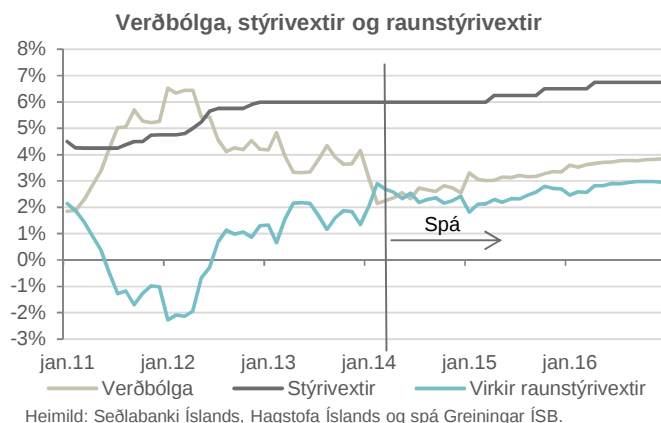


STÝRIVEXTIR SEÐLABANKANS

11. mars 2014 | Greining Íslandsbanka

Spáum óbreyttum stýrivöxtum 19. mars nk.

Við spáum því að Seðlabankinn muni halda stýrivöxtum sínum óbreyttum á næsta vaxtaákvörðunarfundi, sem verður 19. mars næstkomandi. Við reiknum hins vegar með að tónninn í yfirlýsingu peningastefnunarinnar muni breytast úr vaxtahækkunartón í að nefndin opni á

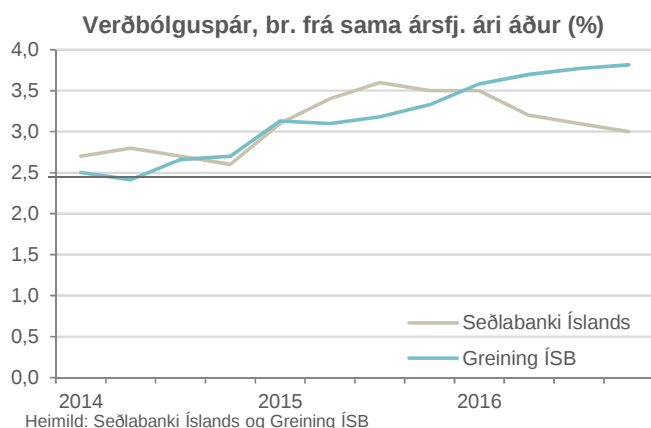


hugsanlega vaxtalækkun á næstu mánuðum. Rökin fyrir nýjum tón munu að okkar mati verða lægri verðbólguvæntingar, hröð minnkun verðbólgu undanfarið ásamt sterkari krónu. Reiknum við áfram með að skiptar skoðanir verði innan nefndarinnar um tillögu bankastjóra um að halda vöxtum óbreyttum. Rifja má upp að við síðustu vaxtaákvörðun vildi einn nefndarmanna hækka stýrivexti um 0,25 prósentur. Við

gerum ráð fyrir að nefndin muni halda stýrivöxtum bankans óbreyttum út árið. Áhættan í þeirri spá er í þá veru að hugsanlega muni nefndin lækka vexti á tímabilinu.

Seðlabankastjóri opnar á vaxtalækkun

Frá síðasta vaxtaákvörðunarfundi peningastefnunarinnar 12. febrúar sl. hefur Seðlabankastjóri opnað á þann möguleika að stýrivextir bankans verði lækkaðir og það jafnvel fljótlega. Er þetta allt annar tónn en var í síðustu yfirlýsingu nefndarinnar vegna vaxtaákvörðunarinnar í febrúar, en þar var sagt að samkvæmt verðbólguþá bankans myndu nafnvextir hans að óbreyttu þurfi að hækka þegar nær dregur því að slaki snúist í spennu.



