

STÝRIVEXTIR SEÐLABANKANS

23. september 2015 | Greining Íslandsbanka

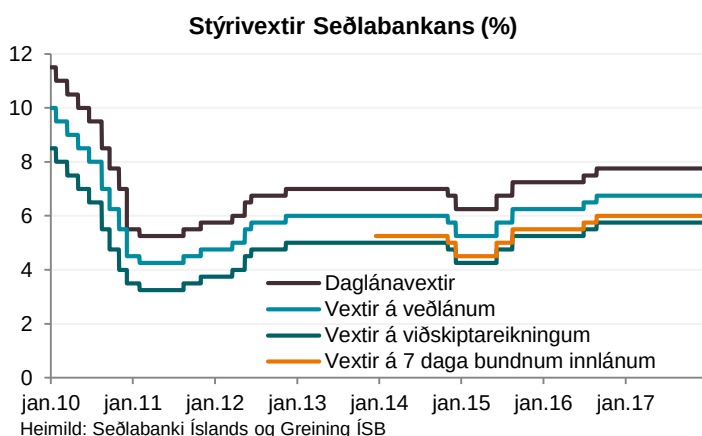
Samantekt

- Spáum óbreyttum stýrivöxtum 30. september nk.
- Spáum framsýnni leiðsögn til frekari hækkunar stýrivaxta
- Spáum óbreyttum stýrivöxtum út þetta ár
- Spáum hækkun stýrivaxta á næsta ári

	2014	2015	2016	2017
Stýrivextir í lok árs*	4,5%	5,5%	6,0%	6,0%
Virkir stýrivextir í lok árs	4,5%	5,5%	6,8%	6,8%
Verðbólga yfir árið	0,8%	2,7%	3,4%	3,9%
Raunstýrivextir yfir árið	3,7%	2,8%	3,3%	2,9%
Virkir stýrivextir að meðaltali	5,2%	5,0%	6,5%	6,8%
Verðbólga milli ára	2,0%	1,8%	2,8%	3,8%
Raunstýrivextir að meðaltali	3,2%	3,2%	3,7%	3,0%
Launabreyting milli ára	5,8%	7,3%	8,0%	7,0%
Íbúðaverð milli ára	7,9%	8,3%	8,2%	7,5%
GVT ISK (ársmeðaltal)	206,9	201,5	195,0	195,0

* Vextir á 7 daga bundnum innlánum

Spáum óbreyttum stýrivöxtum 30. september nk.



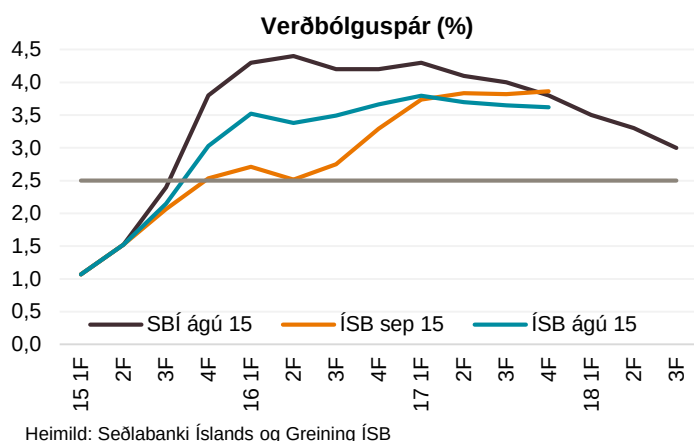
Við spáum því að peningastefnunefnd Seðlabankans muni ákveða að halda stýrivöxtum bankans óbreyttum á næsta vaxtaákvörðunarfundi sínum 30. september nk. Mun nefndin að okkar mati rökstyðja ákvörðunina með því að benda á að verðbólguhorfur hafi batnað talsvert frá síðasta fundi nefndarinnar vegna hækkunar á gengi krónunnar og fleiri þátta. Á móti vegur m.a. kröftugur hagvöxtur, talsverð undirliggjandi kostnaðarverðbólga og

minna aðhald í ríkisfjármálum á næsta ári en á þessu ári samkvæmt frumvarpi til fjárlaga.

Spá okkar er í samræmi við þá framsýnu leiðsögn sem lesa má úr yfirlýsingu og fundargerð peningastefnunefndar vegna síðustu vaxtaákvörðunar. Eftir fundinn í september eru tveir vaxtaákvörðunarfundir eftir á árinu. Að okkar mati er ekki að vænta þess að peningastefnunefndin ákveði að hækka stýrivexti bankans enn frekar á þeim fundum.

