

**Markaðspunktur í dag:**

- Vaxtákvörðun múrmeldýrsins: Spáum enn óbreyttum vöxtum

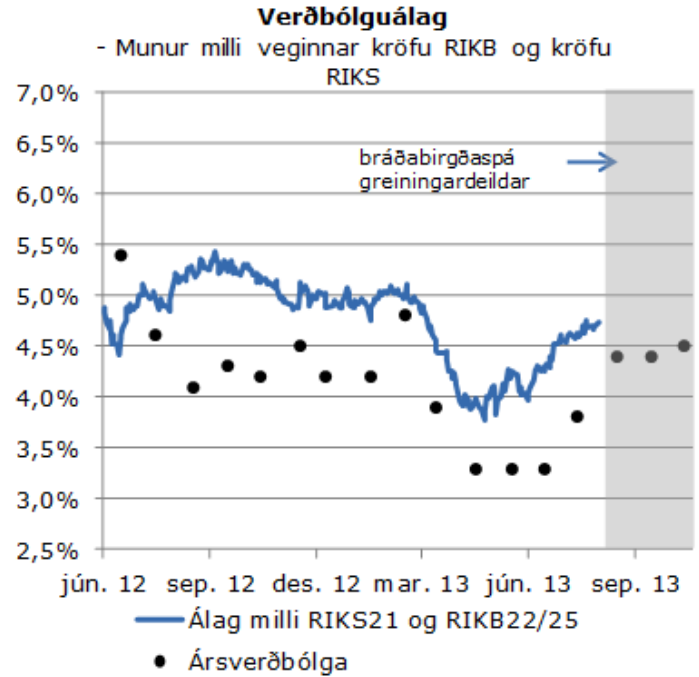
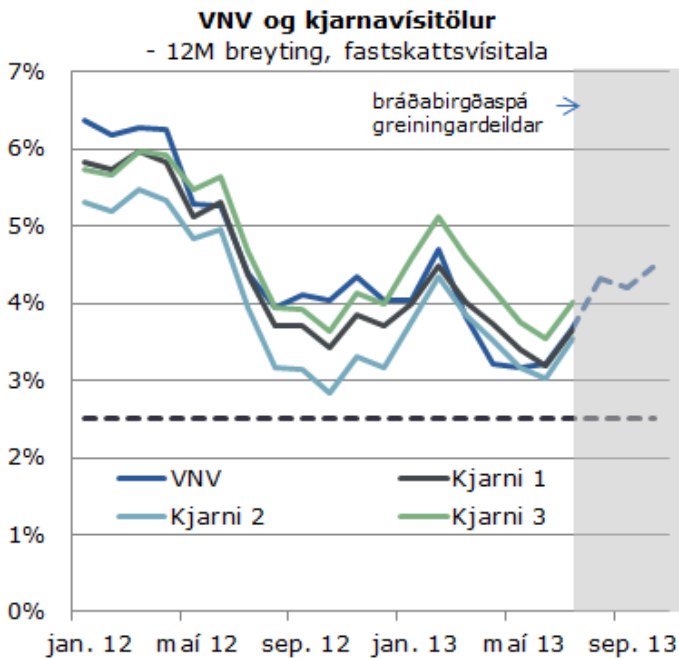
**Vaxtaákvörðun múrmeldýrsins: Spáum enn óbreyttum vöxtum**

Peningastefnunefnd Seðlabankans hefur haldið vöxtum bankans óbreyttum á fimm síðustu fundum sínum. Fyrst nefndin hefur ekki séð ástæðu til að breyta vöxtum sínum undanfarna tíu mánuði þrátt fyrir talsverðar gengissveiflur, hjöðnun verðbólgu um eitt og hálf prósentustig, þrjár birtingar þjóðhagsreikninga, útgáfu þriggja Peningamála, kjör nýrrar ríkisstjórnar og endurskoðun kjarasamninga teljum við mjög ólíklegt að þjóðarbúskapurinn hafi tekið þvílíkum stakkaskiptum frá fundi nefndarinnar í júní að hún telji ástæðu til að bregðast sérstaklega við á ágústfundi sínum. Ef uppfærð hagspá bankans hefur ekki breyst þeim mun meira teljum við því að næsta vaxtaákvörðun verði áþekk hinum fimm og því verði hinn 21. ágúst eins konar dagur múrmeldýrsins (e. groundhog-day) þar sem vöxtum verður enn haldið óbreyttum.