Verðbólgan hefur lækkað úr 3,1% niður í 2,1% frá vaxtaákvörðuninni í febrúar. Skiptir þar miklu styrking krónunnar undanfarið, sem að hluta má rekja til virkari inngripastefnu Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði og þeirrar stýrðu flotgengisstefnu sem tekin var upp í maí í fyrra. Bendir flest til þess að verðbólgan á fyrsta fjórðungi þessa árs verði undir verðbólguþá Seðlabankans en hún hljóðar upp á 2,7%. Spáum við 2,5%

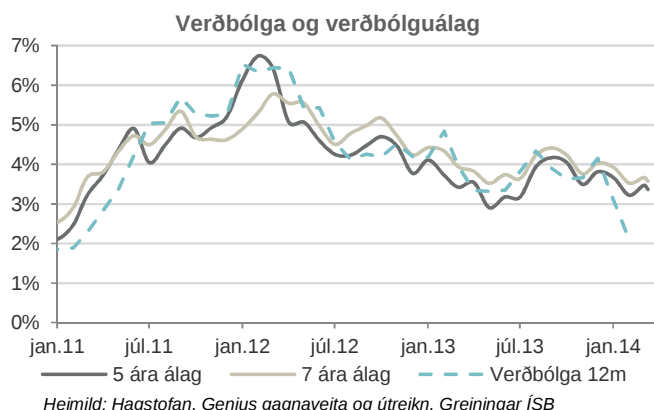
verðbólgu á fjórðungnum. Seðlabankinn reiknaði með í spá sinni að verðbólguþámiðinu yrði ekki náð fyrr en á síðasta fjórðungi ársins og því ljóst að það er að gerast fyrr en bankinn reiknaði með.

Seðlabankastjóri hefur sagt í viðtölum undanfarið að þó að það sé fagnaðarefni að hafa náð verðbólguþröskuldrinu nú og fyrir en reiknað var með, þá skiptir höfuðmáli að verðbólga haldist þar til lengri tíma og að ná verðbólguvæntingum niður, en verðbólguvæntingar eru enn talsvert yfir verðbólguþröskuldrinn bankans. Telur bankastjórinn að ef verðbólguvæntingar komi niður skapist forsendur fyrir því að nafnvextir bankans gætu lækkað.

Rökin fyrir nýjum tón í þróun verðbólguvæntinga

Verðbólguvæntingar lækkuðu í kjölfar hjöðnunar verðbólgu í janúar og aukinna væntinga um hóflegar launahækkanir á árinu. Þannig lækkaði verðbólguálag á skuldabréfamarkaði að jafnaði um 0,4-0,6 prósentur til skemmri og lengri tíma frá desemberfundi peningastefnunnar fram að fundi nefndarinnar í febrúar. Á alla þessa kvarða mældust verðbólguvæntingar á bilinu 3,3-3,7% rétt fyrir fund nefndarinnar í febrúar. Frá febrúarfundi nefndarinnar hefur verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hins vegar lítið lækkað.

Samkvæmt ársfjórðungslegri könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila, sem framkvæmd var í byrjun febrúar, vænta þeir að verðbólga verði um 3,5% eftir tvö ár. Það er lækkun um 0,5-0,7



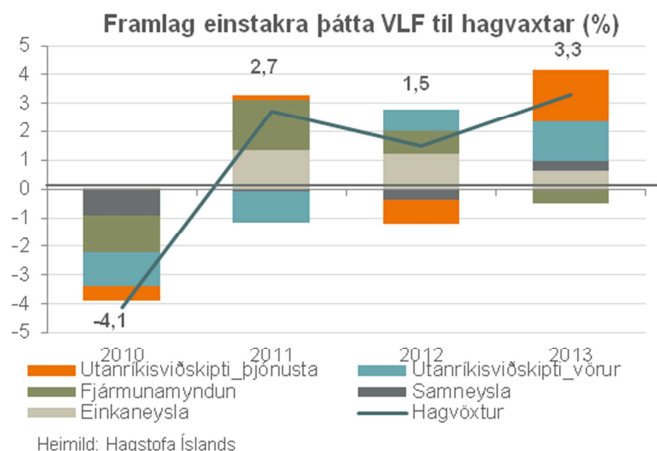
prósentur frá sambærilegri könnun í nóvember. Verðbólguvæntingar þeirra til lengri tíma lítið hafa hins vegar ekki breyst og gera þeir áfram ráð fyrir að verðbólga verði um 4% að meðaltali næstu tíu ár, sem er talsvert yfir verðbólguþröskuldrinn Seðlabankans.

