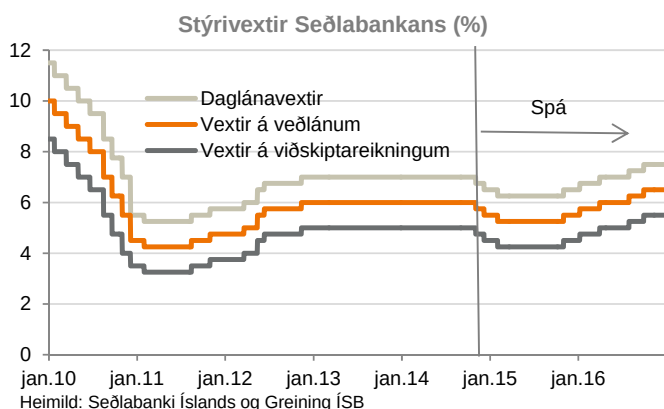


STÝRIVEXTIR SEÐLABANKANS

3. desember 2014 | Greining Íslandsbanka

Spáum 0,25 prósentustiga lækkun stýrivaxta 10. desember

Við spáum því að peningastefnunefnd Seðlabankans muni ákveða að lækka stýrivexti bankans um 0,25 prósentur á næsta vaxtaákvörðunarfundi, sem verður 10. desember næstkomandi. Rökin fyrir



lækkuninni verða að okkar mati þau að raunvextir bankans hafi hækkað meira undanfarið en bankinn gerði ráð fyrir og aðhald peningastefnunnar aukist en ekki minnkað eftir vaxtalækkunina í nóvember. Hækkun raunstýrivaxta hefur undanfarið verið umfram það sem staða hagsveiflunnar og nærhorfur gefa tilefni til. Verðbólguhorfur til skemmri tíma hafa einnig batnað nokkuð umfram það sem felst í nýjustu verðbólguþspá

bankans. Þá hafa verðbólguvæntingar lækkað enn frekar frá síðasta vaxtaákvörðunarfundi, og eru nú nálægt verðbólguþspá, sérstaklega horft til skemmri tíma.

Önnur 0,25 prósentustiga lækkun 4. febrúar

Næsti vaxtaákvörðunardagur peningastefnunefndar eftir ákvörðunina 10. desember verður 4. febrúar nk. Mun Seðlabankinn þá birta uppfærða þjóðhags- og verðbólguþspá. Reiknum við með því að bættar verðbólguhorfur til skemmri tíma muni birtast í þeirri spá. Verðbólgan verður þá lítil, eða rétt um eitt prósent samkvæmt okkar spá, og má búast við að verðbólguvæntingar hafi þokast enn neðar. Á sama tíma er ólíkegt að búið verði að ljúka við gerð kjarasamninga á almennum vinnumarkaði. Við teljum að með hliðsjón af framangreindu muni peningastefnunefndin aftur ákveða að lækka vexti um 0,25 prósentur á vaxtaákvörðunarfundinum í febrúar. Verða viku veðlánavextir bankans þá orðnir 5,25%, og hafa þar með lækkað um 0,75 prósentur frá nóvemberbyrjun ef spá okkar gengur eftir.

Verði kjarasamningar í upphafi næsta árs á nótum sem samrýmast verðbólguþspá bankans má reikna með annarri 0,25 prósentu lækkun stýrivaxta í 18. mars. Í ljósi stöðu viðræðna á vinnumarkaði teljum við þetta ólíklegri niðurstöðu en hina að kjarasamningum verði lent á hærri nótum en þeim sem að mati peningastefnunefndar munu gefa rúm fyrir frekari vaxtalækkun. Við spáum því óbreyttum stýrivöxtum í mars, og í raun að þá verði lokið því stutta vaxtalækkunarferli sem hófst í nóvember.

