

Markaðspunktar í dag:

- Óbreyttir stýrivextir – skýr skilaboð um fyrirætlanir á gjaldeyrismarkaði

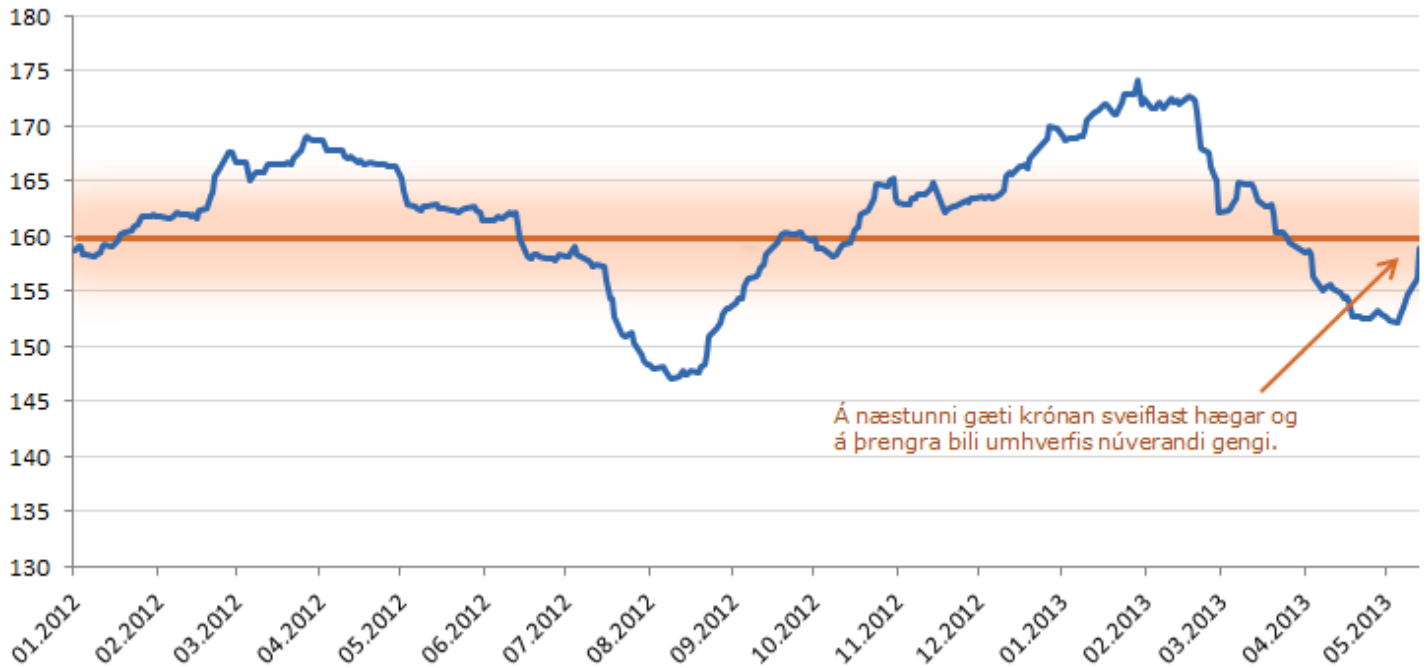
Óbreyttir stýrivexti - skýr skilaboð um fyrirætlanir á gjaldeyrismarkaði

Peningastefnunefnd ákvað á vaxtaákvörðunarfundi sínum í morgun að halda stýrivöxtum óbreyttum. Ákvörðunin sem slík kom ekki á óvart enda gerðu greiningaraðilar ráð fyrir óbreyttum vöxtum, hins vegar voru áhugaverð skilaboð sem birtust í yfirlýsingu peningastefnunefndar um fyrirætlanir Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði.

Þótt umfjöllun um gjaldeyrisinngrip bankans í yfirlýsingu peningastefnunefndarinnar hafi verið örlítið óskýr, þá varpaði Seðlabankastjóri heilmiklu ljósi á fyrirætlun bankans á kynningarfundum um vaxtaákvörðunina í morgun. Við teljum að eftirfarandi sé kjarninn í henni:

- **Seðlabankinn er að fara að koma inn á gjaldeyrismarkað af auknum krafti, bæði sem seljandi gjaldeyris líkt og verið hefur, og einnig sem kaupandi eftir hlé síðan um áramótin.** Þannig virðist okkur sem hann ætli nú að setja aukna áherslu á að jafna sveiflur í gengi krónunnar, eins og reyndar fyrirheit hafa staðið til frá upphafi en ekki hefur tekist hingað til eins og við höfum áður bent á. Þessi yfirlýsing felur þá í sér aukin gjaldeyriskaup þegar aðstæður til þess skapast. Bankanum er sýnilega nokkuð umhugað um að markaðnum bregði ekki við inngrip á kauphliðinni og því er lögð áhersla á að bankinn muni ekki síður styðja við krónuna ef hún taki að veikjast.
- Í yfirlýsingunni er tiltekið að gengi krónunnar hafi verið nálægt því sem að óbreyttu megi ætla að nægi til þess að ná verðbólguþolmiði á næstu misserum. Þá er einnig lögð áhersla á að peningastefnunefndin vænti þess að stefna bankans á gjaldeyrismarkaði muni stuðla að því að innlent verðlag aðlagist sterkari krónu fyrr en ella og verðbólguvæntingar lækki. **Við eigum mjög erfitt með að skilja þessar tvær setningar, auk orða Seðlabankastjóra á fundi í morgun, öðruvísi en svo að bankinn telji krónuna vera nokkurnvegin á réttum stað við nafngengi um eða innan við EURISK 160.**

Gengi krónu gagnvart evru



Á næstunni gæti krónan sveiflast hægar og á þrengra bili umhverfis núverandi gengi.

Heimild: Seðlabankinn og greiningardeild

Við teljum s.s. að bankanum líði ágætlega með gengi krónunnar eins og það er nú, og því muni það taka litlum, eða a.m.k. hæfum breytingum frá núverandi gengi. Bankastjóri fullyrkti reyndar að það væri ekki ætlun bankans að taka þá verðmyndun sem felast í gengisbreytingum alfarið úr sambandi, heldur að dempa bæði veikingu og styrkingu meira en verið hefur. Standi bankinn við fyrirætlun sína ættu miklar gengisbreytingar að verða sjaldséðar á næstu mánuðum.

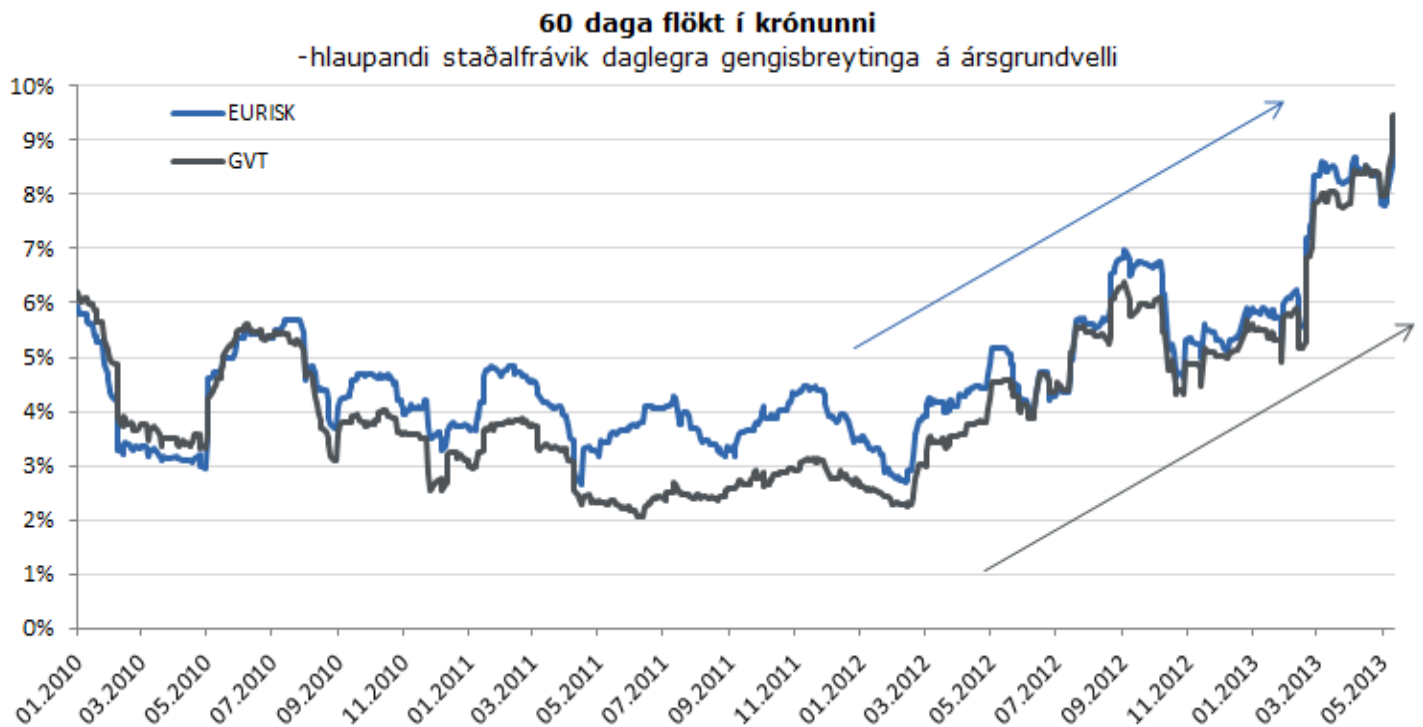
Bankinn hefur sennilega ekki farið varhluta af umræðu um að kaupmenn hafi beðið með að skila styrkingu krónunnar í lækkuðu vöruverði þar sem þeir búast við því að hún muni ganga til baka – en slík tregða í verðbólguvæntingum dregur mjög úr hraða hjöðnunar verðbólgu að markmiði. Eitt helsta markmið bankans með því að skuldbinda sig með skýrari hætti en áður til aukinnar sveiflujöfnunar er því líklega að hafa áhrif á þessar væntingar. Að öllu ofansögðu teljum við þannig nær öruggt að bankinn gæti gripið til inngripa til stuðnings krónunni við lægra gengi en áður til þess að skapa væntingar um að krónan veikist ekki frekar, og skapa nægilegt traust meðal heimila og fyrirtækja til þess að gengisstyrkingin skili sér í hjöðnun verðbólgu.