Peningastefnunnar verður á næsta fundi sínum líklega komin með nýja könnun Capacent Gallup á verðbólguvæntingum fyrirtækja og

heimila, en þessi könnun er framkvæmd ársfjórðungslega. Síðasta könnun sem gerð var á væntingum þessara aðila var gerð í nóvember sl., en þær sem nú verða birtar voru gerðar undir lok febrúar sl. Samkvæmt nóvemberkönnuninni mældust verðbólguvæntingar heimila 5% hvort heldur til eins eða tveggja ára og höfðu þá haldist óbreyttar um nokkurn tíma. Í sambærilegri könnun meðal fyrirtækja sem gerð var í nóvember kom fram að stjórnendur fyrirtækja væntu 3,9% verðbólgu eftir eitt ár samanborið við 4% í september. Í ljósi verðbólguþróunarinnar frá því að þessar kannanir voru gerðar og í ljósi þess hvernig verðbólguþröskuldrinn hafa breyst á sama tíma má reikna með að ný könnun sýni talsverða lækkun á verðbólguvæntingum.

Meiri hagvöxtur og minni slaki

Hagvöxtur mældist 3,3% á árinu 2013 skv. bráðabirgðatölum sem Hagstofa Íslands birti í síðustu viku. Er þetta nokkuð umfram það sem Seðlabankinn reiknaði með í sinni nýjustu hagvaxtarþá, en hann reiknaði með 3,0% vexti á árinu. Í ljósi þess að hagvöxtur er nú talinn hafa verið nokkru meiri á síðasta ári en áður var spáð má einnig gera ráð fyrir að framleiðslulakinn hafi minnkað meira en áður var áætlað. Í sinni nýjustu spá reiknaði Seðlabankinn með að slakinn á síðasta ári hafi verið tæplega 1%, en m.v. nýbirtar tölur er ljóst að hann er nær ½%. Rétt er að benda á að mat á framleiðslulaka eða –spennu er alltaf háð mikilli óvissu og á það ekki síst við um matið nú þar sem hagkerfið er rétt við jafnvægið. Rifja má upp að peningastefnunnar Seðlabankans hefur sagt í yfirlýsingum sínum



undanfarið að eftir því sem slakinn hverfur úr hagkerfinu er rétt að slakinn hverfi einnig úr peningastjórnuninni, þ.e. að raunstýrivextir hækki. Nýjar hagvaxtartölur eru því vatn á myllu þeirra aðila innan nefndarinnar sem vilja óbreytta vexti eða vaxtahækkun.

Munu þeir breyta bindiskylduhlutfallinu og/eða – vöxtum?

Seðlabankastjóri nefndi á fundi hjá

efnahags- og viðskiptanefnd 5. mars sl. að hugsanlega mætti nota bindiskylduna meira við peningastjórnunina. Hann sagði það vera til skoðunar að hækka bindiskylduna eitthvað og/eða lækka vextina á henni. Þá hugsanlega að lækka vexti á bindiskyldunni umtalsvert og jafnvel niður í núllið og þrýsta þannig vaxtamun bankanna upp og auka aðhald peningastefnunnar á þann hátt. Þá er hugsanlega hægt að lækka innistæðuvextina á móti, en þá á kostnað þess að það er verið að auka vaxtaganginn. Þetta er til skoðunar hjá Seðlabankanum og var rætt á síðasta fundi peningastefnuneftarinnar að sögn Más, og fékk nefndin þá fyrstu skýrslur um möguleikana í þessu. Þetta verður síðan aftur rætt á fundi nefndarinnar núna í mars. Okkar skoðun er sú að Seðlabankinn sé nokkuð sáttur við núverandi bindiskylduhlutfall og –vexti. Þrátt fyrir að þetta sé nú í sérstakri skoðun hjá nefndinni teljum við ólíklegt að þessu verði breytt nú eða á næstu mánuðum.

Óheppilegt ferli fyrir trúverðugleika peningastjórnunarinnar

Eftir síðustu vaxtákvörðun peningastefnuneftar og í ljósi nýrrar þjóðhagsspár Seðlabankans þar sem sérstaklega er lagt mat á efnahagsleg áhrif aðgerða stjórnvalda til lækkunar húnæðisskulda heimilanna kom fram ádeila frá forsætisráðherra á forgangsörðun verkefna bankans og það að hann hefði „óumbeðið“ farið í ofangreint mat. Í þeirri umræðu opinberaðist einnig aftur afstaða forsætisráðherra til stýrivaxta bankans, sem hann telur of háa. Gagnrýni þessari hefur Seðlabankastjóri mótmælt ásamt fleirum.

