerð PSÍ ræddu nefndarmenn óbreytta vexti og vaxtalækkun á seinasta fundi nefndarinnar. Í ljósi umræðunnar á fundinum lagði seðlabankastjóri endanum til að vextir yrðu lækkaðir um 0.25 prósentustig og greiddu fjórir nefndarmenn atkvæði með henni.

Samkvæmt fundargerð hefði einn stuðningsmanna tillögunnar þó kosið að halda vöxtum óbreyttum að þessu sinni og bíða með ákvörðunina fram í desember. Þá gæfist, meðal annars, færi á að taka mið af nýjum upplýsingum þjóðhagsreikninga. Þessi meðlimur taldi muninn þó vera það lítinn að hann féllst á tillögu Seðlabankastjóra.

Einn nefndarmaður greiddi atkvæði á móti vaxtalækkun. Sá nefndarmaður taldi að þrátt fyrir mikinn árangur að undanförunu snérist vaxtaákvörðun hverju sinni um að hafa áhrif á þróunina fram á við fremur en að endurspegla nýliðna þróun. Þótt gert væri ráð fyrir að verðbólga hjaðnaði enn frekar á næstunni væri, litið lengra fram á veginn, búist við að hún þokaðist aftur upp



Heimild: Seðlabanki Íslands



Heimild: Hagstofa Íslands



vegna verðbólguþrýstings frá vinnumarkaði og minnkandi slaka í þjóðarþúskapnum.

### Verðbólgan nú 1%

Samkvæmt nóvembermælingu vísitölu neysluverðs (VNV) lækkaði vísitalan um 0,52% milli mánaða. Tólf mánaða verðbólga mælist nú 1,03%, rétt yfir neðri vikmörkum verðbólguþrýstingsins.

Talsverðar líkur eru á því að verðbólgan fari undir þessi vikmörk í desember en við þær aðstæður ber Seðlabankanum að senda greinagerð til ríkisstjórnar þar sem fram kemur hver ástæða frávikanna er og hvernig bankinn hyggist bregðast við.

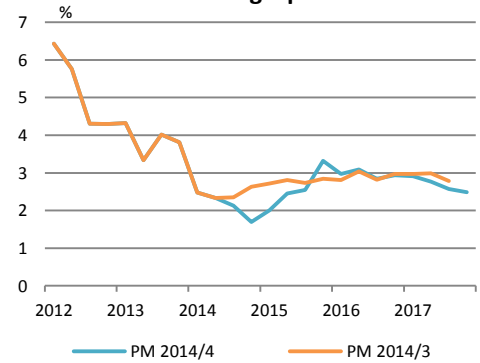
Lág verðbólga kallar þó ekki sjálfkrafa á lækkingu stýrivaxta því almennt leggur peningastefnunefndin ekki ofuráherslu á breytingu ársverðbólgunnar milli einstakra mánaða. Lækkunin í nóvember var t.a.m. fyrst og fremst vegna lækkunar á flugfargjöldum til útlanda og bensíni sem eru sveiflukenndir liðir sem ólíklegt er að stýrivaxtabreytingar hafi mikil áhrif á. Má því ætla að sýn bankans á framvindu verðbólgunnar hafi lítið breyst við þessa mælingu.

### Sýn nefndarmanna á miðlunarferlinu skiptir höfuðmáli

Samkvæmt nýjustu verðbólguþrýstingum Seðlabanka Íslands er gert ráð fyrir að verðbólgan hækki á næsta ári og nái hámarki á fjórða ársfjórðungi 2015. Gangi spáin eftir verður ársverðbólgan á fjórðungi 3,1%.

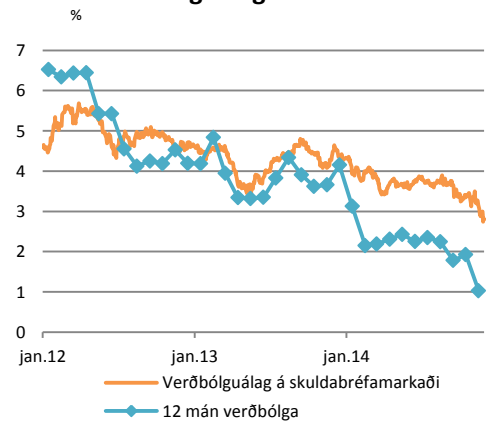
Vaxtaákvörðun hverju sinni snýst jafnan um að hafa áhrif á þróunina fram á við. Nokkuð skiptar skoðanir eru uppi um virkni miðlunarferlis peningastefnunnar við núverandi efnahagsumhverfi í skjóli fjármagnshafta og erfitt er að átta sig á hvaða skoðun sumir nefndarmenn PSÍ hafa á því. Ef nefndarmenn telja að það taki í kringum 9-12 mánuði fyrir vaxtabreytingar að hafa áhrif að fullu, eins og almennt er talið við eðlilegar aðstæður, er ólíklegt að þeir séu tilbúnir að lækka vexti núna því að áhrif vaxtabreytinga nú væru þá líklega að koma fram á sama tíma og spá Seðlabankans gerir ráð fyrir að verðbólgan verði talsvert yfir markmiði á seinni hluta næsta árs.

