Greiningardeild • greining@arionbanki.is • arionbanki.is

Markaðspunktar í dag:

- Óbreyttir vextir: Áhyggjur af hagkerfinu, krónan í brennidepli
- Inngrip á gjaldeyrismarkaði: Þetta er planið

Óbreyttir vextir: Áhyggjur af hagkerfinu, krónan í brennidepli

Peningastefnunefnd Seðlabankans hefur ákveðið að halda vöxtum bankans óbreyttum, en það er í samræmi við spár greiningaraðila. Ákvörðunin kemur því ekki á óvart, en við síðustu vaxtaákvörðun sagði:

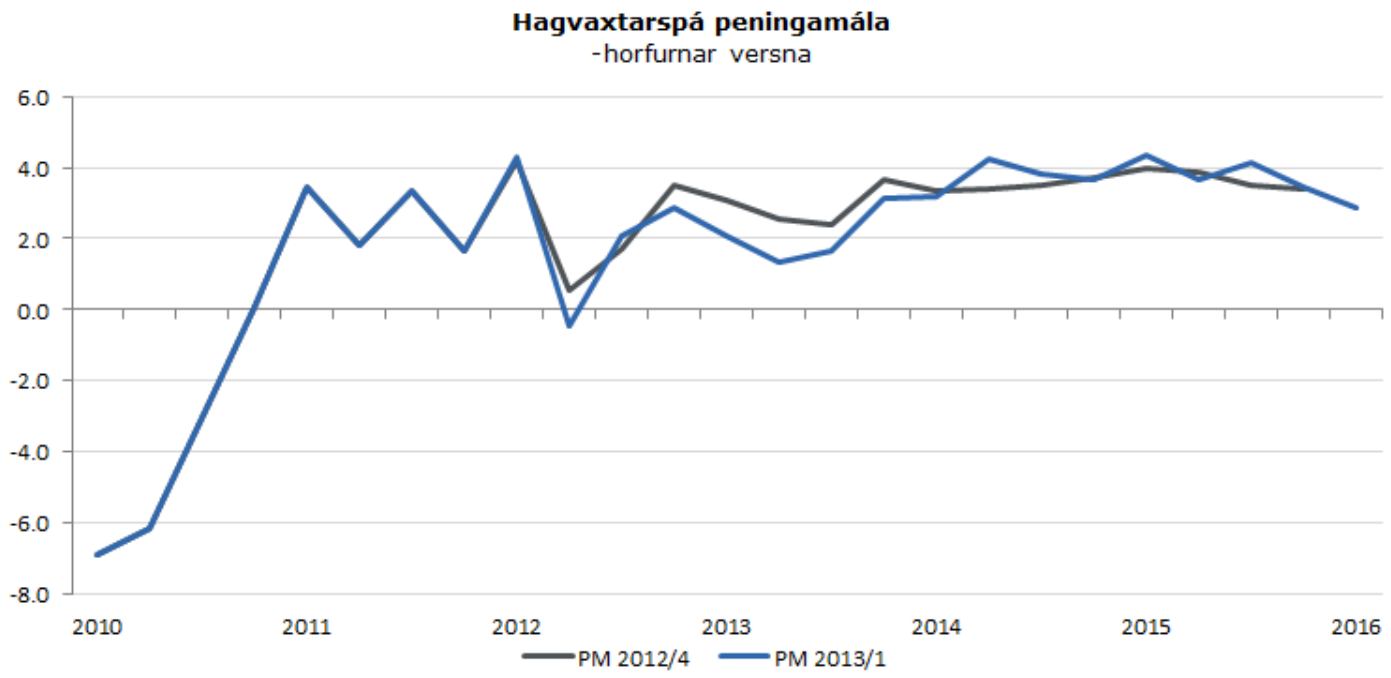
> *Að hve miklu leyti aðlögunin á sér stað með hærri nafnvöxtum Seðlabankans fer eftir framvindu verðbólgunnar, sem ræðst að miklu leyti af þróun gengis krónunnar og launaákvörðunum. Hvort nafnvextir bankans verða óbreyttir á næstunni er m.a. háð því að endurskoðun kjarasamninga á nýju ári samrýmist hjöðnun verðbólgu að markmiðinu.*
>
> -Yfirlýsing peningastefnunefndar 12. Desember 2012

Bankinn hafði m.ö.o. allt að því lofað aðilum vinnumarkaðarins því að ef þeir kæmust að samkomulagi án þess að til viðbótarlaunahækkana kæmi umfram þær sem kveðið er á um í kjarasamningum, þá yrði vöxtum haldið óbreytt. Það hefði reynst bankanum afar erfitt að svíkja þær væntingar sem hann hafði skapað á vinnumarkaði fyrir fundinn í ljósi þess að samningar héldu, jafnvel þótt full ástæða hefði verið til þess að hækka vexti (sem við teljum þó að hafi ekki verið).