Takist bankanum að skjóta gólfi undir gengisvæntingar mun honum jafnframt reynast auðveldara að fara á kauphliðina og safna gjaldeyri í forðann þegar innstreymi eykst – t.d. með komum ferðamanna í sumar – án þess að bregða markaðnum og koma af stað veikingarhrinu. Athygli vekur að bankinn ætlar að beita óreglulegum kaupum sem skilyrðast af aðstæðum, og kveður þar við nýjan tón miðað við hegðan bankans frá haustinu 2010 til ársloka 2012 þegar hann stundaði regluleg vikuleg kaup af hverjum viðskiptavaka.

Tilgangur slíkra kaupa er enn sem fyrr að endurheimta gjaldeyri sem varið hefur verið, eða verður varið, til stuðnings við krónuna, safna í óskuldsettan forða og dekkja vaxtagreiðslur af erlendum lánum ríkissjóðs og Seðlabanka. Í máli Seðlabankastjóra kom þó fram að aukinn skuldsettur forði sé langtímamarkmið, og því virðist ekki liggja á til skemmri tíma að kaupa meiri gjaldeyri en seldur er á millibankamarkaði.

Þá kom fram að gjaldeyriskaup bankans taki mið af sterkri tilhneigingu til lækkun gjaldeyrissskulda annarra aðila. M.ö.o. mun bankinn beita því sem kalla mætti „óbein inngrip“ þegar hann beinir öðrum aðilum með erlendar skuldir inn á markaðinn til þess að safna upp í gjalddaga þegar innflæði gjaldeyris er verulegt (Landsbankinn og Orkuveitan koma fyrst upp í hugann í þessu samhengi). Raunar kom fram

að veiking undanfarinna daga ætti hugsanlega rætur að rekja til þess að bankinn hefur á síðustu vikum beint aðilum af þessu tagi inn á markaðinn. Hann hefur því ekki beinlínis setið með hendur í skauti gagnvart styrkingarhrininni undanfarið líkt og við töldum, þótt hann hafi ekki keypt gjaldeyri fyrir eigin reikning. Bankinn mun áfram tímasetja sín kaup þannig að þau leggist ekki ofan á gjaldeyrissöfnun annarra aðila.



