



## Markaðspunktur í dag:

- Breyttur taktur hjá Seðlabankanum: Spáum 100 punkta lækkun á næsta vaxtaákvörðunarfundi
- Afnáam hafta enn á dagskrá ?
- Seðlabankinn lækkar verðbólguþá sína – er þó enn of svartsýnn

## Breyttur taktur hjá Seðlabankanum

### - Spáum 100 punkta lækkun á næsta vaxtaákvörðunarfundi

---

Seðlabankinn lækkaði vexti sína um 100 punkta í gær sem er meira en væntingar voru um á mörkuðum. Helsti hvatinn að lækkuninni var mjög hröð hjöðnun verðbólgu samhliða styrkingu gengisins. Það er mat Greiningardeildar að Seðlabankinn muni taka annað stórt skref í vaxtalækkunum á næsta vaxtaákvörðunarfundi þann 22. september nk. og lækka vexti um 100 punkta þar sem þessir sömu lækkunarhvatarn munu þá enn vera til staðar.

Þessi skarpa vaxtalækkun Seðlabankans markar fyrir því að verðbólguþámið hafi tekið forsæti yfir afléttingu hafta þegar litið er til skamms og meðallangs tíma – meðal annars vegna ótta um að mjög hröð hjöðnun verðbólgu geti leitt til snarprar hækkunar raunvaxta og auknið við samdráttinn í raunhagkerfinu. En yfirlýsing Peningastefnunefndar nefnir einnig sérstaklega „þörf á að endurskoða fyrirbyggjandi áætlun um afnáam gjaldeyrishafta í ljósi breyttra aðstæðna.“ Seðlabankinn hefur stundum ýjað að því að slíkar aðstæður kalli á breytta vaxtastefnu – þ.e. að vaxtastefnan taki í auknum mæli mið af slakanum í hagkerfinu og verðbólguþámiðinu ef útlit verður fyrir að afnáam hafta tefjist (þessi útgáfa er að sumu leyti skyld Plani B sem fjallað er um í „Afnám hafta enn á dagskrá“ hér að neðan).

Í því sambandi má búast við að Seðlabankinn gæti lækkað vexti fremur hratt það sem eftir lifir ársins – þ.e. ef hjöðnun verðbólgunnar verður viðvarandi.

Hægt er að nefna tvær góðar ástæður fyrir hröðu vaxtalækkunarferli það sem eftir lifir ársins 2010:

1. **Vextir alltof háir í samhengi við lága og hjaðnandi verðbólgu.** Peningastefnunefnd segir í yfirlýsingu sinni að verðbólguþámið og styrking krónu séu helsta ástæða meiri vaxtalækkunar nú en verið hefur að undanförunu. Við teljum að nákvæmlega það sama verði uppi á teningnum við næstu vaxtaákvörðun. Nefndin bendir enda réttilega á að vextir bankans sé enn háir miðað við verðbólguhorfur. Við teljum raunar verðbólguhorfur vera enn betri en Seðlabankinn spáir og að það muni þrýsta á frekari lækkun stýrivaxta.

#### Úr yfirlýsingu Peningastefnunefndar:

- „Minni verðbólga, lægri verðbólguþámið, sterkara gengi krónunnar og horfur á hraðari hjöðnun verðbólgu en áður var reiknað með gefa færi á meiri vaxtalækkun en að jafnaði undanfarið ár.“
- „Miðað við verðbólguhorfur eru vextir Seðlabankans enn nokkuð háir og rök fyrir áframhaldandi lækkun þeirra.“

2. **Afnám hafta ekki á næstu grösum?** Peningastefnunefnd bendir í yfirlýsingu sinni á að gengisdómurinn valdi óvissu – og að meðan þessi óvissa vari sé ekki unnt að aflétta höftum. Því

þurfi að endurskoða áætlanir um afnám hafta. Ef ákveðið verður að fresta afnámi hafta, t.d. um 9-12 mánuði, verður vaxtalækkunarferlið hraðara en annars hefði orðið – 100 punkta lækkun í dag gæti verið til marks um að Peningastefnunefnd telji háan vaxtamun við útlönd ekki eins aðkallandi og áður, bæði vegna óvissu um tímasetningu afnáms hafta og hraðrar lækkunar verðbólgunnar. Við teljum að möguleikinn á frestun afnáms hafta auki líkur á stórstíga vaxtalækkunum á næstu fundum.