Hægir á efanahagsbatanum og viðskiptakjör versna

Seðlabankinn birti samhliða vaxaákvörðun í morgun uppfærða hagspá bankans. Að mati bankans er að hægja verulega á efnahagsbatanum, en lakari horfur skýrast einkum af minni atvinnuvegafjárfestingu og hægari vexti í einkaneyslu en gert var ráð fyrir. Er þar einkum um að ræða minni fjárfestingu í orkufrekum iðnaði á spátímanum, sem m.a. má rekja til tafa á framkvæmdum við Straumsvík og seinkun framkvæmda við Helguvík.

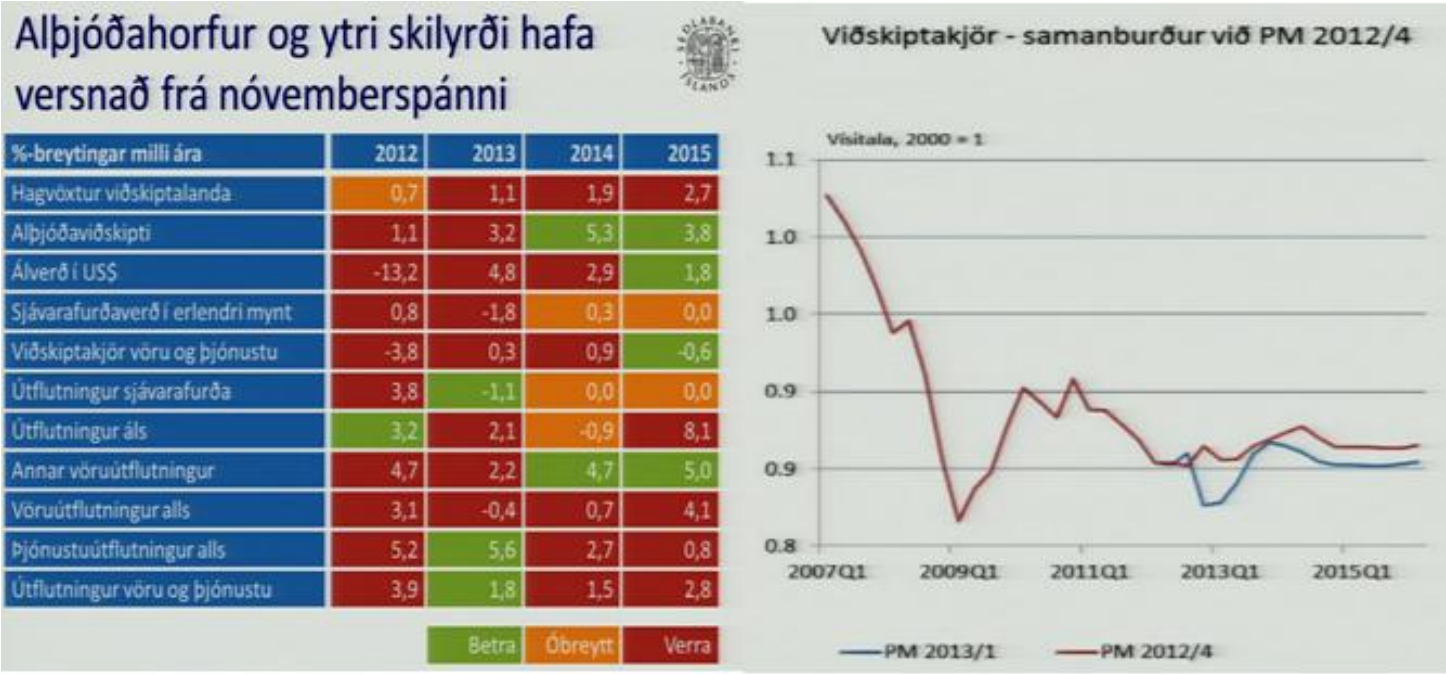
Í yfirlýsingu peningastefnunefndar má greina að nefndin tekur í sama streng og telur að ástand hagkerfisins sé nokkuð brothætt um þessar mundir. Í yfirlýsingunni er að finna nokkuð breyttan tón frá síðustu vaxtaákvörðun, en þar er sagt að nýlegar hagtölur bendi til þess að hagvöxtur hafi verið hægari á árinu 2012 en síðasta spá bankans benti til og að horfur séu á veikari bata en áður. Þá hafi fjöldi unninna stunda aukist minna en spáð var. Það virðist því vera sem áhyggjur af hagkerfinu séu ríkjandi innan nefndarinnar, og því liggi henni síður á að hækka vexti á meðan óvissa er um þrótt þjóðarbúskapsins.