**Er leikáætlunin að virka sem skyldi – breytinga að vænta í haust?**

Seðlabankinn er ekki í öfundsverðri stöðu um þessar mundir, verðbólguhorfur hafa versnað og verðbólguvæntingar markaðsaðila eru á uppleið. Á sama tíma hefur sumarstyrkingin ekki komið fram í eins miklum mæli og vonir stóðu til en við túlkuðum ummæli Seðlabankastjóra fyrr á árinu svo að með gjaldeyrisinnflæði sumarsins ætti að skapast nægjanlegt svigrúm til að kaupa til baka þann gjaldeyri sem nýttur hefur verið til að styðja við krónuna. Nú þegar langt er liðið á sumar þá hefur Seðlabankinn aðeins keypt til baka 12 m.EUR (miðað við opinberar tölur sem ná fram til 1. ágúst) og á því eftir að kaupa til baka 72 m.EUR ef hann ætlar ekki að vera nettó seljandi á gjaldeyrismarkaði á árinu. Hugsanlega hefur Seðlabankinn sem og aðrir ofmetið þau áhrif sem ferðamannagjaldeyrinn átti að skila í styrkingu krónunnar nú í sumar. Enda hefur það komið á daginn að það eru aðrir þættir sem skipta ekki síður máli sem hafa áhrif á gengismyndunina eins og erlendar afborganir innlendra aðila, fjárstýring bankanna og þróun viðskiptakjara (sjá umfjöllun í Markaðspunkti okkar: [Er árstíðarsveifla í krónunni?](#)). Sumir ofangreindra aðila hafa þó verið í samstarfi við Seðlabankann um sín gjaldeyriskaup og vonandi hefur það samstarf leitt til þess að létta erlendan afborganaferil þeirra á næstu misserum, en vont er ef það kemur niður á gjaldeyrisstöðu Seðlabankans.

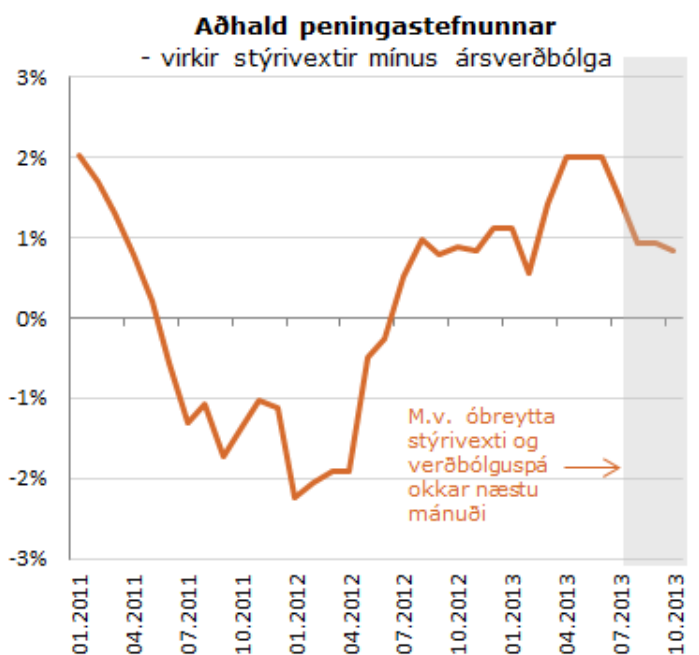
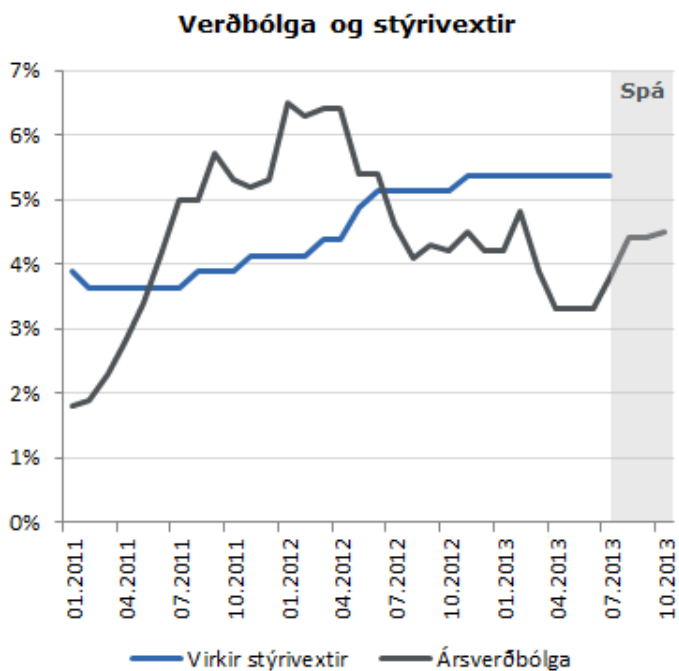
Það sem kannski skiptir mestu máli núna er hvernig þróunin verður í haust, ef verðbólgan fer að aukast, og Seðlabankinn fær ekki tækifæri til að leggjast á kauphliðina þá má velta því fyrir sér hvort leikáætlun bankans taki breytingum á ný; í stað þess að leggja eingöngu áherslu á beitingu inngripa á gjaldeyrismarkaði þá verði í auknum mæli horft til vaxtataækisins á nýjan leik.



