

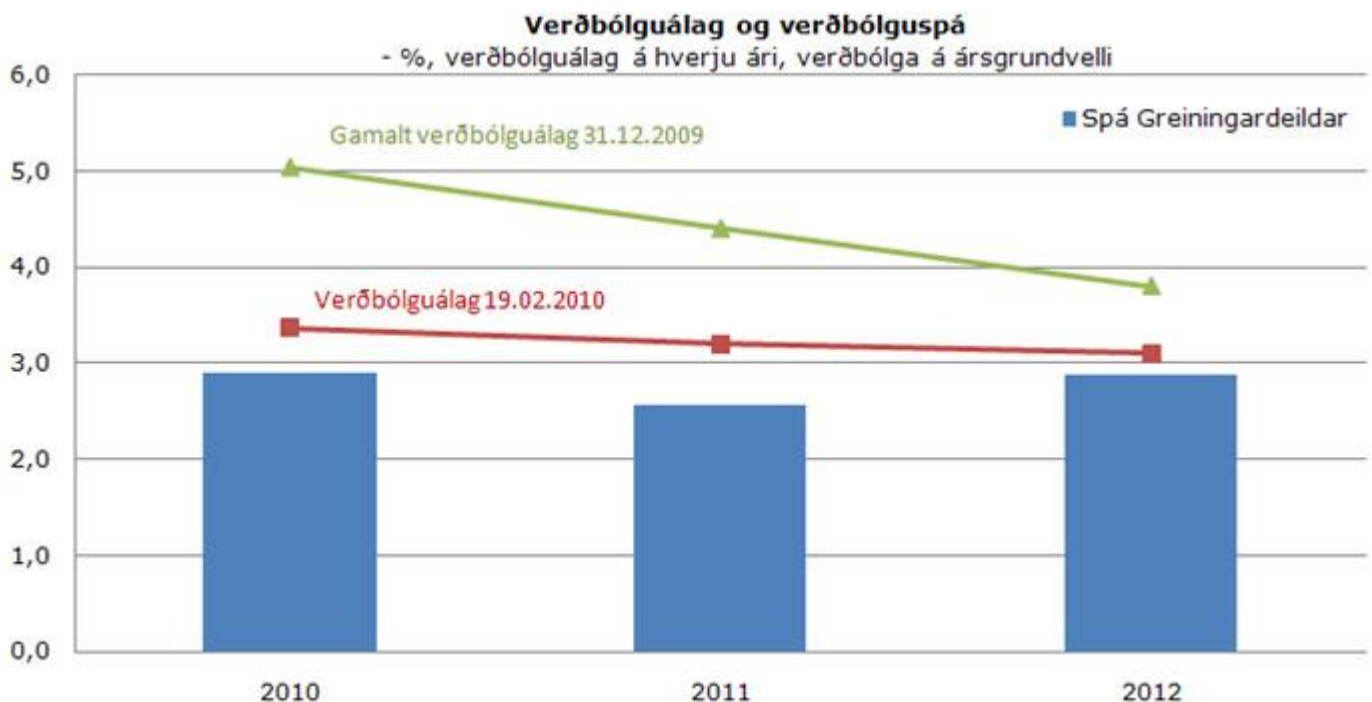


## Markaðspunktur í dag:

- Er verðbólguálagið á réttu róli ?
- Bjartari vaxtavæntingar á markaði

## Er verðbólguálagið á réttu róli ?

Alla jafna skýra væntingar um verðbólguþróun sennilega stærstan hluta af bilinu milli ávöxtunar verðtryggðra og óverðtryggðra bréfa. Bilið þarna á milli er enda gjarnan einfaldlega kallað verðbólguálag. Þetta bil náði hámarki janúar í kjölfar ákvörðunar forsetans um að hafna Icesave lögnum en hefur farið töluvert lækkandi síðan þá. Í dag má lesa út úr þessu bili að markaðsaðilar geri ráð fyrir að verðbólga næstu 3 árin verði í kringum 3,2% á ári að meðaltali. Til samanburðar gera spár okkar ráð fyrir 2,8% meðalverðbólgu næstu þrjú ár. Þannig er verðbólguálag örlítið hærra en sú verðbólga sem við spáum en í upphafi árs var mikill munur hér á milli. **Í grófum dráttum má því segja að verðbólguálagið sé ekki út í hött miðað við verðbólguþróun Greiningardeildar – helst er þó álagið til tveggja ára hátt miðað við okkar spá.** Hinsvegar þarf að huga að fleiri þáttum en verðbólgu þegar verðtryggð og óverðtryggð bréf eru borin saman, eins og fjallað er um hér að neðan.