Verðbólguhorfur hafa batnað mikið samhliða styrkingu krónunnar

Samhliða hækkun á gengi krónunnar undanfarið hafa verðbólguhorfur litið til næstu mánaða batnað til muna. Einnig koma þar til áhrif vegna lægra eldsneytis- og hrávöruverðs á alþjóðamörkuðum, auk þess sem afnám tolla á fatnað og skó um næstu áramót gæti haft tímabundin áhrif til minni verðbólgu. Samkvæmt okkar nýjustu verðbólguþáttspá sem birt var 10. september sl. mun verðbólgan þó aukast næsta kastið, en ekki jafn mikið og áður var talið. Mun verðbólgan fara yfir 2,5% verðbólguþáttspá Seðlabankans fyrir árslok, en haldast nálægt markmiðinu fram yfir mitt næsta ár. Mun hún aukast í kjölfarið, en engu að síður haldast undir 4,0% efri þolmörkum verðbólguþáttspá Seðlabankans á árinu 2017.

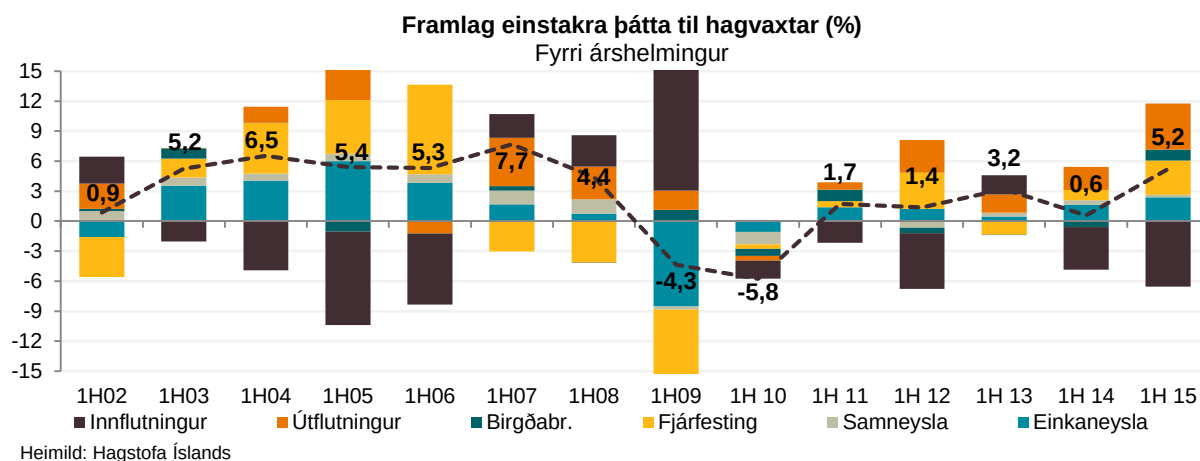


Verðbólguhorfur eru að okkar mati mun betri en nýjasta verðbólguþáttur Seðlabankans sem birt var samhliða vaxtaákvörðuninni í ágúst hljóðar upp á. Sú spá var að okkar mati of svartsýn á áhrif kjarasamninga á verðbólgu næsta kastið, en auk þess hefur gengi krónunnar þróast með allt öðrum hætti en gert var ráð fyrir í spánni. Byggir spá bankans á því að gengisvísitalan haldist föst út spátímabilið frá spádegi í 205,4

stigum. Nú er gengisvísitalan hins vegar 194,5 stig, og hefur gengi krónunnar því styrkst um 5,6% á þann kvarða frá því að Seðlabankinn gerði verðbólguþáttur sína. Hefur þetta umtalsverð áhrif á verðbólguþróunina vegna þess hvað stór hluti neyslukörfunnar er innfluttur beint eða óbeint.