Heimild: Seðlabankinn og greiningardeild

### Búumst áfram við ströngu aðhaldi

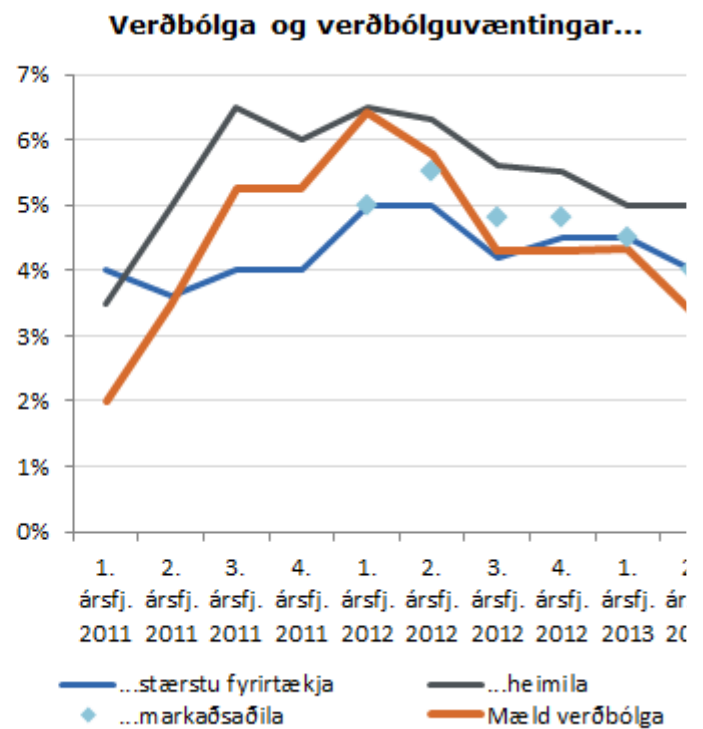
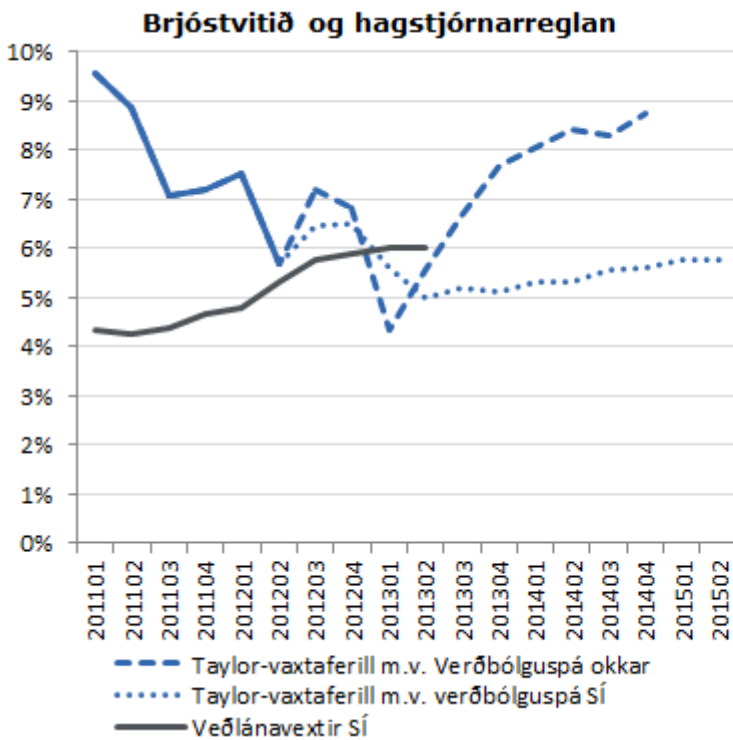
Eftir að verðbólgan tók að aukast á árinu 2011 brást Seðlabankinn við með nokkuð samfelldu vaxtahækkunarferli sem gert var hlé á í nóvember síðastliðnum. Aðhald peningastefnunnar jókst hressilega á tímabilinu, bæði vegna nafnvaxtahækkunarinnar og hjöðunar verðbólgu á sama tíma, þótt það hafi aðeins minnkað í júlí þegar verðbólga jókst úr 3,3% í 3,8%.