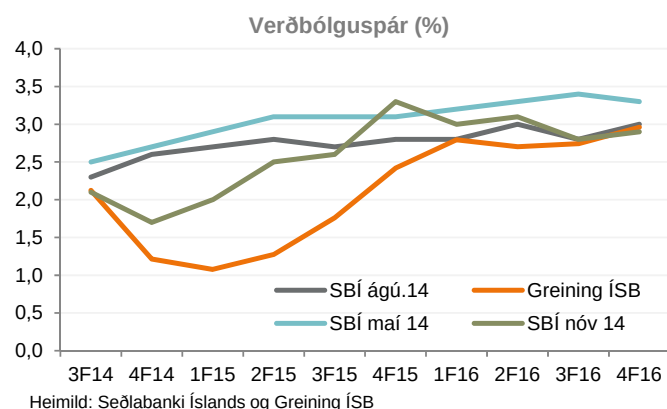
Vaxtahækkunarferill hefst á ný undir lok næsta árs

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 aðeins í aukana þegar

kemur fram á næsta ár. Hvorttveggja kallar á hærri stýrivexti. Reiknum við með því að peningastefnunefndin bregðist við þessu undir lok næsta árs og ákveði þá að hækka stýrivexti bankans um 0,25 prósentur í nóvember það ár. Verða stýrivextirnir þá komnir upp í 5,50%. Við spáum síðan 1,0 prósentustiga hækkun á árinu 2016 og að sú hækkun verði tekin í nokkrum skrefum.

Verðbólgan undir spá Seðlabankans til skemmri tíma

Verðbólgan er nú 1,0% og hjaðnað um 0,9 prósentustig frá síðustu vaxtaákvörðun. Hefur verðbólgan verið undir 2,5% verðbólguþakmiði bankans frá því í febrúar á þessu ári. Miðað við síðustu

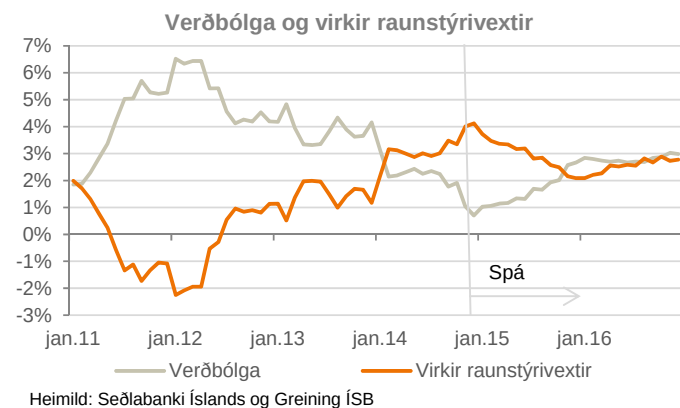


bráðabirgðaspá okkar mun verðbólgan hjaðna nokkuð í desember og mælast 0,7%. Mun hún síðan samkvæmt spá okkar aukast aðeins á næsta ári, en þó ekki meira en svo að hún helst í grennd við verðbólguþakmiðið út spátímabilið, en það nær til loka árs 2016.

Miðað við bráðabirgðaspá okkar fyrir desember mun verðbólga á 4. ársfjórðungi verða 1,2% að meðaltali, og þá eru horfur á að verðbólga á 1.

fjórðungi næsta árs verði 1,1% að jafnaði. Í sinni nýjstu þjóðhags- og verðbólguþak, sem birt var samhliða síðustu vaxtaákvörðun, spáði Seðlabankinn hins vegar 1,7% verðbólgu á 4. fjórðungi í ár og 2,0% verðbólgu á 1. fjórðungi næsta árs. Verðbólguhorfur til skemmri tíma eru því talsvert betri en Seðlabankinn spáir m.v. fram komnar tölur og spá okkar. Má reikna með því að þetta muni endurspeglast í nýrri verðbólguþak bankans sem birt verður samhliða stýrivaxtaákvörðuninni 4.

febrúar nk., en þá er fyrsti vaxtaákvörðunardagur næsta árs.



Virkir raunvextir bankans miðað við ársverðbólgu eru nú tæplega 4,0% og hafa hækkað um tæplega 0,7 prósentustig frá síðustu vaxtaákvörðun þrátt fyrir lækkun nafnstýrivaxta bankans þá. Miðað við verðbólgu- og stýrivaxtaspa okkar má reikna með því að raunstýrivextirnir hækki aðeins fram að áramótum og nái þá 4,1%. Hafa raunstýrivextirnir hækkað

umtalsvert á síðustu tæpu 2 árum og aðhaldsstig peningamála aukist, en raunstýrivextir voru á þennan mælikvarða neikvæðir ríflega 2% í upphafi árs 2012. Má segja að raunstýrivextir bankans séu nú nokkuð yfir jafnvægi með þeim fyrirvara að nokkur óvissa er um mat á jafnvægisgildi raunstýrivaxta.