Verðbólguþrýstingur



Heimild: Peningamál 2014/4

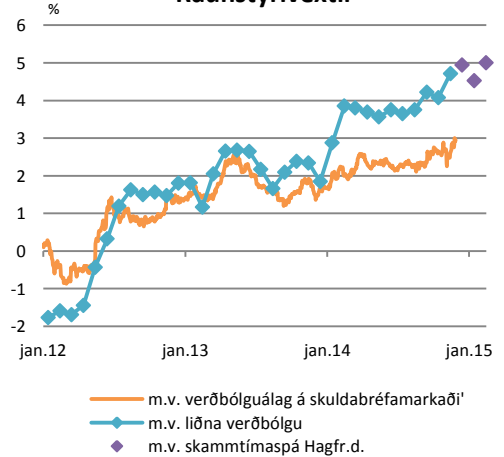
Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði



Fundið út frá mun á meðalkröfu RIKB19 og RIKB25 annars vegar og RIKS21 hins vegar.

Heimild: Kodiak pro, Hagstofa Íslands

Raunstýrivextir



Heimild: Kodiak pro, Hagstofa Íslands, Hagfræðideild.



## Hæfilegt raunvaxtastig fer eftir því við hvaða verðbólguælikvarða er miðað

Fyrir vaxtalækkunina í nóvember voru vextir SÍ búnir að vera óbreyttir í tvö ár. Samhliða lækkun verðbólgu hafa raunvextir bankans hækkað og eru að nálgast 5%. Við síðustu ákvörðun var það einmitt raunvaxtastigið sem nefndin vildi hafa áhrif á með vaxtalækkuninni. Hins vegar ef miðað er við verðbólguálag á skuldabréfamarkaði eða nýjustu verðbólguþspá SÍ eru raunvextir nú um 3%

Stýrivextir bankans eru nú 5,75% sem er nokkuð yfir því sem Taylor-reglan, miðað við liðna verðbólgu, segir að þeir ættu að vera. Framsýn Taylor-regla, þ.e. ef við miðum við verðbólguþspá SÍ eða verðbólguálag á skuldabréfamarkaði, gefur hins vegar til kynna að núverandi vaxtastig sé of lágt.

## Verðbólguvæntingar almennings enn háar

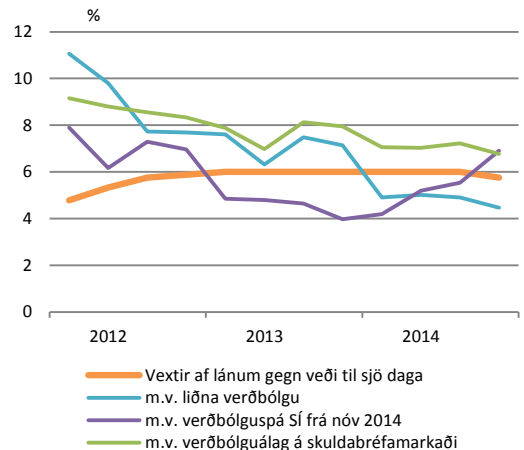
Einn af stærstu óvissuþáttunum um verðbólguþrýsting til næstu missera snýr að næstu kjarasamningum. PSÍ tók fram í síðustu yfirlýsingu sinni að verði kjarasamningarnir í samræmi við verðbólguþspámið geti skapast tilefni til lækkunar vaxta. Þrátt fyrir nokkuð hraða hjöðnun verðbólgu hafa verðbólguvæntingar heimila ekki hnikast niður á við og voru 4% nú á þriðja ársfjórðungi. Verði þær þetta háar þegar kjarasamningsviðræður fara af stað gæti það leitt til launahækkana sem eru ekki í samræmi við forsendurnar í spá Seðlabankans og því þurfi að herða aðhaldið í kjölfarið.