Heimild: Seðlabanki Íslands, skammtímaverðbólguþá greiningardeildar

Séu veðlánvextir Seðlabankans teiknaðir upp við hlið þess vaxtaferils sem ætti að nægja til þess að færa verðbólgu niður að markmiði m.v. Taylor-reglu Seðlabankans má sjá að taumhald peningastefnunnar er mismunandi eftir því hvaða verðbólguþá við höfum til hliðsjónar. Ef við miðum við verðbólgu- og framleiðsluspennuþá Seðlabankans þá má færa rök fyrir því að taumhaldið sé jafnvel of strangt um þessar mundir. Um 5% veðlánvextir ættu að nægja á fjórðungnum sem senn fer í hönd, en þeir eru nú 6%. Hins vegar ef við horfum til verðbólguþá greiningardeildar þá er taumhald peningastefnunnar á réttum stað um þessar mundir en vextir þyrftu að hækka á komandi misserum til

að vinna gegn verri verðbólguhorfum.



Heimild: Seðlabanki Íslands, útreikningar greiningardeildar

Miðað við fundargerðir peningastefnunefndar á öðrum fjórðungi virðist hún þó telja að það sé betra að hafa vaðið fyrir neðan sig þegar kemur að vaxtastiginu, og hafi því aðhaldið viljandi strangt. Svipað viðhorf birtist í [nýjstu eftirfylgniskýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins](#), en þar segist sjóðurinn styðja taumhald peningastefnunnar eftir vaxtahækkunarferli bankans. Til viðbótar hefur yfirstjórn bankans gefið til kynna að hún vilji ekki lækka vexti of hratt og missa tókin á verðbólgunni, líkt og árið 2011.

Bankinn virðist þannig telja að hann sé nú að eiga eins konar Volcker-augnablik, en Paul Volcker, fyrrverandi seðlabankastjóri Bandaríkjanna, tókst að ná böndum á verðbólgunni þar í landi undir lok áttunda áratugs síðustu aldar með harðsoðinni hávaxtastefnu. Í [rammagrein í síðustu peningamálu](#) er þetta nánast sagt beint út, þar sem peningastefna iðnríkja er sögð hafa glímt við sama trúverðugleikavandamál og sú íslenska fyrir um þrjátíu árum, en tekist hafi að vinna bug á því og skapa langtímaverðbólguvæntingum kjölfestu þótt það hafi kostað skammtímafórnir – það sé einnig hægt hér á landi, „[...] en það tekur tíma og *kostar þrautseigju*“.