Heimild: Peningamál 2013/1

Slæmar horfur í Evrópu eru að smitast yfir í efnahagshorfurnar hér heima. Þannig gerir Seðlabankinn ráð fyrir versnandi viðskiptakjörum á þessu ár og því næsta. Viðskiptakjör í lok árs voru ríflega 4% lakari en gert hafði verið ráð fyrir í síðustu spá, en jafnframt er gert ráð fyrir lakari viðskiptakjörum út spátímabilið. Seðlabankastjóri tiltók á kynningarfundinum í morgun að um 4% rýrnun viðskiptakjara felur í sér að vöru- og þjónustuafgangurinn minnkar um sem nemur 2% af landsframleiðslu, m.ö.o. skreppur nettó gjaldeyrisinnflæði til landsins saman um sem nemur 36,5 mö.kr. vegna versnandi viðskiptakjara.

Versnandi viðskiptakjör og mikil gjaldeyriskaup hafa þannig haft neikvæð áhrif á gengi krónunnar, líkt og fjallað er nánar um að neðan.



%-breytingar milli ára	2012	2013	2014	2015
Hagvöxtur viðskiptalanda	0,7	1,1	1,9	2,7
Alþjóðaviðskipti	1,1	3,2	5,3	3,8
Álverð í US$	-13,2	4,8	2,9	1,8
Sjávarafurðaverð í erlendri mynt	0,8	-1,8	0,3	0,0
Viðskiptakjör vöru og þjónustu	-3,8	0,3	0,9	-0,6
Útflutningur sjávarafurða	3,8	-1,1	0,0	0,0
Útflutningur áls	3,2	2,1	-0,9	8,1
Annar vöruútflutningur	4,7	2,2	4,7	5,0
Vöruútflutningur alls	3,1	-0,4	0,7	4,1
Þjónustuútflutningur alls	5,2	5,6	2,7	0,8
Útflutningur vöru og þjónustu	3,9	1,8	1,5	2,8

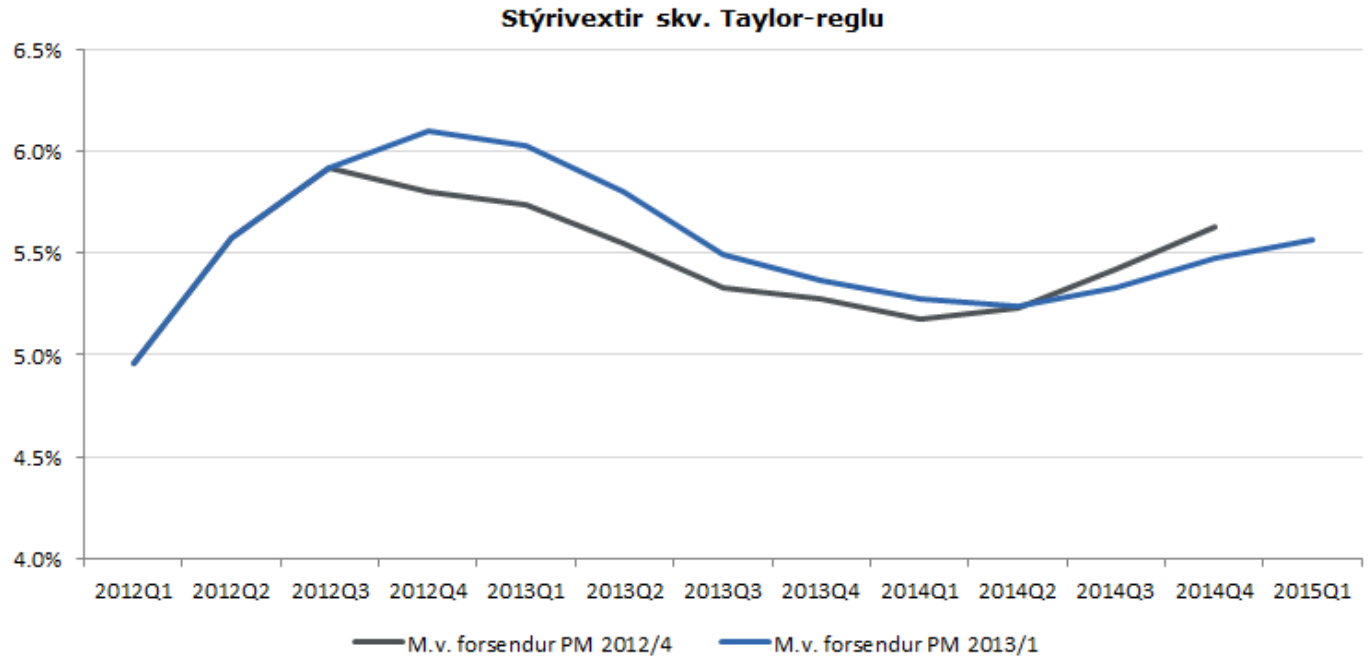
Heimild: Klippt úr glærum frá kynningafundi Seðlabankans í dag

