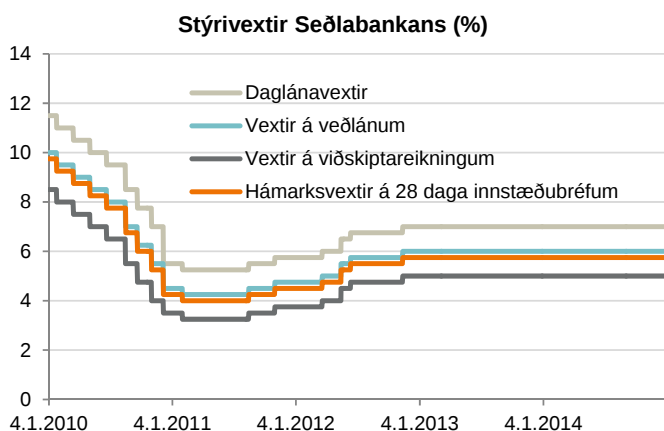


STÝRIVEXTIR SEÐLABANKANS

5. júní 2014 | Greining Íslandsbanka

Spáum óbreyttum stýrivöxtum 11. júní nk.

Við spáum því að peningastefnunefnd Seðlabankans muni ákveða að halda stýrivöxtum bankans óbreyttum á næsta vaxtaákvörðunarfundi, sem verður 11. júní næstkomandi. Afar stutt er nú á milli vaxtaákvörðunarfunda en síðasti vaxtaákvörðun nefndarinnar var 21. maí síðastliðinn. Ákvað nefndin þá að halda stýrivöxtum bankans óbreyttum og voru meðal helstu raka fyrir þeirri ákvörðun að



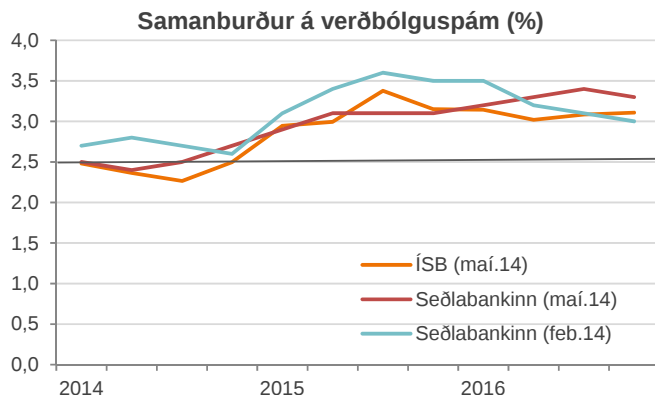
hjöðnun verðbólgu og verðbólguvæntinga hefði haft í för með sér að raunvextir bankans hefðu hækkað þá nokkuð það sem af er þessu ári. Frá þeirri vaxtaákvörðun hefur ekkert gerst sem kallað getur á breytta sýn nefndarinnar á nauðsynlegt aðhaldstig peningamála um þessar mundir. Má því reikna með því að rök nefndarinnar fyrir óbreyttum stýrivöxtum verði svipuð nú og síðast.

Raunstýrivextir bankans eru nú nálægt jafnvægi eftir talsverða hækkun á þessu ári, verðbólgan við verðbólguþröngun, krónan stöðug og slakinn nánast horfinn úr efnahagslífinu. Verðbólguvæntingar hafa verið að lækka en eru til lengri tíma enn nokkuð yfir verðbólguþröngun bankans. Spáum við því að þetta verði ár jafnvægis og að peningastefnunefnd bankans muni halda stýrivöxtum bankans óbreyttum allt árið. Spáum við því hins vegar, líkt og Seðlabankinn, að spennan myndist í hagkerfinu á næstu misserum og að samhliða aukist verðbólguþröngunin, sem kallar á aukið aðhald í peningamálum í formi hærri raunstýrivaxta. Reiknum við með því að peningastefnunefndin bregðist við því með hækkun nafnstýrivaxta bankans á næsta ári.

