

STÝRIVEXTIR SEÐLABANKANS

4.12.2015 | Greining Íslandsbanka

Samantekt

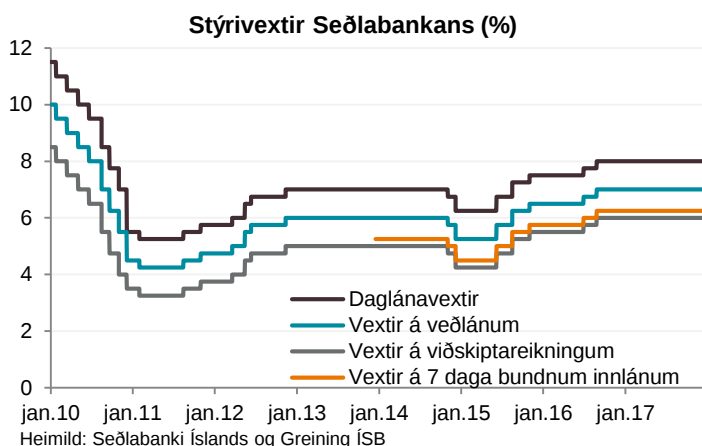
- Spáum óbreyttum stýrivöxtum 9. desember nk.
- Spáum framsýnni leiðsögn til frekari hækkunar stýrivaxta
- Spáum 1,25 prósentustiga hækkun virkra stýrivaxta á næsta ári

	2014	2015	2016	2017
Stýrivextir í lok árs*	4,5%	5,8%	6,3%	6,3%
Virkir stýrivextir í lok árs	4,5%	5,8%	7,0%	7,0%
Verðbólga yfir árið	0,8%	1,9%	3,6%	3,5%
Raunstýrivextir yfir árið	3,7%	3,8%	3,3%	3,3%
Virkir stýrivextir að meðaltali	5,2%	5,0%	6,7%	7,0%
Verðbólga milli ára	2,0%	1,6%	2,6%	3,6%
Raunstýrivextir að meðaltali	3,1%	3,3%	4,0%	3,3%
Launabreyting milli ára	5,8%	7,0%	8,2%	6,1%
Íbúðaverð milli ára	7,9%	8,3%	8,2%	7,5%
GVT ISK (ársmeðaltal)	206,9	200,6	192,6	192,6

* Vextir á 7 daga bundnum innlánunum

Spáum óbreyttum stýrivöxtum 9. desember nk.

Við spáum því að peningastefnunefnd Seðlabanka Íslands (SBI) muni halda stýrivöxtum bankans óbreyttum á næsta vaxtaákvörðunardegi sínum 9. desember nk. Verður rökstuðningur nefndarinnar fyrir óbreyttum vöxtum væntanlega sá að verðbólgan er enn undir verðbólguþröngmiði Seðlabankans,



sérstaklega þegar horft er framhjá húsnæðislið vísitölu neysluverðs, og virðist ætla að aukast heldur hægar en gert var ráð fyrir í síðustu spá bankans. Sterkari króna og alþjóðleg verðlagsþróun hefur gefið svigrúm til að hækka vexti aðeins hægar en áður var talið nauðsynlegt.

Líkt og í yfirlýsingu nefndarinnar vegna síðustu vaxtaákvörðunar mun nefndin að okkar mati áréttu að þörf sé á

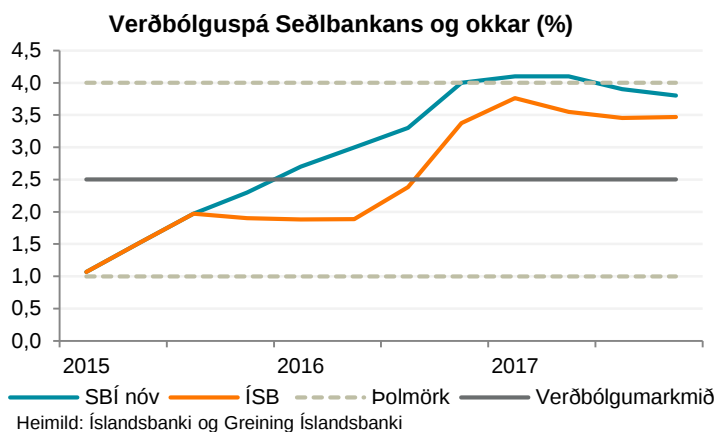
auknu aðhaldi peningastefnunnar á næstu misserum. Munu helstu rök vera þau að þó að verðbólguhorfur hafi batnað lítið til skemmri tíma, þá eru líkur á því að verðbólgan aukist nokkuð hratt þegar líður á seinni hluta næsta árs og að hún fari þá nokkuð yfir verðbólguþröngmiðið. Sterkari króna og alþjóðleg efnahagsþróun hefur þannig ekki breytt þörfinni á auknu aðhaldi lítið til lengri tíma. Gerum við ráð fyrir 1,25 prósentu hækkun á virkum stýrivöxtum á árinu 2016. Þar mun að okkar mati 0,5 prósentustig koma til vegna hækkunar stýrivaxta, en 0,75 prósentustig vegna færslu virkra vaxta frá botni vaxtagangsins að miðju hans vegna minna lausafjár í fjármálakerfinu.