Stýritækin orðin tvö

Þrátt fyrir að það sé að hægja á efnahagsbatanum þá var tónninn í morgun frekar í þá átt að nefndin hafi meiri áhyggjur af verðbólguhorfum og hvaða áhrif núverandi veiking muni hafa á

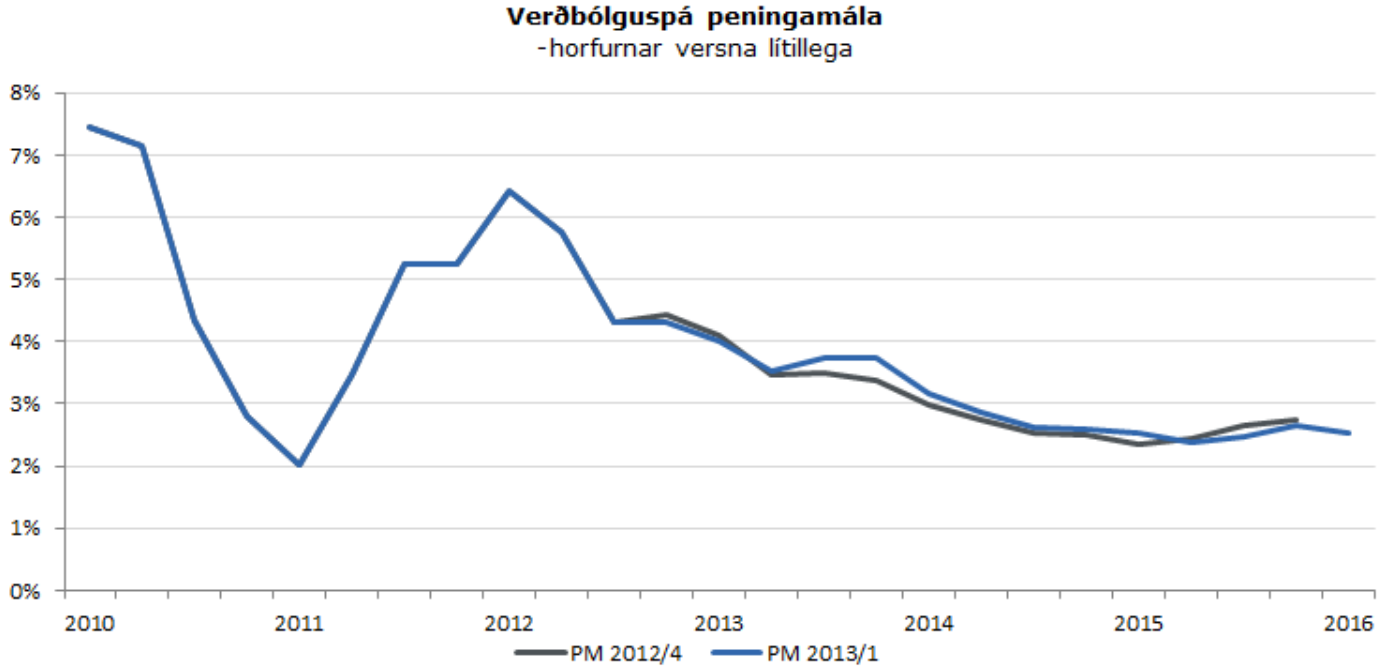
verðbólguvæntingar. Á fundinum kom fram í morgun að stýritæki Seðlabankans eru ekki aðeins stýrivextirnir heldur líti hann einnig á inngrip á gjaldeyrismarkaðnum sem stýritæki. Það gæti létt á verðbólguþrýstingi vegna gengisleka, og minnkað þörfina á stýrivaxtahækkunum.

Sé nýjustu spám bankans um verðbólgu án skattaáhrifa og framleiðsluspennu stungið inn í þá Taylor-hagstjórnarreglu sem bankinn styðst við, þá fæst stýrivaxtaferillinn sem sjá má hér að neðan. Útlit er fyrir hærri vexti en við síðustu útgáfu Peningamála, einkum þar sem gert er ráð fyrir aðeins meiri verðbólgu á næsta ári. Það sem er hins vegar áhugavert er að ef spá bankans um verðbólgu og framleiðsluslaka gengur eftir er allt útlit fyrir að aðhald peningastefnunnar sé lítillega of strangt nú um stundir, og svigrúm verði til að lækka nafnvexti eftir því sem líður á árið, þótt raunaðhaldið muni aukast hægt og bítandi með hjaðnandi verðbólgu.