Verðbólgan við verðbólguþröngun

Verðbólgan hefur verið undir verðbólguþröngun Seðlabankans frá því í febrúar á þessu ári. Mælist hún nú 2,4%, en var 2,3% við síðustu vaxtaákvörðun. Verðbólguhorfur út þetta ár eru góðar, en við reiknum með því að verðbólgan haldist undir verðbólguþröngun bankans næstu mánuði og að hún verði rétt undir verðbólguþröngun í lok árs. Gangi spá okkar eftir verður þetta lengsta tímabil verðbólgu við markmið í áratug. Skiptir þar miklu stöðugt gengi krónunnar og hóflegar innlendar kostnaðarverðshækkunarir. Erlend verðbólga hefur einnig verið afar lítil.

Það sem helst er að knýja verðbólgu áfram um þessar mundir er húsnæðisverðið en það hefur hækkað nokkuð hratt undanfarna mánuðuði. Hefur markaðsvirði íbúðarhúsnæðis hækkað um 9,7% undanfarna 12 mánuði. Stendur húsnæðisliðurinn á bak við ríflega helming verðbólgu um þessar mundir. Þannig mælist verðbólgan án húsnæðisliðarins nú einungis 1,1%. Reiknum við með því að svipaðrar þróunar muni gæta á næstu misserum, þ.e. að húsnæðisliðurinn verði megin drifkraftur verðbólgunnar út þetta ár.

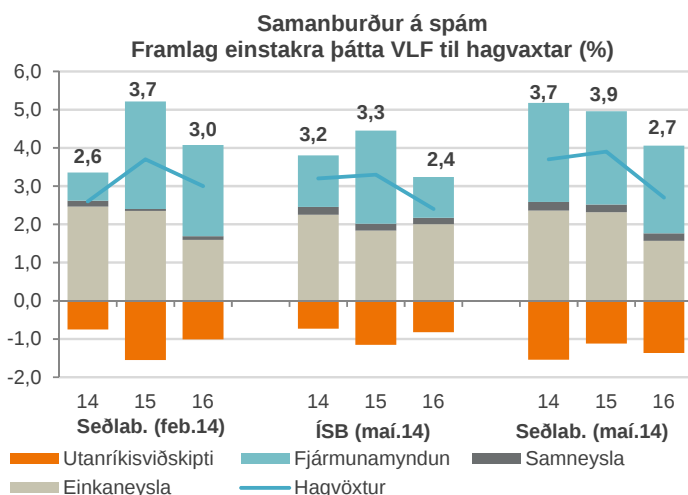


Seðlabankinn spáir því, líkt og við, að verðbólgan muni færast í aukana á næsta ári og að hún muni fara upp fyrir 3% á næsta ári þegar framleiðsluspenna myndast í þjóðarbúskapnum. Mun verðbólgan síðan samkvæmt spá bankans vera 3,0-3,5% fram á seinni hluta spátímans, sem nær til 2017, en taka þá að hjaðna á ný í átt að markmiði vegna stífara taumhalds peningastefnunnar, en innbyggt er í

spá bankans hækkun nafnstýrivaxta á tímabilinu. Er langtímaspá Seðlabankans í nokkuð góðu samræmi við verðbólguþátt okkar. Rétt er að benda á að samkvæmt fundargerð vegna síðasta fundar peningastefnuneftardarinnar töldu sumir nefndarmenn að mögulega væri verðbólgan ofmetin í spánni. Nefndu þeir að óvissa væri um þróun innfluttrar verðbólgu en alþjóðleg verðbólga væri lítil.

Þjóðhagsreikningar fyrir fyrsta ársfjórðung munu liggja fyrir

Hagvöxtur hefur verið nokkuð hraður undanfarið. Mældist hann 3,3% á síðastliðnu ári og reiknum við með því að hann verði svipaður á þessu ári, eða 3,2%. Í þjóðhagsspá þeirri sem Seðlabankinn birti samhliða síðustu vaxtaákvörðun peningastefnuneftardar er reiknað með nokkuð meiri hagvexti í ár en við spáum eða 3,7%. Reiknar bankinn einnig með meiri vexti á næsta ári en við eða 3,9%, en við



spáum 3,3%. Spárnar eru þó álíka að því leyti að í báðum er því spáð að framleiðsluspenna fari að myndast í hagkerfinu á næstu misserum og að verðbólguþrýstingur fari vaxandi að þeim sökum.