Heimild: Seðlabankinn og útreikningar greiningardeildar

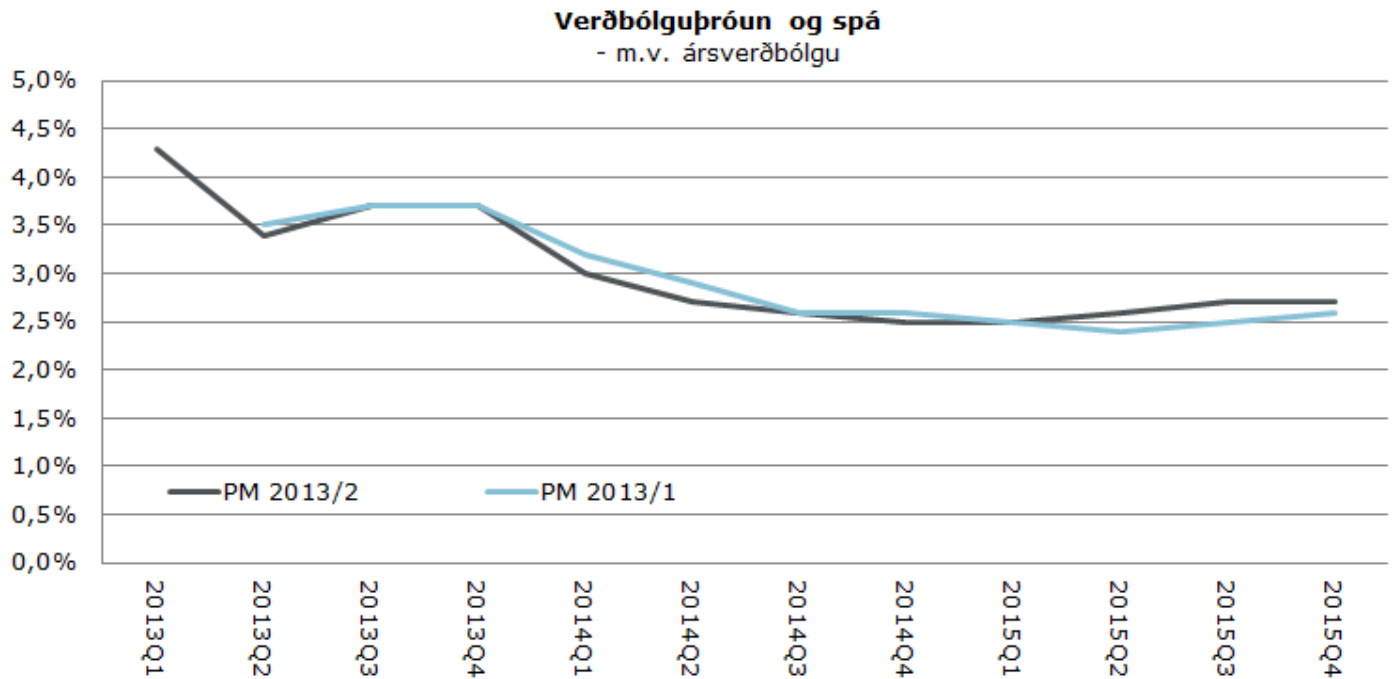
Bankinn tiltekur að verði verulegar breytingar á ytri skilyrðum þjóðarbúsins eða aðrir þættir efnahagsstefnunnar grafi undan efnahagslegum stöðugleika muni hann taka stefnu sína á gjaldeyrismarkaði til endurskoðunar. Við teljum ýmislegt geti þarna komið til. Ef viðskiptakjör eða aðrar ytri aðstæður Íslands verða veikar gæti bankinn leyft krónunni að síga til þess að slá á innflutning og viðhalda jafnvægi á utanríkisverslun. Ef þensla í ríkisfjármálum setur þrýsting á viðskiptaafganginn, þá mun bankinn einnig leyfa krónunni að síga til að viðhalda jafnvægi á utanríkisverslun. Það sama gæti gerst ef verulegar launahækkningar skerða samkeppnisstöðu þjóðarbúsins.

Skilaboðin eru skýr, Seðlabankinn hyggst beita inngrípum til að jafna sveiflur í gengi krónunnar. Frá upphafi hefur yfirlýst markmið Seðlabankans verið að jafna gengissveiflur með inngrípum á gjaldeyrismarkaði og því eru skilaboðin ekki ný. Sveiflujöfnunin hefur hins vegar að okkar mati ekki gengið eftir, eins og sést greinilega á mynd hér að ofan sem sýnir flökt krónunnar. Nú þegar krónan er komin á það stig sem Seðlabankinn telur að nægi til að ná verðbólguþröngunum þá er aftur ítrekað að inngrípum verði aðeins beitt til að jafna gengissveiflur. Við teljum þess vegna að nú sé honum full alvara og krónan muni vera á svipuðu róli a.m.k. horft til næstu mánuða. Vitað er að framundan er talsvert innflæði gjaldeyris samhliða því sem ferðamenn streyma til landsins og því er þrýstingurinn ekki eins mikill, Seðlabankinn verður því líklega frekar á kauphlíðinni en söluhlíðinni á komandi mánuðum. Hins vegar verður áhugavert að sjá hvernig til tekst að halda krónunni stöðugri á haustmánuðum samhliða því sem hægir á ferðamannastraumnum til landsins.

Minni verðbólga og markmiðið næst fjórðungi fyrir

Samhliða vaxtaákvörðun í morgun birti Seðlabankinn (SÍ) nýja verðbólgu- og hagvaxtarspá. Seðlabankinn hefur uppfært verðbólguþröngun sína fram til annars ársfjórðungs 2016 og telur hann nú að 2,5% verðbólguþröngun náist einum ársfjórðungi fyrir eða á síðasta fjórðungi 2014. Áfram spáir hann auknum verðbólguhraða á seinni hluta ársins í ár.