Heimild: Peningamál 2013/1 og útreikningar greiningardeildar

Við teljum þó að mikil óvissa ríki um verðbólguhorfurnar, og lítið megi út af bregða áður en verðbólguhorfur breytist til hins verra. Við útilokum því ekki frekari vaxtahækkanir á árinu reynist verðbólgan hærri en spá Seðlabankans gerir ráð fyrir. Hins vegar teljum við að fyrirhuguð beiting gjaldeyrisinngripa (viðbótarstýritæki Seðlabankans) dragi úr þörfinni á vaxtahækkunum að því gefnu að inngripin skili tilætluðum árangri og slái á væntingar um frekari veikingu krónunnar.

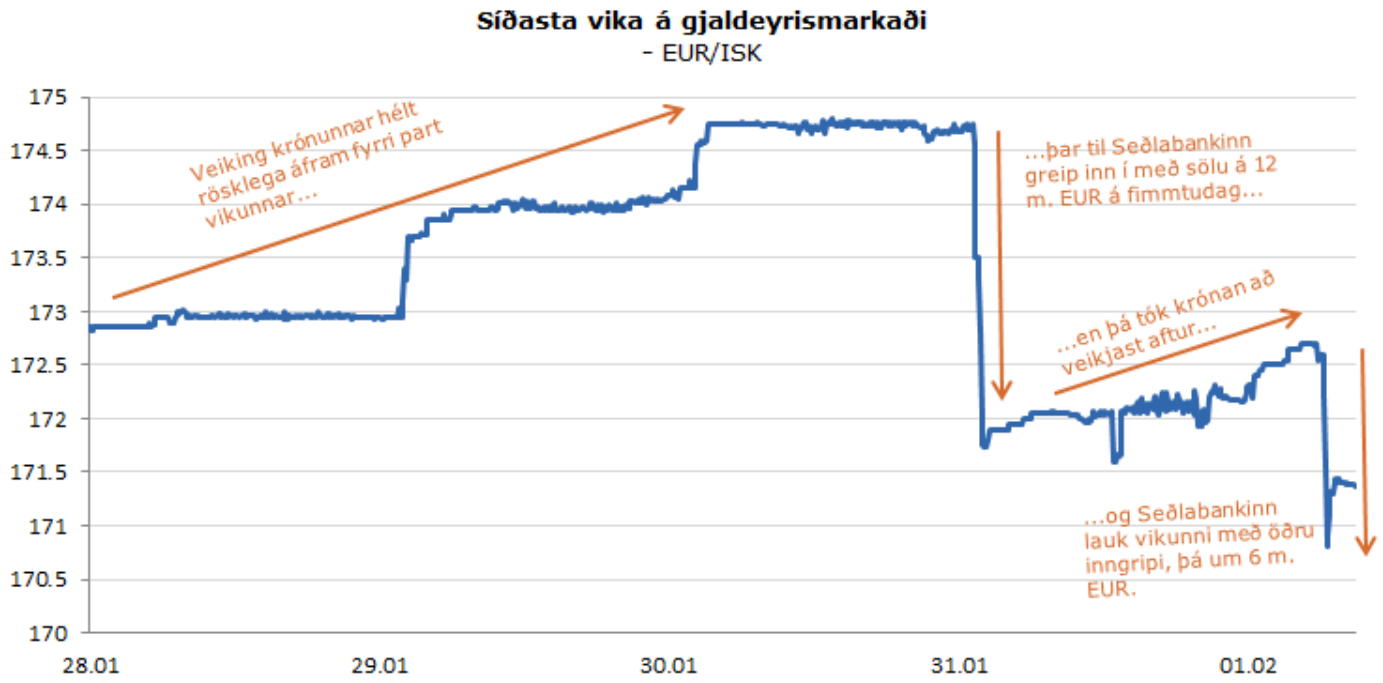


Heimild: Peningamál 2013/1

Inngrip á gjaldeyrismarkaði: Þetta er planið

Stóru nýmælin á vaxtaákvörðunarfundi Seðlabankans í morgun hljóta að teljast sú mikla áhersla sem lögð er á horfur um gengi krónunnar. Í yfirlýsingunni segir að lakari viðskiptakjör (þ.e. innflutningur til landsins hefur hækkað meira í verði en útflutningur frá því) hafi dregið úr afgangi vöru- og þjónustujafnaðar á sama tíma og mikill þungi hefur verið í gjaldeyriskaupum vegna gjalddaga erlendra lána, en báðir þessir þættir hafa veikt gengi krónunnar.