Úr yfirlýsingu Peningastefnunefndar:

- „Að lokinni þriðju endurskoðun efnahagsáætlunar íslenskra stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins munu forsendur fyrir afnámi gjaldeyrishafta vera til staðar hvað varðar gjaldeyrisforða og þjóðhagslegan stöðugleika. Hins vegar er enn töluverð óvissa um styrk fjármálakerfisins í kjölfar nýlegra dóma Hæstaréttar. Því er þörf á að endurskoða fyrirliggjandi áætlun um afnám gjaldeyrishafta í ljósi breyttra aðstæðna og þeirrar seinkunar sem þegar er orðin.“

**Því gerum við ráð fyrir 100 punkta vaxtalækkun á næsta vaxtaákvörðunarfundi Seðlabankans.** Einnig gerum við ráð fyrir að það verði rösklega gengið til verks á næstu tveimur fundum til viðbótar sem eftir eru á árinu að því gefnu að gengi krónunnar haldist stöðug eða styrkist áfram og verðbólgan hjaðni áfram.

## **Afnám hafta enn á dagskrá ?**

Á síðustu vaxtaákvörðunarfundur hefur ávallt verið látið í veðri vaka að afnám hafta sé á næsta leiti, um leið og gjaldeyrisforði skilaði sér í hús. Upp á síðkastið hefur Seðlabankinn reyndar lagt á það sérstaka áherslu að afnám hafta haldist í hendur við þriðju endurskoðun AGS (og þá væntanlega við fyrirgreiðslu vinabjóða samhliða). Með endurskoðuninni yrði gjaldeyrisforðinn nægjanlega öflugur svo að afnám hafta geti hafist með trúverðugum hætti.

Hinsvegar bætist nú við einn óvissupáttur, þ.e. áhrif gengisdómsins á bankakerfið. Erfitt er reyndar að lesa úr orðum Seðlabankastjóra hvaða dómsniðurstaða yrði til þess fallin að veikja fjármálakerfið svo mikið að afnám hafta myndi dragast á langinn. Við túlkum þessi orð Seðlabankastjóra á þann veg að gjaldeyrishöftin verði hér lengur en Seðlabankinn hefur áður talið. Meginatriðið er kannski það að vaxtaákvörðanir bankans á þessu ári (í það minnsta) **munu taka mið af óvissunni sem gengistryggðu lánin hafa skapað og því verður vaxtastigið væntanlega lægra en ella**, en þessu svipar að sumu leyti til plans B.

**Plan B** fól á sínum tíma í sér að Ísland fengi ekki fyrirgreiðslu hjá AGS og vinabjóðum og þyrfti því að sinna forðasöfnun með gjaldeyriskaupum á markaði, með mögulegum veikingaráhrifum á krónuna. Í því dæmi var aflétting hafta ekki möguleg og nefndi Seðlabankastjóri að **vextir gætu lækkað hraðar en ella við þær aðstæður**. Síðan þessar hugmyndir voru settar fram hefur aukin fjármögnun fengist og er því ekki hægt að tala um að Plan B í sinni upprunalegu mynd sé komið aftur á teikniborðið (sérstaklega þar sem skortur á fjármögnun er ekki lengur aðal höfuðverkurinn). Engu að síður eru hlýtur maður að velta fyrir sér hvort möguleg frestun á afnámi hafta (vegna óvissu um gengistryggð lán) hljóti ekki að kalla á lægra vaxtastig, með sömu rökum og þegar Seðlabankinn velti fyrir sér Plani B. Rétt er að hafa í huga að í þeirri stöðu sem nú er kominn upp telur Seðlabankinn að jafnvel þótt Icesave málið, samstarfið við AGS og ytri fjármögnun gangi eins og í sögu muni gengismálið tefja afnám hafta meðan það er óleyst.