Verðbólga undir spá Seðlabankans

Vísitala neysluverðs (VNV) lækkaði um 0,35% í nóvember sl. og var mælingin undir opinberum spám. Jókst verðbólga því minna en vænst var. Hún mælist nú 2,0% en var 1,8% í október sl. Hefur verðbólgan þar með aukist frá síðasta fundi peningastefnunefndar, sem má þó fyrst og fremst rekja

til grunnáhrifa, þ.e. 0,5% lækkunar VNV í nóvember í fyrra. Undirliggjandi verðbólga miðað við kjarnavísitölu 3 án skattaáhrifa hefur einnig aukist á sama tíma, eða úr 2,1% í 2,3%. VNV án húsnæðis lækkaði um 0,6% milli mánaða. Var verðbólga á þann mælikvarða 0,3% og var óbreytt á milli mánaða.

Við teljum að Seðlabankinn hafi enn eina ferðina verið of svartsýnn á verðbólgu í spá sinni í nóvember sl., þrátt fyrir að hafa tekið verðbólgu spá sína töluvert niður frá því í ágúst. Spáir bankinn



2,3% verðbólgu á lokafjórðungi þessa árs, 2,7% á 1. fjórðungi næsta árs og 3,0% á 2. fjórðungi. Við reiknum hins vegar með 1,9% verðbólgu á hverjum þessara fjórðunga, og skv. okkar spá verður verðbólga undir 2,5% markmiði Seðlabankans fram yfir mitt næsta ár. Seðlabankinn virðist hins vegar hafa reiknað með að verðbólga færi yfir markmið fyrir árslok í nóvemberspá sinni og héldist þar a.m.k. fram til ársloka 2018. Meiri samhljómur er milli

spár Seðlabankans og okkar þegar lengra líður á spátímann, þó að okkar spá liggi undir spá Seðlabankans allan spátímann, þ.e. út árið 2017.

Peningastefnunefnd mun ekki hafa nýja verðbólgu spá frá Seðlabankanum í höndunum til að styðjast við í ákvörðun sinni í desember. Nefndin mun þó líklega vera á sama máli og við og telja verðbólgu spá bankans frá því í nóvember hafa verið of svartsýna, a.m.k. til skemmri tíma lítið, og taka það með í ákvörðun sína.

Ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa hefur hækkað frá síðustu vaxtaákvörðun

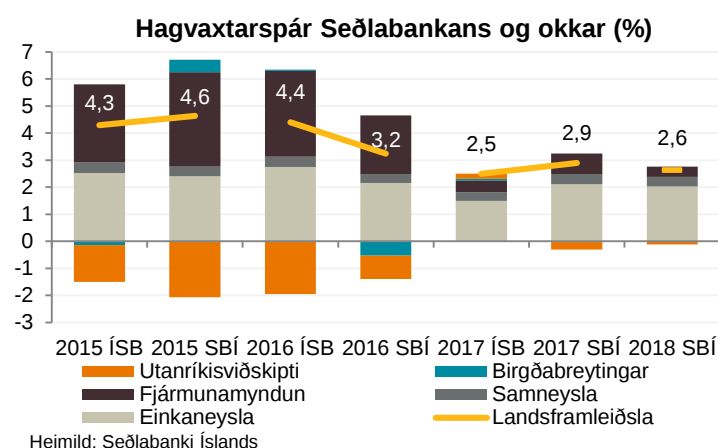
Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa hefur hækkað um 0,4-0,6 prósentur frá vaxtaákvörðunarfundinum í byrjun nóvember. Kemur hækkunin í kjölfar lækkunar kröfu þessara bréfa um 0,3-0,6 prósentur milli fundanna í lok september og byrjun nóvember. Hækkunin á verðtryggðum ríkisbréfum nemur um 0,4 prósentum frá síðasta fundi eftir 0,2-0,4 prósentustiga lækkun milli síðasta og þar síðasta fundar nefndarinnar.

Lækkun ávöxtunarkröfunnar fyrir síðasta fund nefndarinnar túlkaði nefndin á þann veg að miðlun peningastefnunnar hefði veikt þar sem hærri stýrivextir bankans hefðu ekki skilað sér í hærri vöxtum á lengri endanum á skuldabréfamarkaði. Hækkun kröfunnar frá síðasta fundi nefndarinnar hefur væntanlega slegið á þessar áhyggjur, a.m.k. í bili, og minnkað þörfina á að hala upp langa endann með háum skammtíma vöxtum. Hins vegar stendur fyrir dyrum útfærsla á leiðum til að draga úr virkum vaxtamun gagnvart erlendum fjárfestum með einhvers konar höftum á fjármagnsinnflæði og hefur bindiskylda verið nefnd í því sambandi. Ólíklegt er að mati okkar að slíkar leiðir líti dagsins ljós fyrr en nokkuð er liðið á næsta ár, en með tilkomu þeirra gæti leiðni stýrivaxta aftur eftir vaxtarófinu komist í eðlilegra horf að nýju.