Í ljósi þeirra aðstæðna hafi Seðlabankinn ákveðið að hætta um hríð kaupum gjaldeyris (eins og þegar hafði komið fram) og styðja við gengi krónunnar með inngripum á gjaldeyrismarkaði. Á hagtölum bankans sést að hann seldi 12 m. evra til að styðja við gengið á fimmtudaginn í síðustu viku, en fjölmiðlar hafa greint frá því að frekari inngrip hafi komið til á föstudag, sem samræmist hreyfingum á markaðnum. Við höfðum kvartað undan skorti á leiðsögn í tengslum við inngripin, en Seðlabankastjóri útskýrði leikáætlun bankans á gjaldeyrismarkaði nokkuð ítarlega á vaxtaákvörðunarfundi í morgun[1].



Heimild: Bloomberg

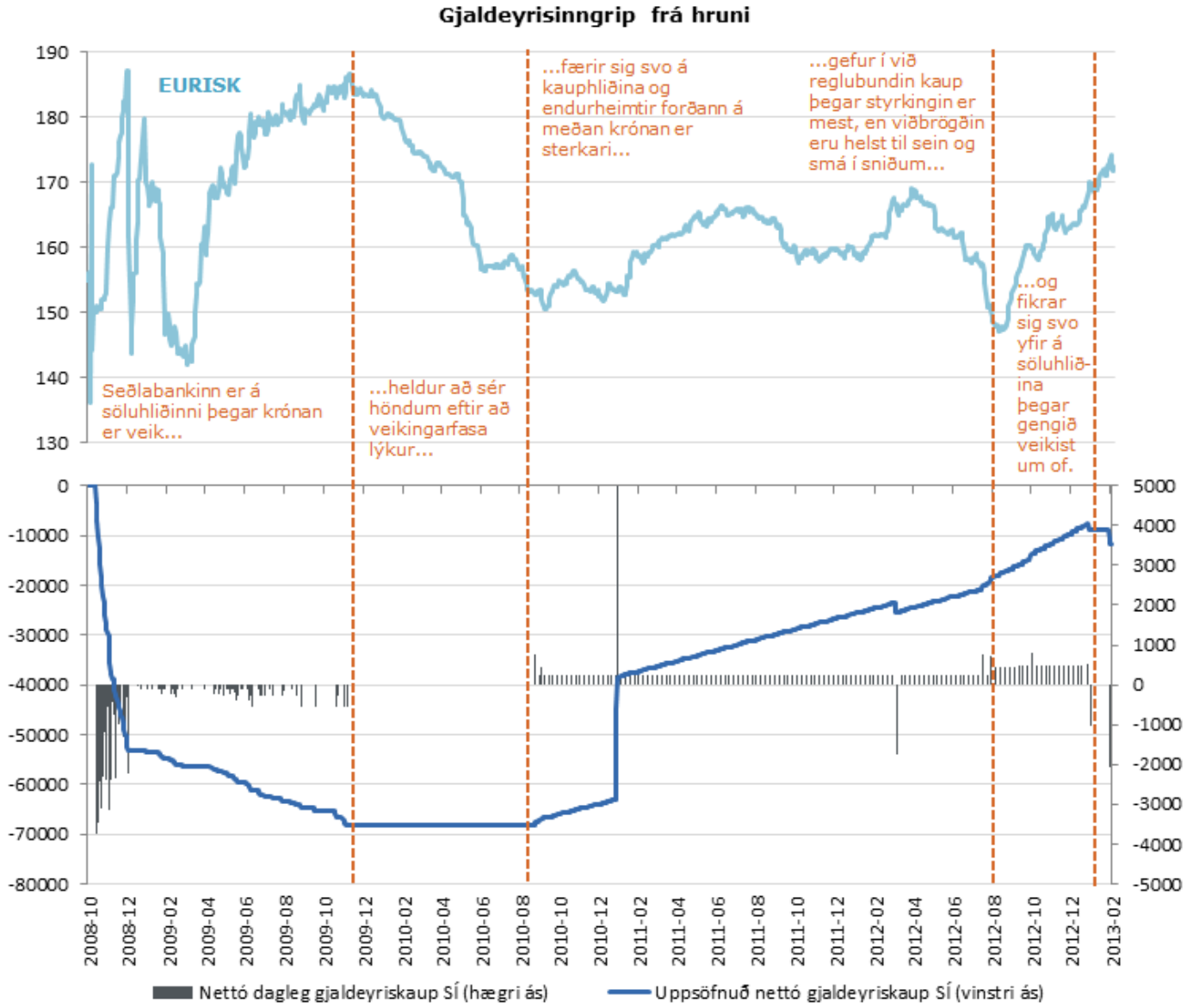
Eins og leikáætlun Seðlabankans blasir við okkur hverfist hún um eftirfarandi þætti:

- **Þrýstingi á krónuna er ekki lokið.** Inngripin voru ekki einsskiptisaðgerð til að gefa til kynna viðsnúning á útflæði, eins og við höfðum velt upp. Þvert á móti er óvissa um hversu lengi krónan mun eiga erfitt uppdráttar vegna lakra viðskiptakjara og gjaldeyrissöfnunar aðila með skuldir í erlendri mynt, en ekki er um tímabundna þætti að ræða í þeim skilningi að þrýstingnum á gengið sé nú lokið. Þótt óvissa sé um hversu langvarandi áhrifin eru gæti verið útlit fyrir að eitthvað sljákki í útflæðinu með vorinu þegar erfiðum gjalddögum lýkur.