Í öllu falli teljum við því að peningastefnunefndinni liggi lítið á að lækka vexti á meðan verðbólga og verðbólguvæntingar eru enn ríflega yfir markmiði, þrátt fyrir að aðhaldið sé orðið nokkuð strangt miðað við þjóðhagssþá bankans.

### Viðbótarök fyrir lágu og háu vaxtastigi

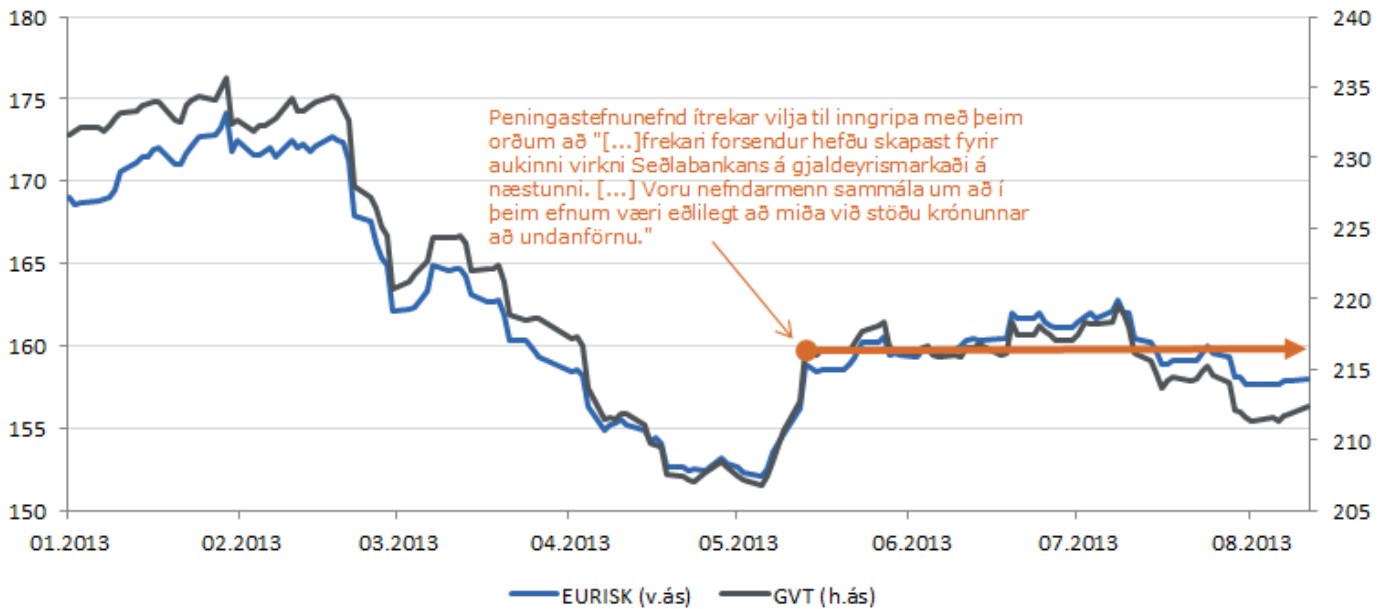
Sem fyrr eru þó bæði rök fyrir því að hafa vaxtastig í lægri kantinum, og fyrir því að hafa það í hærri kantinum.

Rök fyrir lágu vaxtastigi:

- **Veikur hagvöxtur á fyrsta fjórðungi.** Hagvöxtur var töluvert lakari á fyrsta fjórðungi ársins en bankinn hafði spáð. Í júní var það engu að síður mat peningastefnunefndarinnar að of snemmt væri að fullyrða að horfurnar fyrir árið í heild hefðu versnað, en bankinn spáir hraustlegum hagvexti eftir því sem líður á árið. Okkur finnst hæpið að eitthvað hafi breytt þessari sýn nefndarinnar.