Í miðri þessari orðræðu tilkynnti fjármála- og efnahagsráðuneytið að embætti Seðlabankastjóra verði auglýst til umsóknar, en Seðlabankastjóri er skipaður til fimm ára í senn og mun skipunartími hans renna út í ágúst næstkomandi. Án auglýsingar hefði skipan núverandi seðlabankastjóra framlengst af sjálfu sér um fimm ár í viðbót. Ástæða ákvörðunarinnar er að sögn sú að gefa stjórnvöldum aukið svigrúm í tengslum við mögulegar breytingar á lögum um Seðlabankann. Samliða tilkynningu um að staðan yrði auglýst var sagt frá því að fjármála- og efnahagsráðherra myndi setja á fót starfshóp til að leggja mat á æskilegar breytingar á lögum um Seðlabanka Íslands. Hópurinn á að hafa það að markmiði að treysta trúverðugleika og sjálfstæði bankans og auka traust á íslenskum efnahagsmálum.

Segja má að þessi atburðarás hafi verið óheppileg fyrir trúverðugleika peningastefnunnar. Þá er það á vissan hátt óheppileg tímasetning að seðlabankastjóri komi í kjölfar þeirrar gagnrýni sem hefur verið

Úr fundargerðum peningastefnunefndar						
	Lagt til	Með	Móti	Kosið annað	Niðurstaða	Stýrivextir
feb.13	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	6,0
mar.13	Óbr.	4/5	1(+25)	0	Óbr.	6,0
maí.13	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	6,0
jún.13	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	6,0
ágú.13	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	6,0
okt.13	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	6,0
nóv.13	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	6,0
des.13	Óbr.	5/5	0	1(+25)	Óbr.	6,0
feb.14	Óbr.	4/5	1(+25)	0	Óbr.	6,0

á vaxtaákvæðanir bankans og verkefnaval og boði mögulega vaxtalækkun þvert á nýbirta yfirlýsingu peningastefnunefndar, þó svo að fyrir þeirri vaxtalækkunarumræðu séu fullgild efnahagsleg rök. Umræðan og ferlið allt setur peningastefnunefndina í vanda, þar sem vaxtalækkun nú eða á næstu mánuðum gæti litið út sem pólitísk eftirgjöf.

Spáum hækkun stýrivaxta á næsta ári

Við spáum því að lækkun verðbólgunnar nú sé tímabundin, m.a. vegna þeirra tímabundnu

áhrifa sem styrking krónunnar undanfarið hefur á verðbólguþróunina. Undirliggjandi þættir benda til nokkurs verðbólguþrýstings litið til lengri tíma, og reiknum við með því að þegar líða tekur á árið muni verðbólgan aukast á ný og fara nokkuð yfir verðbólguþrýsting bankans. Er verðbólguþrýstingur okkar nokkuð samhljóða verðbólguþrýsting Seðlabankans hvað varðar verðbólguþróunina þetta og næsta ár.

Reiknum við með því að peningastefnunefndin haldi stýrivöxtum óbreyttum út árið en að hún muni hækka stýrivexti sína í tvígang um samtals 0,5 prósentustig á næsta ári. Rökin fyrir þeim hækkunum verða aukin verðbólga og að slakinn sé að hverfa eða sé horfinn úr efnahagslífinu. Við reiknum síðan með að nefndin muni með svipuðum rökum bæta a.m.k. einni 0,25 prósentustiga hækkun við á árinu 2016. Verða stýrivextir bankans þá komnir upp í 6,75%.

Óvissan í spánni

Óvissan í spánni er sú að peningastefnunefndin kunni að lækka stýrivexti sína nú eða á allra næstu mánuðum. Verði af lækkun má á móti búast við því að hækkunartakturinn verði hraðari þegar að honum kemur. Óvissuþáttur spárinnar er líkt og áður umtalsverður vegna hugsanlegra skrepa sem tekin verða í afnámi fjármagnshafa á spátímabilinu, en spáin gengur út frá því að ekki verði farið út í almennt afnám hafta á tímabilinu. Haftaafnám myndi að líkindum kalla á hærri stýrivexti, um hríð a.m.k.

Umsjón og tengslaupplýsingar

Umsjón: Greining Íslandsbanka, netfang: greining@islandsbanki.is; Ingólfur Bender og Jón Bjarki Bentsson (440 4634)

Ábm.: Ingólfur Bender, forstöðumaður Greiningar Íslandsbanka (440 4635)

Verðbréfamiðlun: Hópnúmer 440 4499, netfang: vbm@islandsbanki.is

Gjalddeyrismiðlun: 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 talðar eru áreiðanlegar, ásamt opinberum upplýsingum, eigin

úrvinnslu 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 gengisflökts 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>