- **Bankinn tímasetur gjaldeyrisviðskipti m.t.t. til stöðu krónunnar, og getur hagnast á þeim.** Bankinn hefur frá árinu 2009 verið bæði kaupandi og seljandi á gjaldeyrismarkaðnum, en hann hefur lagt upp með að tímasetja viðskiptin þannig að hann kaupi gjaldeyri þegar krónan er í sterkara lagi og selur þegar hún er í veikara lagi. Þannig geti hann dregið úr óheppilegum sveiflum á gjaldeyrismarkaðnum og jafnvel hagnast á viðskiptunum. Þótt auðvitað sé ekki hægt að dæma um það hvort bankinn tímasetji viðskiptin rétt fyrr en eftirá virðist hann vera þokkalega viss í sinni sök um tímasetninguna miðað við vænt inn- og útflæði á næstu misserum. Enn sem komið er hafa gjaldeyrisviðskiptin samræmst þessu uppleggi bankans nokkuð vel, með

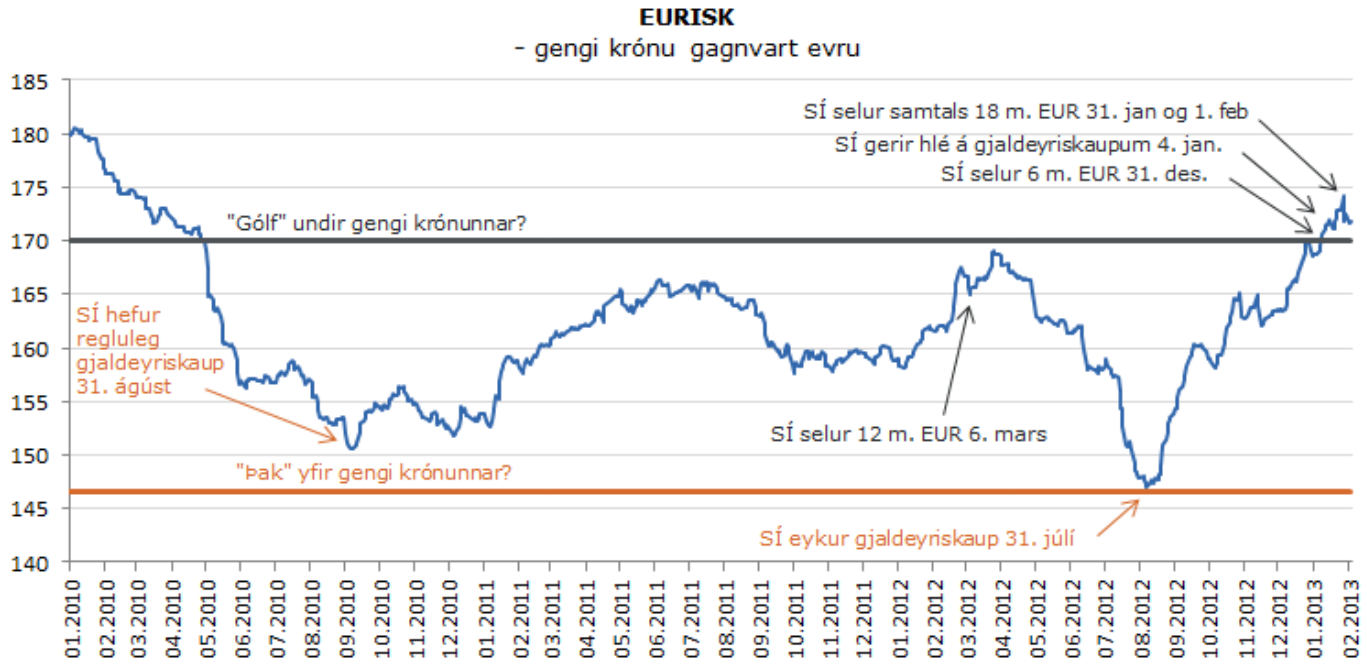
[1] Hægt er að nálgast erindi Seðlabankastjóra í heild sinni hér.