Á næsta ári gerir SÍ ráð fyrir meiri framleiðsluslaka en hann gerði ráð fyrir í PM2013/1 og því verði verðbólguþrýstingur og verðbólga minni en hann hafði áður búist við. Við teljum að með yfirlýsingu Peningastefnunefndar í dag sé nánast verið að lofa því að krónan haldist stöðug á því stigi sem hún er í dag a.m.k. horft til skamms tíma. Ef vel tekst til þá sjáum við ekki að mikil verðbólga sé í pípunum a.m.k. ekki á komandi mánuðum.



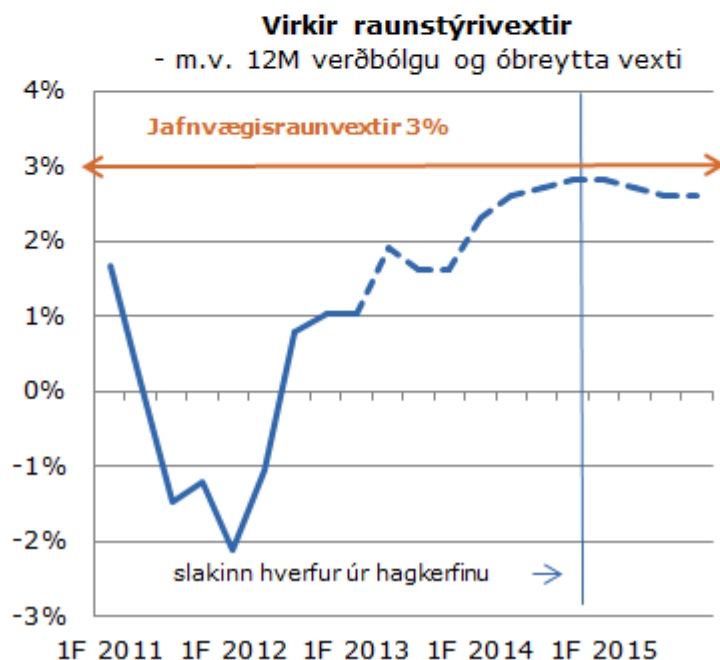
Heimild: PM2013/2

Ítrekað er í Peningamálum að taumhald peningastefnunnar muni halda áfram að styrkjast samhliða því sem slakinn hverfur úr hagkerfinu. Miðað við verðbólguþróun Seðlabankans þá er útlit fyrir að aðhald peningastefnunnar (virkir raunstýrivextir) muni aukast hægt og bítandi í gegnum hjaðnandi verðbólgu. M.ö.o. á meðan verðbólgan gengur niður í takti við spá Seðlabankans þá teljum við að stýrivöxtum verði haldið óbreyttum á meðan.

Tafla IV-1 Könnun á fjárfestingaráformum fyrirtækja

Stærstu 134 fyrirtækin (fjöldi) Upphæðir í ma.kr.	2011	2012	2013	Breyting milli 2011- 2012 (%) ¹	Breyting milli 2012- 2013 (%) ¹
Sjávarútvegur (20)	4,0	9,0	6,9	122	-23
Iðnaður (22)	5,2	7,6	4,8	47	-37
Verslun (35)	4,4	7,2	3,8	42	-31
Flutningar og ferðaþjónusta (12)	12,5	12,6	15,2	-17	2
Fjármál/tryggingar (11)	2,7	3,4	3,8	22	12
Fjölmiðlar og upplýsingatækni (12)	5,3	5,7	6,5	7	14
Þjónusta og annað (22)	6,2	10,4	9,7	68	-7
Alls (134)	40,3	55,9	50,7	31	-11