Fyrir næsta vaxtaákvörðunarfund munu liggja fyrir fyrir þjóðhagsreikningar fyrir fyrsta fjórðung ársins. M.v. þær tölur sem liggja fyrir um kortaveltu, innflutning og útflutning var

talsverður hagvöxtur á fjórðugnum. Munu nefndarmenn horfa til þess. Reiknum við samt með því að tölurnar verði vel innan marka þjóðhagsspár Seðlabankans og munu þannig ekki breyta sýn hennar á hvað hæfilegt aðhaldsstig peningamála eigi að vera um þessar mundir.

Bæði rök fyrir halda stýrivöxtum óbreyttum og hækka þá

Á síðasta vaxtaákvörðunarfundi Peningastefnuneftardar studdu allir nefndarmenn tillögu seðlabankastjóra um að halda stýrivöxtum bankans óbreyttum. Að mati nefndarmanna voru hins vegar bæði rök fyrir því að halda vöxtum óbreyttum og að hækka þá. Helstu rök fyrir hækkun vaxta, sem komu fram í umræðunni á fundinum, voru þau að nauðsynlegt væri að bregðast við strax, þar sem nú er talið að slaki í þjóðarbúskapnum hverfi um mitt þetta ár sem er um hálfu ári fyrr en gert

Stýrivaxtaákvörðun peningastefnuneftndar						
	Lagt til	Með	Móti	Kosið annað	Niðurstaða	Stýrivextir
feb.14	Óbr.	4/5	1(+25)	0	Óbr.	6,0%
mar.14	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	6,0%
maí.14	Óbr.	5/5	0	0	Óbr.	6,0%

var ráð fyrir í febrúarspánni. Einnig væru hættumerki varðandi þrýsting frá vinnumarkaði og blikur á lofti vegna kjarasamninga á næsta ári. Þrátt fyrir að verðbólguhorfur til næstu missera hefðu batnað hefðu horfur til lengri tíma versnað.

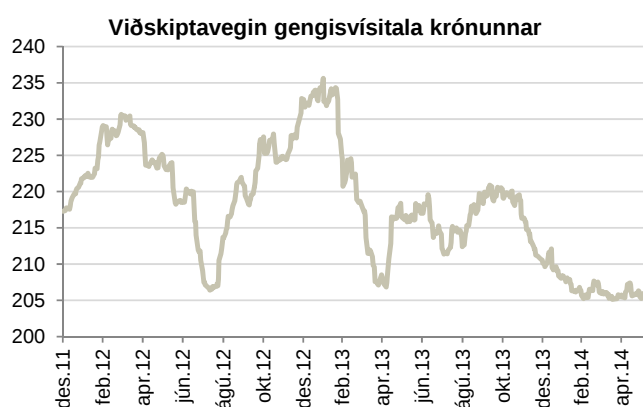
Verðbólguvæntingar til langs tíma væru enn nálægt 4% og hefðu lítið breyst þrátt fyrir hagstæðari þróun verðbólgu að undanfögnu. Nokkuð harðari vaxtahækkunartón er því að finna í fundargerðinni en yfirlýsingu peningastefnuneftndarinnar vegna síðustu vaxtaákvörðunar. Styður þetta þá skoðun okkar að næsta vaxtabreyting nefndarinnar verði til hækkunar stýrivaxta og að sú hækkun verði snemma á næsta ári. Áhættan í þeirri spá virðist vera sú að hækkunin gæti komið fyrir.