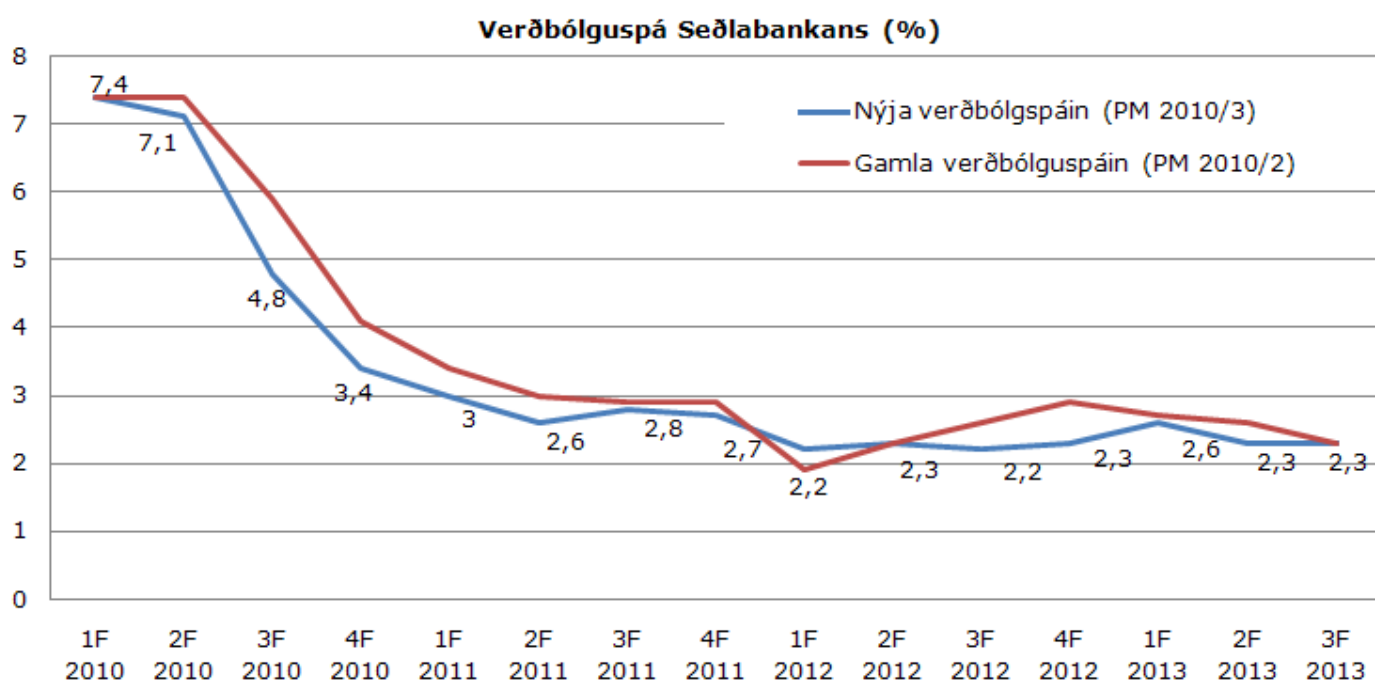
Þó má ekki gleyma **plani A** en í því dæmi fær Ísland lánafyrirgreiðslu og getur því hafið afnám hafta í skrefum (samkvæmt eigin mati). Þessi leið hlýtur að krefjast lausnar á gengismálinu sem samræmist stöðugu fjármálakerfi. T.d. ef niðurstöður Hæstaréttar reynast viðráðanlegar fyrir kerfið eða að þau vandamál sem komi upp vegna dómsmálanna (einkum möguleg endurfjármögnun bankakerfisins) verði leyst hratt og örugglega. **Vextir þyrftu þá að vera hærri** en ella til að styðja krónuna gegnum afnám hafta.

**Útfærslan á afnámi hafta enn óljós**

Við höfum lengi kallað eftir útfærslu á afnámi gjaldeyrishafta en síðasta útspil Seðlabankans í þeim efnum var árið 2009 og tiltók einungis hvaða leiðir væru mögulegar án þess að tímasetningar og greinargóð áætlun væru lögð fram. Hér er kannski ágætt að hafa í huga skýrslu AGS sem kom út samhliða annarri endurskoðun - þar sem kom fram sú skoðun þeirra að aflétting gjaldeyrishafta sé ekki á næsta leyti. Einnig má velta því fyrir sér hvort brennandi áhugi á afnámi hafta sé í raun og veru til staðar í Seðlabankanum. Þá er ákveðin óvissa um áframhald á samstarfinu við AGS þar sem ekkert er í hendi um að þriðja endurskoðun gangi snuðrulaust í gegn – einkum ef Icesave málið er ófrágengið.