## Fleiri þættir en verðbólguvæntingar skipta máli

Meðal þeirra þátta sem hafa áhrif á bilið milli ávöxtunarkröfu verðtryggðra og óverðtryggðra bréfa eru eftirfarandi:

**Óvissa um verðbólgu.** Hér má t.d. nefna það sem kalla mætti verðbólguáhættuálag á óverðtryggð bréf þar sem fjárfestar slíkra bréfa eru ekki varðir gagnvart verðbólgunni, ólíkt eigendum verðtryggðra bréfa. Þannig gætu óverðtryggð bréf ávallt verðskuldað eitthvert álag vegna þessarar óvissu, jafnvel þótt fjárfestar væntu engrar verðbólgu. Álag af þessu tagi er þó trúlega mismikið á hverjum tíma. Til skemmri tíma gæti t.d. framvinda Icesave deilunnar haft áhrif á verðbólguáhættuálagið – væntingar um hagstæða lausn hefur þannig e.t.v. haft áhrif til lækkunar á álaginu á undanfögnu en komi vísbendingar fram um áframhaldandi hnút gæti álagið snarlega snúist til hækkunar.

**Framboðsálag.** Af öðrum þáttum sem hafa sterk áhrif um þessar mundir á skuldabréfamarkaði má nefna framboðsálag. Sá samanburður er óverðtryggðu bréfunum nokkuð í hag til skemmri tíma þar sem nokkru meira framboð virðist vera framundan á verðtryggðum bréfum heldur en óverðtryggðum, þótt þessu gæti mögulega verið öfugt farið til lengri tíma litið.

- **Meira framboð verðtryggðra bréfa til skamms tíma.** Horft til skemmri tíma verður framboð verðtryggðra bréfa sennilega meira en framboð óverðtryggðra bréfa, sem gæti réttlætt minna álag á óverðtryggðu bréfin en ella. Annarsvegar miðast áætlanir við að verðtryggð útgáfa muni nema 25 mö.kr. nettó á árinu á sama tíma og óverðtryggð útgáfa verður nálægt 10 mö.kr. nettó. Hinsvegar er meirihluti íslenskra skuldabréfa í höndum Seðlabankans í Lúxembúrg verðtryggður – en þau bréf munu líklega fyrr eða síðar enda á markaði hér heima.
- **Framboð óverðtryggðra bréfa síðar meir?** Horft lengra fram í tímann gæti þó framboð óverðtryggðra bréfa mögulega aukist og þannig réttlætt hærra álag á óverðtryggð bréf en ella. Afnáam gjaldeyrishafta gæti t.d. leitt til aukins framboðs óverðtryggðra bréfa ef íslenskir og erlendir aðilar færa sig úr innlendum stöðum í erlendar – þetta segir nokkuð um eigendahóp óverðtryggðu bréfanna sem er e.t.v. ekki jafn þolinmóður og eigendahópur verðtryggðra bréfa (t.d. eru lífeyrissjóðir stærstu kaupendur verðtryggðra bréfa). Þá gæti afnáam gjaldeyrishafta leitt til gengisveikingar krónunnar og þar með meiri verðbólgu, en forsendur í okkar spá eru að gengið verði stöðugt út spátímabilið. Við teljum afnáam gjaldeyrishafta hinsvegar ekki vera handan við hornið.