Langtíma verðbólguvæntingar enn nokkuð yfir verðbólguþrýstinginn

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði til fimm og tíu ára mældist um 4% rétt fyrir síðasta fund peningastefnuneftndar. Hefur verðbólguálag þetta lítið breyst frá þeim tíma. Samkvæmt könnun Seðlabankans á verðbólguvæntingum markaðsaðila, sem nefndin hafði í höndum við síðustu vaxtaákvörðun, höfðu verðbólguvæntingar til skemmri tíma þokast niður frá síðustu könnun sem gerð var meðal þessara aðila í febrúar. Vænta þessir aðilar þess að ársverðbólga verði að meðaltali við verðbólguþrýsting bankans til loka þessa árs en um 3,1% eftir eitt ár og 3,5% eftir tvö ár. Verðbólguvæntingar þeirra til lengri tíma lítið hafa hins vegar lítið breyst frá könnuninni í febrúar og gera þeir ráð fyrir að verðbólga verði um 3,8% að meðaltali næstu tíu ár.

Gengi krónunnar stöðugt

Gengi krónunnar hefur verið stöðugt frá síðasta vaxtaákvörðunarfundi peningastefnuneftndar. Raunar hefur það verið afar stöðugt undanfarna mánuði eftir að hafa styrkst nokkuð síðastliðinn vetur. Seðlabankinn virðist vera nokkuð sáttur við gengi krónunnar þar sem það er núna. Krónan er búin að



styrkjast nægjanlega til að landa verðbólguþrýstinginn. Frekari styrking og samsvarandi hækkun raungengis myndi auka hættu á greiðslufarvanda þjóðarbúsins á næstu misserum. Seðlabankinn hefur því verið virkur á millibankamarkaði með gjaldeyrismarkaði undanfarið og keypt nettó umtalsverðan gjaldeyri inn í óskuldsetta hluta gjaldeyrisforðans, og komið þannig í veg fyrir frekari styrkingu og flökt krónunnar.

Mikil óvissa er um þróun krónunnar næstu misseri í ljósi greiðslufarvanda þjóðarbúsins, óvissu um uppgjör búa föllu fjármálafyrirtækjanna og fyrirhugaðra tilslakana gjaldeyrishafta. Má segja að þetta sé einn stærsti óvissuþáttur stýrivaxtaspar okkar lítið lengra fram í tímann, og í leiðinni spár okkar um verðbólguþróun. Spá okkar um stýrivexti byggir á því að þær tilslakanir sem gerðar verði á gjaldeyrishöftum á spátímabilinu verði framkvæmdar þannig að þær munu ekki raska stöðugleikanum á gjaldeyrismarkaðinum. Spáin byggir á því að gengi krónunnar verði nálægt núverandi gildi út spátímabilið. Hugsanlegt er að einhver skref verði stigin í afnámi gjaldeyrishafta á

spátímabilinu í takti við yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar. Verði skrefin stór má reikna með því að þau muni kalla á viðbrögð í peningastjórnun í formi hærri stýrivaxta og aukins vaxtamunar til varnar gengi krónunnar. Verði þetta raunin munu stýrivextir hækka meira á spátímabilinu en felst í okkar spá.

Spáum hækkun stýrivaxta á næsta ári

Við reiknum með því, líkt og Seðlabankinn, að hagvöxtur verði það mikill á næstu misserum að framleiðsluspenna fari að myndast í hagkerfinu. Þá mun verðbólgan færast í aukana þegar kemur fram á næsta ár og vera nokkuð yfir verðbólguþröngunni. Hvorttveggja kallar á hærri stýrivexti. Reiknum við með því að peningastefnunefndin ákveði að halda vöxtum bankans óbreyttum fram á næsta ár. Við reiknum með því að peningastefnunefndin ákveði hins vegar að hækka stýrivexti bankans snemma á næsta ári og, og hækki vexti í þriggja á því ári í heild um samtals 0,75 prósentur. Verða stýrivextir bankans þá komnir upp í 6,75% í árslok 2015. Við spáum síðan einni 0,25 prósentustiga hækkun á árinu 2016.

Umsjón og tengslaupplýsingar

Umsjón: Greining Íslandsbanka, netfang: greining@islandsbanki.is; Ingólfur Bender og Jón Bjarki Bentsson (440 4634)
Áb.: Ingólfur Bender, forstöðumaður Greiningar Íslandsbanka (440 4635)
Verðbréfamiðlun: Hópnúmer 440 4499, netfang: vbm@islandsbanki.is
Gjaldveyrismiðlun: 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 lítið 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 fjármálalagningum. 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>