Seðlabankinn heldur gengi krónunnar stöðugu

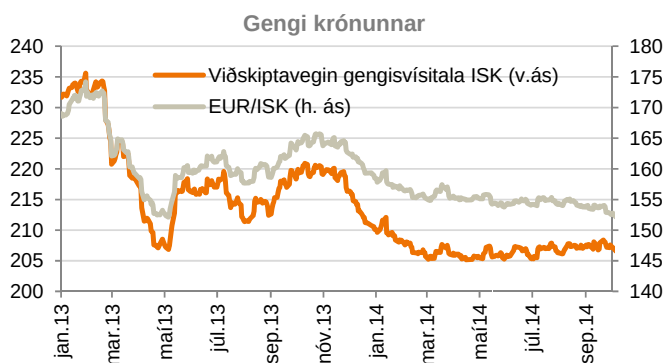
Gengi krónunnar hefur haldist nánast óbreytt gagnvart viðskiptaveginni gengisvísitölu frá síðasta vaxtaákvörðunarfundi. Ljóst er að gjaldeyrissinnstreymi hefur haldið áfram, en Seðlabankinn hefur með kaupum á gjaldeyri fyrir krónur komið í veg fyrir að það hafi haft áhrif til styrkingar krónunnar. Hafa hrein gjaldeyriskaup Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði numið 39 milljónum evra (um 6,0 ma.kr.) eða um 38% af veltu á gjaldeyrismarkaði frá síðasta vaxtaákvörðunarfundi, og er það viðlíka hlutdeild og bankinn hefur átt í veltunni frá síðustu áramótum.

Einn nefndarmaður á móti og annar sem hefði viljað bíða

Einn meðlimur peningastefnunefndar af fimm greiddi atkvæði gegn tillögu seðlabankastjóra um lækkan stýrivaxta á síðasta fundi nefndarinnar vegna vaxtaákvörðunarinnar sem tilkynnt var um 5. nóvember sl. Kaus hann frekar að halda stýrivöxtum óbreyttum. Einn af þeim fjórum

nefndarmönnum sem greiddu atkvæði með tillögu seðlabankastjóra um lækkan stýrivaxta hefði heldur kosið að halda vöxtum óbreyttum að þessu sinni, og bíða með vaxtalækkunina fram í desember. Kemur þetta fram í fundargerð peningastefnunefndar Seðlabankans.

Sá aðili sem greiddi atkvæði gegn tillögu bankastjóra og kaus frekar að halda vöxtum óbreyttum sagði m.a. að í vaxtaákvörðuninni yrði að líta til þess



Heimild: Seðlabanki Íslands

að lítið til lengri tíma væri búist við því að verðbólgan þokaðist upp aftur vegna verðbólguþrýstings frá vinnumarkaði og minnkandi slaka í þjórðarbúskapnum. Hann sagði einnig að óvissan um verðbólguhorfur væru heldur meiri upp á við.

Sá sem hefði kosið að fresta vaxtalækkuninni fram í desember hafði einnig áhyggjur af vinnumarkaðinum og þeim óróleika sem nú einkennir hann. Hann nefndi auk þess að bíða ætti eftir

áhrifum skuldalækkunar á eftirspurn þegar niðurstöður lægju fyrir. Nú liggur fyrir að með því að færa aðgerðirnar frammar í tíma munu áhrifin af þeim á eftirspurn og verðbólgu verða eitthvað meiri en áður var reiknað með, og kann það að hafa áhrif á vaxtaákvörðunina í desember.