## **Seðlabankinn lækkar verðbólguþá sína – er þó enn of svartsýnn**

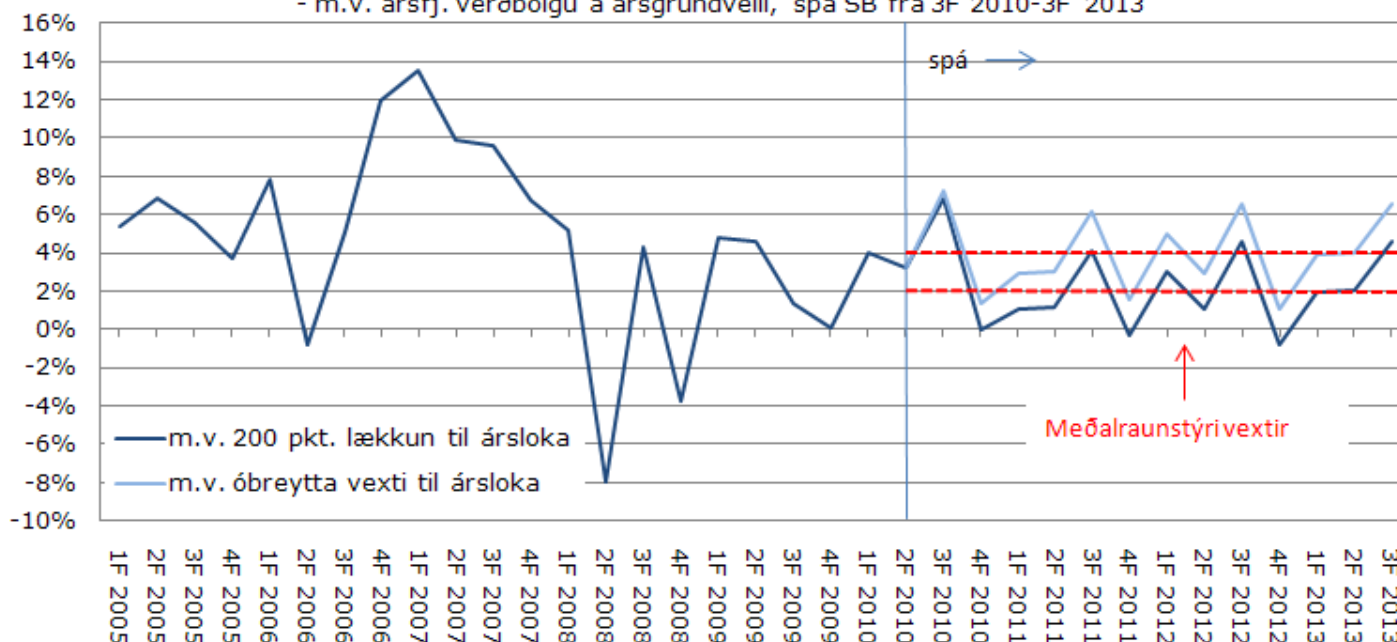
Seðlabankinn lækkaði í gær verðbólguþá sína á ný – sem kom í raun ekki á óvart enda hafa rauntölur sýnt hraðari hjöðnun verðbólgu en bankinn hafði gert ráð fyrir. Gerir Seðlabankinn nú ráð fyrir að 2,5% markmið bankans náist á fyrri árhelmingi ársins 2011 (í lok árs 2010 miðað við skattaleiðréttu verðbólgu). Að okkar mati er Seðlabankinn enn nokkuð svartsýnn á verðbólguhorfur og teljum við t.a.m. að markmið bankans náist fyrir árslok og að verðbólgan verði undir markmiði bankans meira og minna á næsta ári.



Ef við horfum nú fram á veginn (og hættum að líta í baksýnisspegilinn) og skoðum raunstýrivexti út frá verðbólguþá Seðlabankans er ljóst að verulegt rými er til áframhaldandi vaxtalækkunar. Ætli Seðlabankinn að koma í veg fyrir hækkandi raunstýrivexti (og þar með aukningu á peningalegu aðhaldi) þá þurfa vaxtaákvæðanir bankans að byggjast á svipuðum takti á næstu fundum. Ef við gefum okkur að vextir Seðlabankans eigi eftir að lækka um samtals 200 punkta til ársloka (og að vaxtalækkunarferlinu ljúki í desember) þá verða raunstýrivextir að meðaltali að sveiflast kringum 2% út spátímabilið. Til samanburðar má geta þess að raunstýrivextir yrðu að meðaltali 4% út spátímabilið ef vöxtum yrði haldið óbreyttum.

### Raunstýrivextir\*

- m.v. ársfj. verðbólgu á ársgrundvelli, spá SB frá 3F 2010-3F 2013



\*Vextir Seðlabankans miðast við meðaltal innlánsvaxta (depo) og veðlánvaxta (repo)

#### Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Davíð Stefánsson	david.stefansson@arionbanki.is	444-6965
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Þorbjörn Atli Sveinsson	thorbjorn.sveinsson@arionbanki.is	444-6973
Þórhallur Ásbjörnsson	thorhallur.asbjornsson@arionbanki.is	444-6967

#### 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 öfugt.

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 fjárfestingabankapjónustu.

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