- **Styrking og stöðugleiki krónunnar.** Eftir að inngripastefna bankans var ítrekuð þann 15. maí síðastliðinn hefur krónan sveiflast á nokkuð þröngu bili, en hún hefur engu að síður styrkst um 2,5% gagnvart evru og tæpu prósentu meira gagnvart dollar frá síðasta vaxtaákvörðunarfundi í júní. Samkvæmt leikáætlun bankans ætti það að hafa veitt verðbólguvæntingum betri kjölfestu og dregið úr þörfinni á beittri vaxtastefnu, þótt reyndar hafi verðbólguálagið verið að stíga að undanfögnu þrátt fyrir styrkinguna.

**Gengi krónunnar frá áramótum**

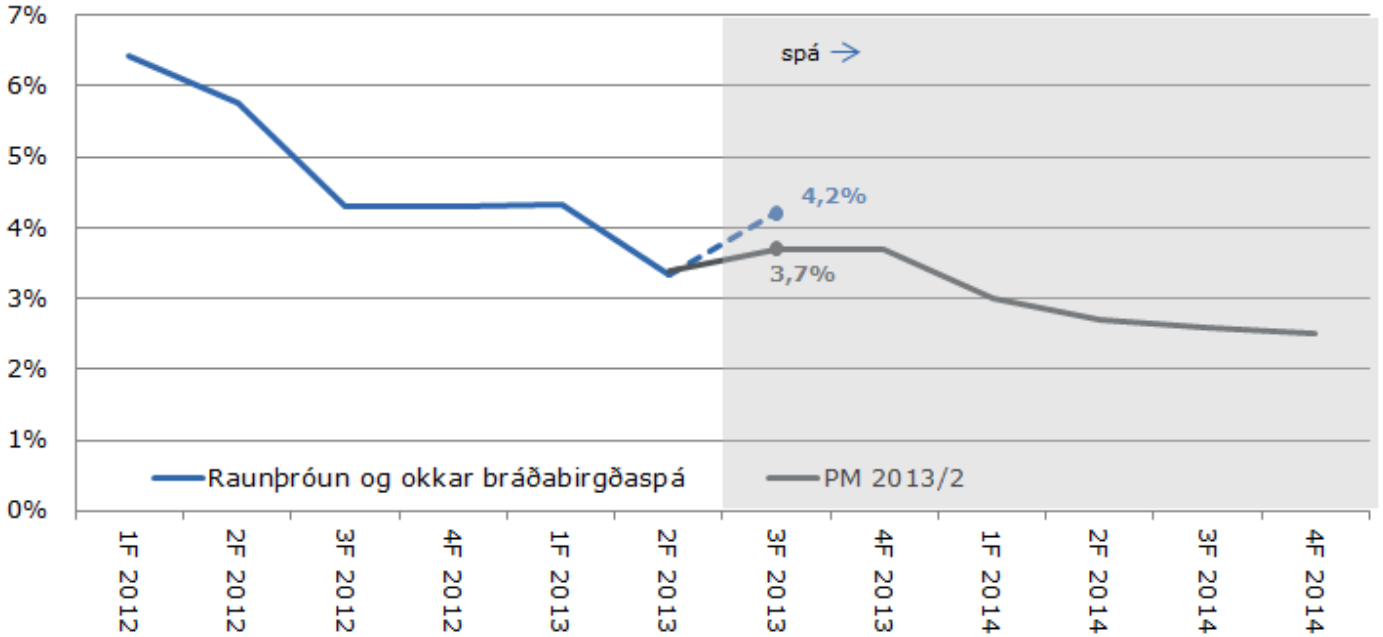


#### Rök fyrir háu vaxtastigi:

- **Kjarasamningar í haust.** Sennilegast er bankanum mikið í mun að kýla verðbólguvæntingar niður áður en gengið verður til kjarasamninga í haust, svo samið verði um sem hóflegastar nafnlaunahækkanir. Hann gæti þannig viljað halda aðhaldinu ströngu fram í nóvember, enda fær hann gálgafrest frá launaverðbólgu ef ætlunarverkið tekst.
- **Óvissa um þróun ríkisrekstrar.** Eins og sakir standa fullyrða forystumenn ríkisstjórnarinnar að umtalsvert meiri halli verði á ríkisrekstrinum í ár og á næsta ári en fjárlög gerðu ráð fyrir. Á meðan ekki hefur verið tilkynnt um neinar mótvægisáðgerðir vill peningastefnunefndin sennilegast frekar hafa annan fótinn á bremsunni.
- **Aukinn verðbólguhraði.** Eftir að hafa gengið nokkuð hratt og örugglega niður frá upphafi árs tók verðbólga lítilsháttar kipp í júlí þegar hún jókst um hálf prósent, úr 3,3% í 3,8%, og verðbólguálag á markaði fylgdi með. Við spáum því að verðbólgan hækki áfram og verði nokkuð hærrí en spá Seðlabankans gerir ráð fyrir á þriðja fjórðungi. Ef fram fer sem horfir mun því aðeins slakna á taumhaldi bankans á fjórðungnum ef ekki kemur til nafnvaxtahækkana.
- **Hækkandi húsnæðisverð.** Meginástæða hækkunar vísitölu neysliverðs er húsnæðisliðurinn en áhrif hans eru um 0,5 prósentustig af þeim 2,5% sem vísitalan hefur hækkað frá áramótum. Samkvæmt tölum Þjóðskrár Íslands hefur íbúðaverð á höfuðborgarsvæðinu hækkað um tæp 4% en við spáum um 9-10% nafnhækkun á árunum 2013 og 2014 (sjá [Fasteignamarkaður á göngudeild: Horfur 2014](#)). Sú hækkun yfirfærir í um +0,1% áhrif að meðaltali næstu sex mánuði sem þýðir að ef öðrum undirliðum er haldið óbreyttum út árið þá verður tólf mánaða verðbólga 4,4% í árslok sem getur ekki talist viðunandi í augum peningastefnunefndar.