Kröftugur hagvöxtur á fyrri helmingi ársins

Kröftugur hagvöxtur mældist á fyrri árshelmingi samkvæmt bráðabirgðatölum sem Hagstofan birti 11. september sl. Samkvæmt tölunum mældist hagvöxturinn 5,2%, en svo mikill hefur hagvöxtur ekki mælst á fyrri árshelmingi síðan á hinu umdeilda ári 2007. Er vöxturinn talsvert umfram það sem Seðlabankinn spáir fyrir árið í heild í sinni nýjustu hagspá, en í spánni sem hann birti samhliða vaxtaákvörðuninni í ágúst gerði hann ráð fyrir 4,2% hagvexti í ár. Kröftugur vöxtur í útflutningi á fyrri helmingi árs skýrir mestan muninn á spá Seðlabankans og niðurstöðu fyrri árshelmingis. Ljóst er að peningastefnunefndin mun taka tillit til þessa þegar hún kemur saman í næstu viku til að ákvarða stýrivexti bankans. Ein af rökum nefndarinnar fyrir hækkun stýrivaxta undanfarið hefur verið að framleiðsluspennan sé nú komin í hagkerfið eftir slaka síðustu ára.



Aðhaldið í ríkisfjármálum að minnka

Gert er ráð fyrir að afkoma ríkissjóðs mælt út frá heildar- og frumjöfnuði muni aukast á milli áranna 2015 og 2016 samkvæmt fjárlagafrumvarpi sem lagt var fram á Alþingi þann 7. september sl. Reiknað er með því að frumjöfnuður án óreglulegra liða fari úr 3,7% af landsframleiðslu í ár í 4,1% á næsta ári. Framleiðsluspennan eykst hins vegar á sama tíma. Metur Seðlabankinn í sinni þjóðhagsspá að framleiðsluspennan verði 0,9% af framleiðslugetu á næsta ári samanborið við 0,0% í ár. Samkvæmt

Þessu virðist minna aðhald felast í fjárlagafrumvarpinu á næsta ári en stefnir í á þessu ári. Virðist því sama gamla sagan ætla að endurtaka sig, þ.e. að ríkisfjármálastefnan er ekki að ganga í takt við peningastefnuna, eða það sem peningastefnunefndin vill sjá ríkisfjármálin gera um þessar mundir. Reikna má með því að peningastefnunefnd Seðlabankans muni horfa til þessa þegar hún ákvarðar vexti bankans í næstu viku.

Tónninn mildaður í ágúst

Tíðindin í yfirlýsingu peningastefnunefndar vegna síðustu vaxtaákvörðunar voru þau að vaxtahækkunartónninn varðandi næstu skref í peningamálum var mildaður. Var hin framsýna leiðsögn, sem fyrir ákvörðunina var eindregið til hækkunar, minna afdráttarlaus í þá veru. Þannig sagði í yfirlýsingu nefndarinnar í júní að einsýnt þætti nefndinni að hækka þyrfti vexti umtalsvert í ágúst og frekar á komandi misserum. Mun mildari yfirlýsing var í ágúst og talar nefndin þar um að aukist

Fundargerð peningastefnunefndar								
Lagt til	Með	Móti	Kosið annað	Niðurstaða	Stýri-vextir	Framvirk leiðsögn*	Ákvörðun	Fundargerð
feb.14	Óbr.	4/5	1(+25)	0	Óbr.	6,00	↗	↗
mar.14	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	6,00	↘	↘
maí.14	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	6,00	→	↗
jún.14	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	6,00	↗	↗
ágú.14	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	6,00	→	→
okt.14	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	6,00	→	↘
nóv.14	-25	4/5	1(óbr.)	1(óbr.)	-25	5,75	→	→
des.14	-50	3/5	2(-25)	0	-50	5,25	→	→
feb.15	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	5,25	→	→
mar.15	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	5,25	→	→
maí.15	Óbr.	4/5	1(+50)	0	Óbr.	5,25	↑	↑
jún.15	+50	4/5	1(+100)	1(+75)	+50	5,75	↑	↑
ágú.15	+50	4/5	1(+75)	0	+50	6,25	↗	↗

* → = vænta má óbreyttu vaxta, ↑ ↓ = skýr leiðsögn um hækkun/lækkun og ↗ ↘ = hækkun/lækkun geti komið til greina

verðbólga í framhaldi af kjarasamningum eins og spáð er, mun peningastefnunefnd þurfa að hækka vexti enn frekar eigi verðbólgu markmiðið að nást til lengri tíma litið. Virðist nefndin þarna ekki vera sannfærð um að verðbólgan muni aukast jafn hratt og reiknað er með í verðbólgu spá bankans sem birt var samhliða ákvörðuninni, og er það að milda tón hennar.