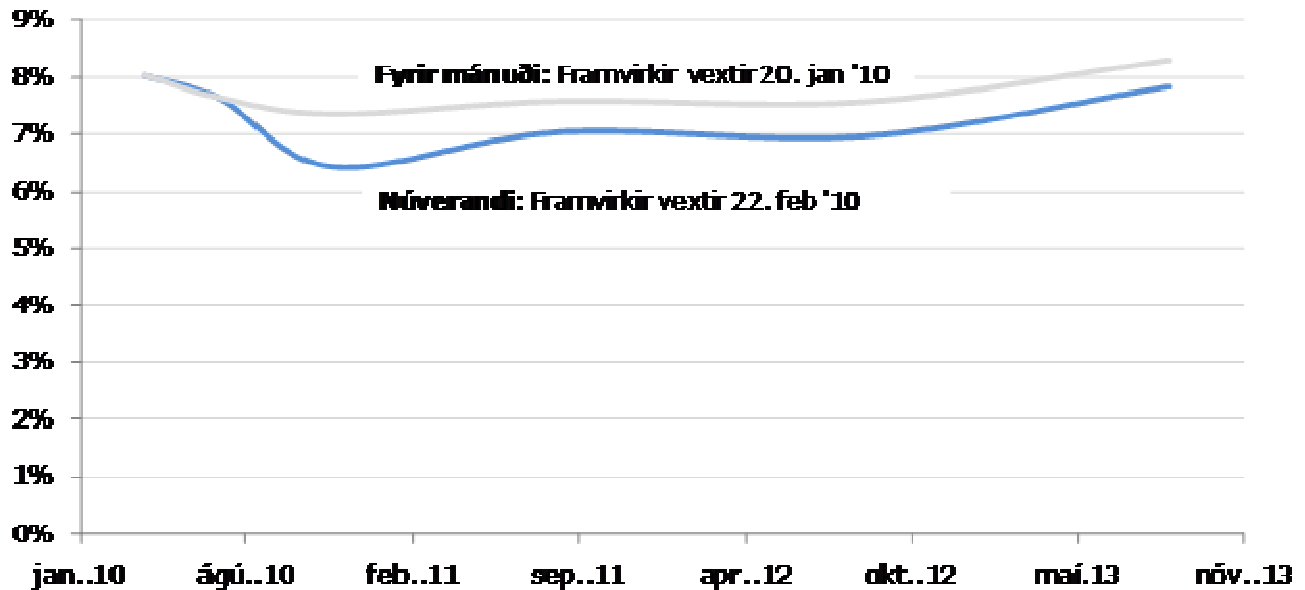
## Bjartari vaxtavæntingar á markaði

Trú markaðsaðila á frekari vaxtalækkanir var afar takmörkuð um miðjan janúarmánuð samkvæmt vöxtum á skuldabréfamarkaði. Miðað við markaðsvexti á þeim tímapunkti mátti álykta að markaðsaðilar byggjust við að vaxtalækkunarferlið næði botni í um 7,5%, sem var vægast sagt í svartsýnna lagi eins og bent var á í Markaðspunktum um miðjan janúar.

Eftir lækkun ávöxtunarkröfu í seinni hluta janúar má hinsvegar lesa örlítið bjartari vaxtavæntingar úr verðlagningu á skuldabréfamarkaði. Til dæmis virðast markaðsaðilar því búast við að innlámsvextir seðlabankans fari nokkuð undir 7% á næstu tólf mánuðum, en í dag eru vextirnir 8%.

Þróun vaxtavæntinga hefur að undanfögnu ráðist að nokkru leyti af þróun Icesave deilunnar og mun áreiðanlega gera það áfram – leysist deilan eykst bjartsýni á vaxtalækkanir Seðlabankans en lendi deilan í frekari hnút minnkar bjartsýnin þar um.

## "Vaxtasþá markaðarins" - þ.e. framvirkir vextir á markaði



### Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-696 8
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-696 2
Þorbjörn Atli Sveinsson	thorbjorn.sveinsson@arionbanki.is	444-696 4
Þórhallur Ásbjörnsson	thorhallur.asbjornsson@arionbanki.is	444-696 7

### Ábyrgðarmaður: Ásgeir Jónsson

#### 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. 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 ófugt.

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, umsýjaraaðilar 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)**