## Verðbólguþróun og horfur

- m.v. spá Seðlabankans



### Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Brynjar Ólafsson	brynjar.olafsson@arionbanki.is	444-6262
Elvar Ingi Möller	elvar.moller@arionbanki.is	444-6981
Erna Sverrisdóttir	erna.sverrisdottir@arionbanki.is	444-6991
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Hafsteinn Hauksson	hafsteinn.hauksson@arionbanki.is	444-6993
Stefán Broddi Guðjónsson	stefan.gudjonsson@arionbanki.is	444-6959

### Ábyrgðarmaður: Ásdís Kristjánsdóttir

#### Fyrirvari

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum sem Greiningardeild Arion banka hefur undir höndum þegar Markaðspunktur eru ritaðir. Helstu heimildir eru ársskýrslur, afkomufundir og hluthafafundir auk annarra opinberra upplýsinga sem birst hafa í fjölmiðlum og á öðrum vettvangi. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem tilboð á einn eða annan hátt og ekki skal líta á efnið sem ráðgjöf um kaup, sölu eða aðra ráðstöfun fjármálagerninga sem umfjöllunin kann að varða, beint eða óbeint. Skoðanir og spár geta breyst án fyrirvara. Þrátt fyrir að þess sé sérstaklega gætt að upplýsingarnar séu réttar og nákvæmar þegar þær eru settar fram getur Arion banki, eða starfsmenn Arion banka ekki tekið ábyrgð á villum. Vinsamlegast hafið samband við markaðsviðskipti Arion banka eða ráðgjafa áður en gengið er frá viðskiptum sem byggja á þessum Markaðspunktum. Arion banki hf. og starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að gengi einstakra bréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og öfugt. Einnig skal bent á að árangur í fortíð er ekki örugg vísbending eða trygging fyrir árangri í framtíð.

Arion banki, starfsmenn Arion banka, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Arion banka kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, verðmatsskýrslur og annað útgáfuefni Greiningardeildar Arion banka lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, umsýjaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankabjónustu.

Athugasemdir, ábendingar og fyrirspurnir tengdar markaðspunktum sendist á netfangið [greiningardeild@arionbanki.is](mailto:greiningardeild@arionbanki.is)