Þá bætir peningastefnunefndin við þessari setningu: "Vaxtaferillinn mun einnig ráðast af því hvort öðrum stjórnþækjum verður beitt til þess að halda aftur af eftirspurnarþrýstingi á komandi misserum." Þessi hluti er nýlunda hjá nefndinni, og er mikilvægt að útskýrt verði hver þessi önnur stjórnþæki eru, og hvenær og hvernig þeim kunni að verða beitt. Berast böndin þar t.a.m. að auknu peningalegu aðhaldi sem færir virka vexti nær miðju vaxtagangsins, t.d. í kjölfar slita búa gömlu bankanna.

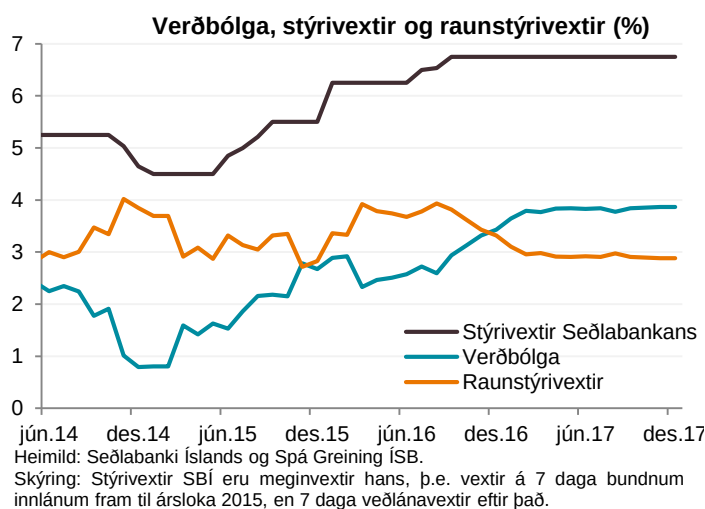
Einn nefndarmaður kaus að hækka vexti um 0,75 prósentur

Á síðasta fundi peningastefnunefndar Seðlabankans lagði seðlabankastjóri til 0,5 prósentu hækkun stýrivaxta bankans. Allir nefndarmenn greiddu atkvæði með tillögunni fyrir utan einn sem greiddi atkvæði gegn henni og kaus frekar að hækka vexti um 0,75 prósentur. Kemur þetta fram í fundargerð frá síðasta fundi nefndarinnar.

Niðurstaða atkvæðagreiðslunnar kom ekki á óvart. Rifja má upp að í atkvæðagreiðslunni vegna vaxtaákvörðunarinnar í júní sl. greiddi einnig einn nefndarmaður gegn tillögu seðlabankastjóra um 0,5 prósentustiga hækkun stýrivaxta, og vildi fremur hækka vexti um 1,0 prósentur. Auk þess hefði annar heldur kosið að hækka vexti um 0,75 prósentur í júní en taldi sig engu að síður geta fallist á tillögu seðlabankastjóra. Virðist þar með ögn meiri sátt hafa verið um vaxtaákvörðunina nú í ágúst en í júní, auk þess sem greina má mildari vaxtahækkunartón meðal nefndarmanna.

Spáum hækkun stýrivaxta á næsta ári

Við reiknum með því að peningastefnunefndin bregðist við aukinni verðbólgu, vaxandi spennu í efnahagslífinu og minnkandi peningalegu aðhaldi með hækkun stýrivaxta á næsta ári. Spáum við 0,5 prósentustiga hækkun stýrivaxta á árinu 2016. Því til viðbótar kemur væntanlega aukið peningalegt aðhald þegar virkir stýrivextir bankans færast nær miðju vaxtagangsins. Ástæða þess er að fjármögnun bankanna mun í auknum mæli færast í skammtíma lántökur í Seðlabankanum samhliða uppgjöri slitabúa gömlu bankanna og losun aflandskróna úr hagkerfinu. Mun peningastefnunefndin taka það með í reikninginn þegar hún setur peningastefnuna, en hækkun vaxta á millibankamarkaði sem af þessum breytingum hlýst og afleidd áhrif hennar til hækkunar aftur eftir vaxtaferlinum er ígildi hækkunar stýrivaxta. Mun sú breyting verða að okkar mati ígildi um 0,75 prósentustiga hækkunar. Aðhaldsstig peningamála, mælt út frá muninum á virkum stýrivöxtum bankans og verðbólgu, mun þrátt fyrir þessar hækkanir ekki aukast mikið á tímabilinu þar sem svo mikið mun bæta í verðbólgunu á sama tímabili.



raska stöðugleikanum á gjaldeyrismarkaðinum og ekki kalla á hækkun stýrivaxta til að tryggja þann stöðugleika. Áætlun um losun hafta, sem kynnt var að hluta í júní sl., styður við þessa forsendu okkar enda er þar lögð áhersla á að takmarka sveiflur á gengi krónu og lágmarka hættu á greiðslujafnaðaráfalli eftir því sem losun hafta vindur fram.