## 0,5% hagvöxtur fyrstu 9 mánuði ársins

Fyrir morgun birti Hagstofan þjóðhagsreikninga fyrir þriðja ársfjórðung. Samkvæmt þeim jókst landsframleiðslan um 0,5% á fyrstu 9 mánuðum ársins miðað við sama tíma í fyrra. Þjóðarútgjöld, sem eru samtala einkaneyslu, samneyslu og fjármunamyndunar, jukust um 3% á sama tíma. Skoða verður þessar tölur í samanburði við nýjustu þjóðhagsþspá Seðlabankans. Þannig er vöxtur einkaneyslu og fjárfestingar undir spá SÍ, en útflutningur og innflutningur yfir spánni. Það sem skýrir mikinn mismun á vexti þjóðarútgjalda og hagvexti er mikill vöxtur innflutnings en hann skýrist m.a. af töluverðum innflutningi skipa.

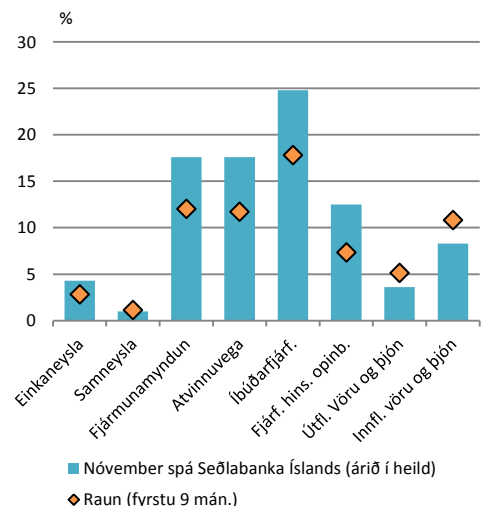
Fjármunamyndun jókst, fyrstu 9 mánuði ársins, um 12% milli ára en stór hluti aukningarinnar er vegna fjárfestingar í skipum og flugvélum.

Stýrivextir samkvæmt Taylor reglu



Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands, Hagfræðideild Landsbankans

Samanburður við PM 2014/4



Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands



## **Rök fyrir bæði óbreyttum vöxtum og lækkun**

Líkurnar á því að skref verði stigin til afnáms fjármagnshafta hafa aukist eftir að gengið hefur verið endanlega frá lengingu skuldabréfs milli LBI og Landsbankans. Seðlabankinn hefur bent á að mikilvægt væri að lengja í endurgreiðsluferli fjármögnunar Landsbankans í erlendri mynt. Nú hefur því ákveðinni óvissu verið eytt, en PSÍ gæti talið rétt að bíða með lækkun vaxta þangað til næstu skref í losun hafta hafa verið ákveðin.

Þegar ofangreind atriði eru skoðuð sést að færa má góð rök fyrir lækkun stýrivaxta m.t.t. verðbólguþróunar, verðbólguvæntinga og hárra raunstýrivaxta. Á móti kemur að sterk rök eru einnig fyrir óbreyttum vöxtum, en nefndin gaf það m.a. sterklega til kynna í síðustu yfirlýsingu sinni. Við teljum þó líklegra að vaxtalækkun verði ofan á að þessu sinni.

Innihald og form skjals þessa er unnið af starfsmönnum Hagfræðideildar Landsbankans hf. (hagfraedideild @landsbankinn.is) og byggist á aðgengilegum opinberum upplýsingum á þeim tíma sem greiningin var unnin. Mat á þeim upplýsingum endurspeglar skoðanir starfsmanna Hagfræðideildar Landsbankans á þeim degi þegar greiningin er dagsett, en þær geta breyst án fyrirvara.

Landsbankinn hf. og starfsfólk hans taka ekki ábyrgð á viðskiptum sem byggð eru á þeim upplýsingum og skoðunum sem hér eru settar fram, enda eru þær ekki veittar sem persónuleg ráðgjöf fyrir einstök viðskipti.

Bent skal á að Landsbankinn hf. getur á hverjum tíma haft beinna eða óbeinna hagsmuna að gæta, ýmist sjálfur, dótturfélög hans eða fyrir hönd viðskiptamanna, s.s. sem fjárfestir, lánardrottinn eða þjónustuaðili. Greiningar eru engu að síður unnar sjálfstætt af Hagfræðideild Landsbankans og innan Landsbankans eru í gildi reglur um aðskilnað starfssviða sem eru aðgengilegar á vef bankans.