Fram kemur í fundargerðinni að mat nefndarmanna hafi verið að bæði væru rök fyrir því að lækka vexti og halda þeim

Niðurstaða vaxtaákvörðunar peningastefnunefndar						
	Lagt til	Með	Móti	Kosið annað	Liðurstaða	Stýrivextir
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%

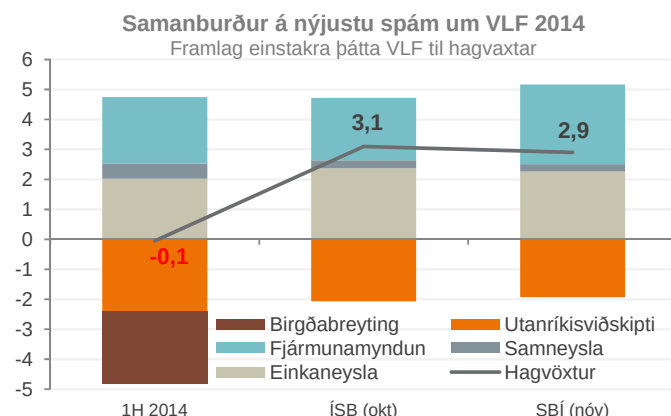
óbreyttum. Eins og á síðasta fundi nefndarinnar, sem var í lok september sl., voru helstu rök fyrir lækkan vaxta þau að aðhald peningastefnunnar hefði aukist meira en áður var búist við. Nafnvextir Seðlabankans hefðu verið óbreyttir í tvö ár en raunvextir bankans hækkað meira að undanfögnu en

gert var ráð fyrir sökum hraðari hjöðunar verðbólgu og verðbólguvæntinga, og umfram það sem staða hagsveiflunnar og nærhorfur gæfu tilefni til.

Með augun á vinnumarkaðinum

Í fundargerðinni kemur fram að peningastefnunefndin taldi að svigrúm til launahækkana í komandi kjarasamningum væri ekki mikið í ljósi þess hversu hægur framleiðnivöxtur er. Taldi nefndin að þetta væru rök fyrir óbreyttum vöxtum, þ.e. að bíða ætti eftir því að gerð kjarasamninga helstu stéttarfélagi væri lokið, sérstaklega þegar tafir í miðlun peningastefnunnar væru hafðar í huga.

Heildarvinnustundum fjölgaði um 1,0% í október frá árinu áður samkvæmt tölum Hagstofunnar, en peningastefnunefnd hefur horft nokkuð í þessa stærð við ákvarðanir sínar samkvæmt fundargerð.



Nokkuð hefur dregið úr vexti vinnuaflseftirspurnar undanfarið og mælist hann nú hægur. Þannig fjölgaði heildarvinnustundum um 0,6% á þriðja ársfjórðungi þessa árs samanborið við 2,7% vöxt á öðrum ársfjórðungi og 3,0% vöxt á fyrsta ársfjórðungi. Hefur batinn á vinnumarkaði verið heldur hægari á þessu ári en Seðlabankinn hefur spáð.

Í þessu sambandi verður áhugavert að sjá landsframleiðslutölur fyrir þriðja

ársfjórðung sem Hagstofan birtir 5. desember nk. Mun peningastefnunefndin horfa til þeirra talna við vaxtaákvörðun sína núna í desember. Reiknum bæði við og Seðlabankinn með nokkuð kröftugum hagvexti á fjórðunginum. Verði niðurstaðan í takti við þessar spár þá munu tölurnar benda til nokkurs vaxtar í framleiðni vinnuafls á tímabilinu.

Óvissa vegna fyrirhugaðs afnáms fjármagnshafta

Líkt og áður er mikil óvissa um þróun krónunnar næstu misseri í ljósi greiðslufnaðarvanda þjóðarbúsins, óvissu um uppgjör búa föllnu fjármálafyrirtækjanna og fyrirhugaðra tilslakana gjaldeyrishafta. Má segja að þetta sé stærsti óvissuþáttur stýrivaxtaspár okkar litið lengra fram í tímann, og í leiðinni spár okkar um verðbólguþróun. Spá okkar um stýrivexti byggir á því að þær tilslakanir sem gerðar verða á gjaldeyrishöftum á spátímabilinu verði framkvæmdar þannig að þær munu ekki raska stöðugleikanum á gjaldeyrismarkaðinum og ekki kalla á hækkun stýrivaxta til að tryggja þann stöðugleika.

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
 Gjaldrysmiðlun: 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 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>