Umsjón og tengslaupplýsingar

Umsjón: Greining Íslandsbanka, netfang: greining@islandsbanki.is; Ingólfur Bender, Jón Bjarki Bentsson og Ásta Björk Sigurðardóttir
Ábm.: Ingólfur Bender, forstöðumaður Greiningar Íslandsbanka (440 4635)
Verðbréfamiðlun: Hópnúmer 440 4499, netfang: vbm@islandsbanki.is
Gjaldeyrismiðlun: Hópnúmer 440 4490, netfang: fxm@islandsbanki.is

Lagalegur fyrirvari

Skýrsla þessi er tekin saman af Greiningu Íslandsbanka hf. (Íslandsbanki).

Upplýsingar í skýrslu þessari eru upprunnar frá innlendum og erlendum upplýsinga- og fréttaveitum, sem taldar eru áreiðanlegar, ásamt opinberum upplýsingum, eiginúrvinnslu Greiningar og mati á hverjum tíma. Upplýsingarnar hafa ekki verið kannaðar sjálfstætt af Íslandsbanka og ábyrgist bankinn ekki nákvæmni upplýsinganna, áreiðanleika eða réttmæti þeirra. Skoðanir höfunda geta breyst án fyrirvara og ber Íslandsbanki ekki skylda til að uppfæra, lagfæra eða breyta skýrslunni við breyttar forsendur.

Skýrslan er einungis birt í upplýsingaskyni og skal því ekki litið á hana sem ráðleggingu/ráðgjöf um að ráðast eða ráðast ekki í tiltekna fjárfestingu eða tilboð um að kaupa, selja eða skrá sig fyrir tilteknum fjármálagerningum. Íslandsbanki og starfsmenn bankans bera ekki ábyrgð á viðskiptum sem kunna að vera gerð á grundvelli þeirra upplýsinga sem fram koma í skýrslunni. Þeim aðilum sem hafa hug á viðskiptum er bent á að leita sér sérfræðilegrar ráðleggingar og kynna sér vel hina ýmsu fjárfestingarkosti sem í boði eru. Fjárfestingum fylgir ávallt fjárhagsleg áhætta og ber m.a. að hafa í huga áhættu vegna alþjóðlegra fjárfestinga og gengisflöks gjaldmiðla. Fjárfestingamarkmið og fjárhagsstaða fjárfesta er mismunandi. Bent skal á að árangur í fortíð er ekki trygging um árangur í framtíð.

Skýrslur og aðrar upplýsingar sem berast frá Íslandsbanka eru einungis ætlaðar til einkanota. Hvorki má afrita efnið, vitna í það né dreifa því, í heild eða að hluta, án skriflegs leyfis frá Íslandsbanka.

Skýrsla þessi er stutt samantekt og ber ekki að líta svo á að í henni sé að finna allar tiltækar upplýsingar um þau viðfangsefni sem hún fjallar um.

Eftirlitsaðili: Fjármálaeftirlitið (www.fme.is).

BANDARÍKIN

Skýrslu þessari eða afritum hennar má ekki dreifa í Bandaríkjunum eða til viðtakenda sem eru bandarískir ríkisborgarar í andstöðu við takmarkanir sem kveðið er á um í

bandarískum lögum. Dreifing skýrslunnar í Bandaríkjunum kynni að teljast brot á þeim lögum.

KANADA

Upplýsingarnar í skýrslu þessari eru ekki ætlaðar til dreifingar eða útbreiðslu með neinum hætti í Kanada og því ber ekki að líta á þær sem fjármálaráðgjöf eða

ráðleggingu um fjárfestingar í skilningi kanadískra verðbréfalaga.

ÖNNUR LÖND

Lög og reglugerðir í öðrum löndum kunna einnig að takmarka dreifingu skýrslu þessarar.

Frekari upplýsingar varðandi efni Greiningar Íslandsbanka má finna á vefsíðunni: <http://islandsbanki.is>