1. Paraður samanburður.

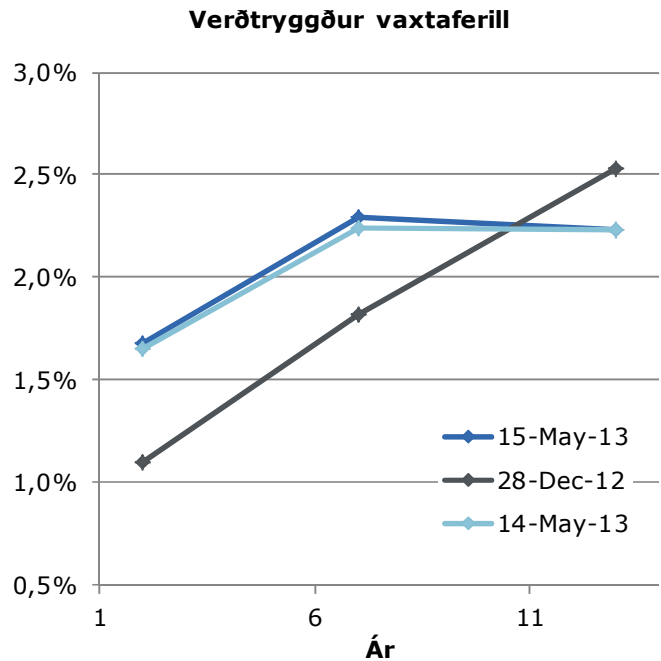
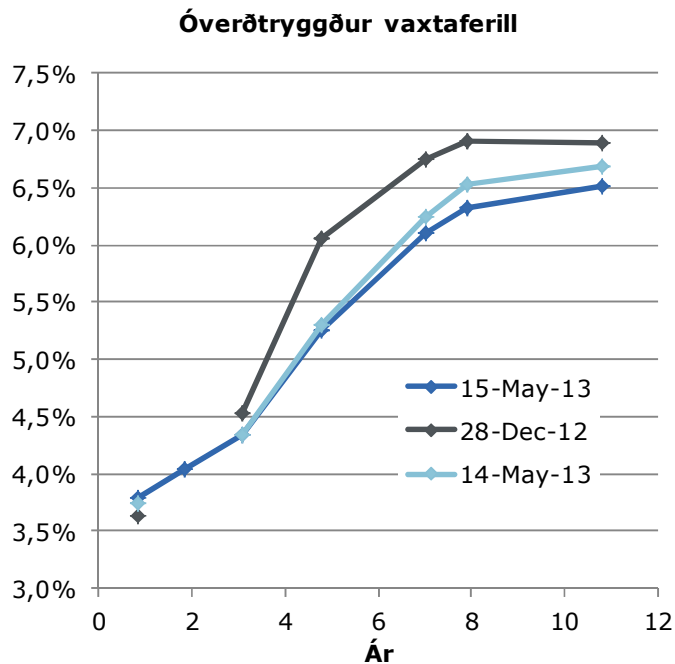


Heimild: PM 2013/2, útreikningar greiningardeildar

Markaðurinn treystir Seðlabankanum að halda verðbólgu í skefjum

Ekki verður annað sagt en að markaðsaðilar á skuldabréfamarkaði hafi tekið mark á orðum seðlabankastjóra um að sveiflujafna gengi krónunnar með það að markmiði að halda verðbólgu eins nálægt verðbólgu markaði og hægt er. Mikil viðskipti voru með óverðtryggð ríkisskuldabréf í dag og þá var áhuginn sérstaklega á lengri enda vaxtaferilsins sem leiddi til þess verðbólguálag til sjö ára lækkaði um 14 punkta. Líkt og við fjölluðum um í [markaðspunkti](#) 2. maí síðastliðnum þá hefur áhugi á flokkunum RIKB 19 0226 (RIKB19) og RIKB 22 1026 (RIKB22) aukist umtalsvert að undanfögnu og námu viðskipti með flokkana rúmum 9,5 mö.kr. Má vera að þar séu innlendir aðilar á ferð með væntingar um hvernig erlendir aðilar munu endurfjárfesta gjalddaga RIKB 13 0517 (RIKB13) sem verður á föstudaginn kemur. Krafan á RIKB22 lækkaði um 15 punkta en mest lækkaði hún á RIKB 25 0612 eða um 20 punkta. Þá voru undirtektir í útboði RIKB 15 0408, sem haldið var í dag, tiltölulega góðar þar sem ríkissjóður seldi tæpa 6 ma.kr. í flokknum á ávöxtunarkröfunni 4,03% en í útboði í byrjun apríl var flokkurinn seldur á kröfunni 4,61%. Þessi jákvæða þróun fyrir ríkissjóð á sér stað á sama tíma og krafan á tíu mánaða víxlinum RIKB 14 0314 hækkaði um 11 punkta sem virðist benda til að markaðsaðilar eigi nokkuð erfitt með að fóta sig hvort þeir vilji vera á styttri eða lengri endanum, samanber mikla þátttöku í ríkisvixlaútboði síðastliðinn mánudag þar sem aðilar tóku tæplega 7 ma.kr. í þriggja mánaða víxli á einungis 2,95% vöxtum en snertu varla á sex mánaða víxlinum sem gaf til kynna

að fjárfestar vildu vera í eins stuttu óverðtryggðu og mögulegt var.