Virkir stýrivextir hækka við slit gömlu bankanna

Fram kemur í fundargerð vegna síðasta fundar peningastefnunefndar að nefndin ræddi þróun lausafjárstöðu í tengslum við losun fjármagnshafta. Töldu nefndarmenn líklegt að breytingar gætu orðið á lausafjárstöðu sem haft gætu áhrif á þörf fyrir frekari vaxtabreytingar, líkt og segir í fundargerðinni. Hér er í fyrsta sinn sagt með beinum hætti að vaxtastefna Seðlabankans muni m.a. ráðast af lausafjábreytingum vegna slita gömlu bankanna og stóra gjaldeyrisútboðsins, sem væntanlega mun minnka virkt lausafé talsvert og verða ígildi hækkunar á virkum stýrivöxtum. Líklegt er að peningastefnunefndin vilji sjá þessi áhrif áður en þörfin fyrir frekara aðhald í gegnum vaxtahækkun er metin. Áhrifin munu varla liggja fyrir fyrir en undir lok 1F 2016.

Líkur á að hagvöxtur hafi verið umtalsverður á 3. ársfjórðungi



Helstu hagstærðir benda til þess að ágætis gangur sé í hagkerfinu um þessar mundir. Það mun eflaust koma fram í tölum um landsframleiðslu sem Hagstofan birtir þann 8. desember nk., þ.e. daginn fyrir vaxtaákvörðun. Landsframleiðslutölurnar ná til 3. fjórðungs í ár, auk þess sem fyrri helmingur ársins verður endurskoðaður. Reiknum við með því að þessar tölur muni sýna talsverðan vöxt í innlendri eftirspurn sem og í

þjónustuútflytningi, sem verður í takti við spá okkar og Seðlabankans. Talsverður samhljómur er í hagvaxtarspá okkar og Seðlabankans fyrir þetta ár. Við reiknum með 4,3% hagvexti í ár en Seðlabankinn 4,6%.

Spáum framsýnni leiðsögn til frekari hækkunar stýrivaxta

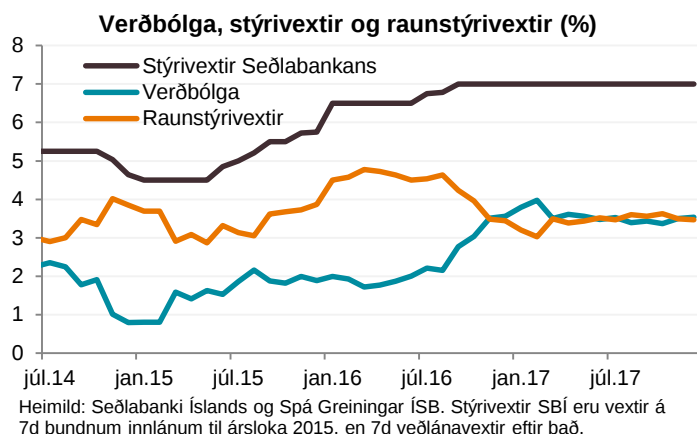
Samkvæmt fundargerð peningastefnunefndar vegna síðustu vaxtaákvörðunar var ekki til umræðu innan nefndarinnar að hækka vexti um meira en 0,25 prósentur. Hins vegar var einnig rætt um að halda vöxtum óbreyttum. Allir nefndarmenn studdu tillögu Seðlabankastjóra um 0,25 prósentustiga hækkun. Var það mat sumra nefndarmanna að þörfin fyrir að standa við fyrri orð nefndarinnar væri ekki síður ástæða þeirra fyrir að styðja vaxtahækkun en þörfin fyrir aukið aðhald nú.

Tónn peningastefnunefndarinnar við síðustu vaxtaákvörðun var til frekari hækkunar stýrivaxta þegar fram í sækir í ljósi vaxandi innlands verðbólguþrýstings. Reiknum við með því að tónn nefndarinnar verði óbreyttur nú hvað þetta varðar.

Spáum 1,25 prósentu hækkun virkra 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. Við það bætist 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, sem leiðir til minna lausafjár í umferð. Mun peningastefnuneftir 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 og virkir stýrivextir þar með samtals hækka um 1,25 prósentustig á næsta ári. Aðhaldsstig peningamála, mælt út frá muninum á virkum stýrivöxtum bankans og verðbólgu, mun aukast nokkuð á fyrri hluta næsta árs, en hjaðna að nýju með vaxandi verðbólgu þegar líður á árið.

Gangi áætlun stjórnvalda um losun gjaldeyrishafta á næstu misserum eftir

hefur það í för með sér aukna óvissu um gengisþróun krónu, en Seðlabankinn hefur haft styrk tök á henni undanfarið. Má segja að þetta sé einn af stærstu óvissuþáttum stýrivaxtaspar okkar 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. 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
 Gjaldþreymiðlun: 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>