þeirri meginundantekningu að við teljum að heppilegra hefði verið að nýta snarpa styrkingu síðasta sumar til að safna af meiri krafti í forðann, og koma þannig í veg fyrir jó-jó hreyfingu krónunnar í júlí og ágúst. Væntanlega mun bankinn fara á kauphliðina þegar krónan snýr með vorinu og endurheimta þannig forðann sem varið er til inngripa. Gangi það ekki eftir teljum við betur heima setið en af stað farið að nota forða sem er með öllu skuldsettur til þess að verja gengið.



Heimild: Seðlabanki Íslands, útreikningar og athugasemdir greiningardeildar

- **Inngripin munu halda áfram ef með þarf.** Þótt bankinn vilji hvorki fullyrða að neitt gólf sé undir gengi krónunnar né skuldbinda sig til inngripa við ákveðnu gengi, þá útilokar hann ekki frekari inngrip ef með þarf. Við höldum okkur við fyrri fullyrðingu okkar; að bankinn sé viljugri til inngripa en ella þegar gengi evrunnar er komið nærri eða norður fyrir 170 krónur. Þótt engin yfirlýsing um slíkt liggi fyrir teljum við flest benda til þess að bankinn muni ekki láta krónuna veikjast verulega umfram það.



Heimild: Seðlabanki Íslands, útreikningar og athugasemdir greiningardeildar

- **Bankinn vill hafa áhrif á væntingar.** Hluti af leikáætluninni felst í því sem við höfum áður sagt; að lokka eigendur gjaldeyris sem hugsanlega vilja bíða með að skipta honum fyrir krónur vegna væntinga um lakara gengi inn á markaðinn, og koma í veg fyrir gengislækkunarspíral. Þar er t.d. um að ræða útflytjendur, sem eiga skilaskyldan gjaldeyri sem ekki hvílir skiptiskylda á, og fjármálastofnanir innan takmarkana um gjaldeyrisjöfnuð. Þær mega nú hafa opnar gjaldeyrisstöður sem nema 15% af eiginfjárgrunni, sem merkir að heildarsvigrúm stóru bankanna þriggja til stöðutöku á gjaldeyrismarkaði var ríflega 78 ma.kr. í hvora átt í lok þriðja ársfjórðungs í fyrra. Seðlabankinn fullyrðir að vísbendingar séu um að væntingar hafi áhrif á tímasetningu gjaldeyrisviðskipta þessara aðila.

- **Inngripunum er beitt til að styðja við verðbólgumarkmið.** Sjónarmið varðandi verðbólgumarkmið Seðlabankans skipta máli við inngrip á gjaldeyrismarkaði, en svo virðist sem þeim verði beitt til að koma í veg fyrir að ótæpileg veiking ógni verðstöðugleika. Með öðrum orðum virðist bankinn reiðubúinn að beita gjaldeyrisforðanum sem stýritæki við hlið vaxtatækisins. Að öðru óbreyttu teljum við að verðbólguþrýstingur verði minni vegna inngripanna en ella, og að heldur dragi úr þörfinni á stýrivaxtahækkunum vegna þeirra.

Bera inngripin árangur?

Við höfðum bent á að ef inngrip síðustu viku væru undanskilin, væri tíðni og umfang inngripanna ekki nægjanleg til að skapa væntingar um að gengið myndi ekki síga frekar, sérstaklega þar sem talsverð veiking fylgdi síðustu inngripum bankans um áramótin án þess að samstundis væri gripið til aðgerða. Inngripin á fimmtudag og föstudag gætu breytt þeirri mynd og rennt styrkari stoðum en áður undir væntingar þess efnis að genginu verði ekki leyft að veikjast mikið frekar.

Það kemur hins vegar ekki í ljós fyrr en á næstu vikum og jafnvel mánuðum hvort inngripin hafi skilað tilætluðum árangri. Ef þau verða ekki til þess að skapa aukið innflæði á móti útflæðinu, þá er ljóst að inngripunum hefur misheppnast að hafa varanleg áhrif í gegnum væntingafarveg markaðarins. Því miður hefur krónan ekki snúið enn, og lítilsháttar veikingar gætir það sem af er vikunnar. Hinsvegar styrkja hver inngrip gengið tímabundið, og draga t.d. úr þörfinni á stýrivaxtahækkunum, svo það er ekki þar með sagt að þau séu óskynsamleg.

Aðalatriðið þegar til lengdar lætur er að bankinn geti endurheimt forðann með gjaldeyriskaupum þegar krónan styrkist, en verst væri ef bankinn hefur lesið stöðuna rangt og slíkt svigrúm gefst ekki. Það kemur hins vegar ekki í ljós fyrr en að nokkrum tíma liðnum hvort svo er.

Markaðspunktar Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
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 Markaðspunktar 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, umsjónaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankaþjónustu.

Athugasemdir, ábendingar og fyrirspurnir tengdar markaðspunktum sendist á netfangið greiningardeild@arionbanki.is