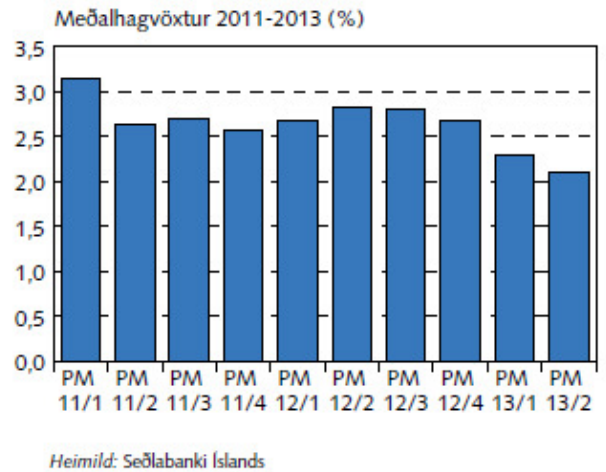
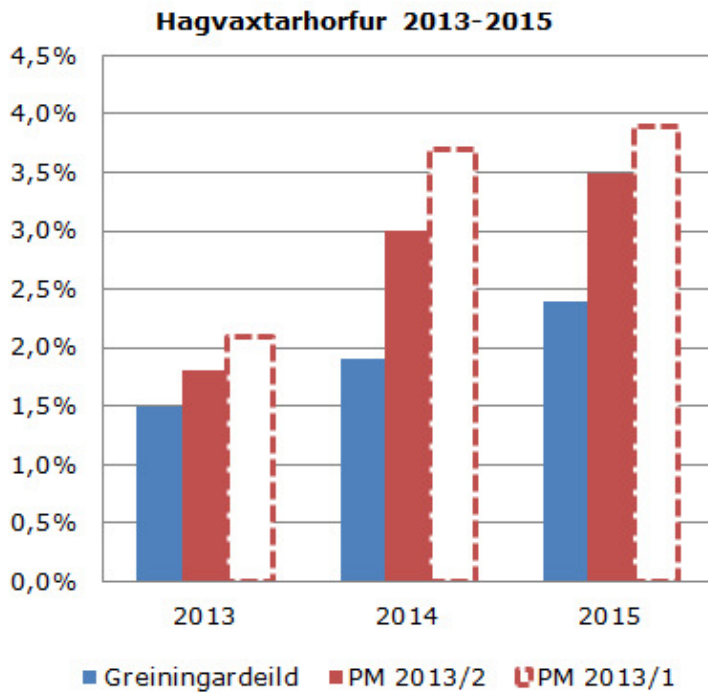
Heimild: Nasdaq OMX Iceland

Miðað við hversu mikil viðbrögðin voru við orðum seðlabankastjóra teljum við að markaðsaðilar eiga eftir að treysta sér betur til að vera í lengri óverðtryggðum flokkum þar sem búist er við auknum stöðugleika í verðbólgu. Þó verður að hafa í huga að ávöxtunarkrafa verðtryggða ríkisbréfaflokksins RIKS 21 0414 (RIKS21) stóð í 2,21% í lok dags og ef miðað er við sama meðaltíma, þ.e.a.s RIKB22, má sjá að ársverðbólga verður að vera tæplega 4% eða lægri að meðaltali til að RIKB22 skili sömu raunávöxtun að meðaltali og RIKS22. Miðað við uppfærða verðbólguþá Seðlabankans þá spáir hann því að verðbólga verði 3,7% á næstkomandi þriðja og fjórða ársfjórðungi og fari svo hratt lækkandi á næsta ári.

Lakari hagvaxtahorfur á árunum 2013-2014

Seðlabankinn birti nýja hagspá bankans samfara vaxtaákvörðun sinni í morgun. Þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir áframhaldandi efnahagsbata þá eru hagvaxtarhorfur að versna samanborið við fyrri spá sem birtist í PM 2013/1. Hægari gangur í hagkerfinu má rekja til innlendar eftirspurnar, einkum vegna minni atvinnuvegafjárfestingar en áður var talið. Þannig er gert ráð fyrir að meðalhagvöxtur næstu ára verði ríflega 2% en hagvaxtarþáir bankans hafa lækkað jafnt og þétt í síðustu útgáfum Peningamála, eins og sést á mynd hér að neðan.

Gert er ráð fyrir afar veikum umsvifum í hagkerfinu á fyrri hluta árs – þannig er gert ráð fyrir að hagvöxtur á 1H 2013 verði aðeins 0,8%, en á síðari hluta ársins er gert ráð fyrir að hagkerfið taki hressilega við sér með aukinni innlendra eftirspurn. Um þessa þróun ríkir hins vegar óvissa eins og tilgreint er í Peningamálum en það sama gildir um horfurnar úti í heimi sem og fjárfestingaráætlanir tengdar orkufrekum iðnaði. Okkur reiknast til að Seðlabankinn geri ráð fyrir í sínum forsendum ríflega 214 ma.kr. stóriðjufjárfestingu á spátímabilinu. Þá hefur Seðlabankinn jafnframt áhyggjur af því hversu skuldsett heimili og fyrirtæki eru sem gæti reynst dragbítur á hagvöxt.

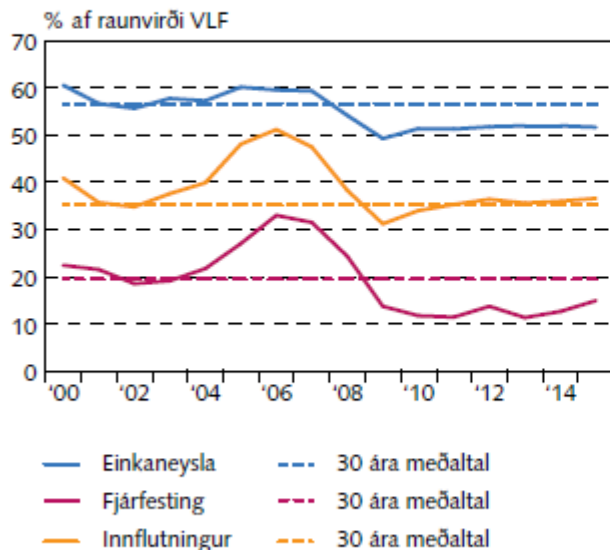


Heimild: Greiningardeild og PM 2013/2

Greiningardeild birti nýverið hagspá, [Föst í fyrsta gír: Efnahagshorfur 2013-2015](#). Við teljum að hagkerfið sé á krossgötum og það séu tvær leiðir í boði, ein leið er að halda áfram á sömu braut og að þá verði hér lítill hagvöxtur í skjóli hafta, óvissa og óöryggi um heilsu hagkerfisins og fjárfesting enn í algjöru lágmarki. Hin leiðin er að hér skapist traust og trú á íslensku efnahagslífi og fjárfesting taki við sér. Þrátt fyrir að Seðlabankinn sé e.t.v.bjartsýnni en við um fjárfestingu á komandi árum að öðru óbreyttu þá er samt sem áður fjárfestingastigið í lok spátímabilsins, skv. spá SÍ, töluvert undir langtímameðaltali (sjá mynd hér að neðan). Þetta er verulegt áhyggjuefni enda er fjárfesting forsenda þess að við komum hagkerfinu í gang á nýjan leik og rjúfum þann vítahring sem við erum stödd í milli hægagangs við afnám hafta og lítils hagvaxtar.

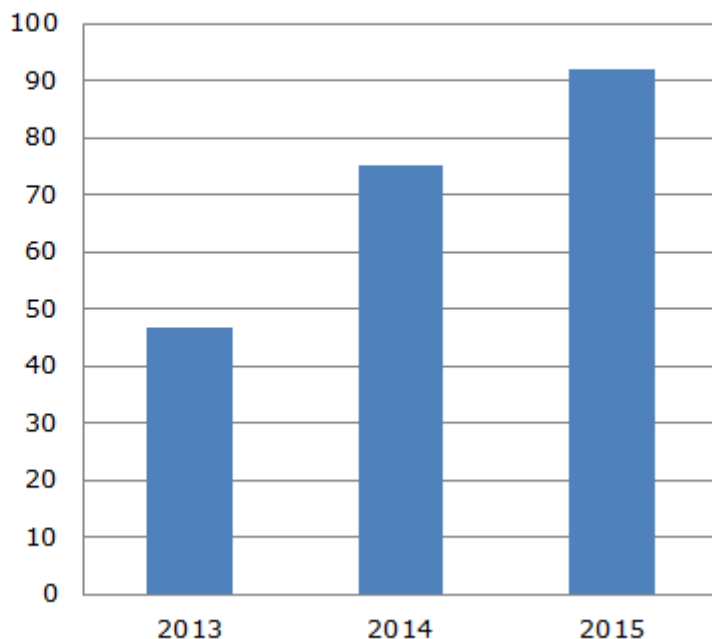
Mynd I-8

Hlutfall einkaneyslu, fjárfestingar og innflutnings af landsframleiðslu



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Fjárfesting í stóriðju - í mö.kr., m.v. verðlag ársins 2012



Heimild: PM 2013/2 og útreikningar greiningardeildar

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 fjármálagerna 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 ófugt. Einnig skal bent á að árangur í fortíð er ekki örugg vísibending 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, umsýslunaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankaþjónustu.

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

