



## Markaðspunktur í dag:

- Enn svigrúm til vaxtalækkana: Spáum 75 punkta lækkun á næsta fundi
- Hverjir eru hinir virku stýrivextir?

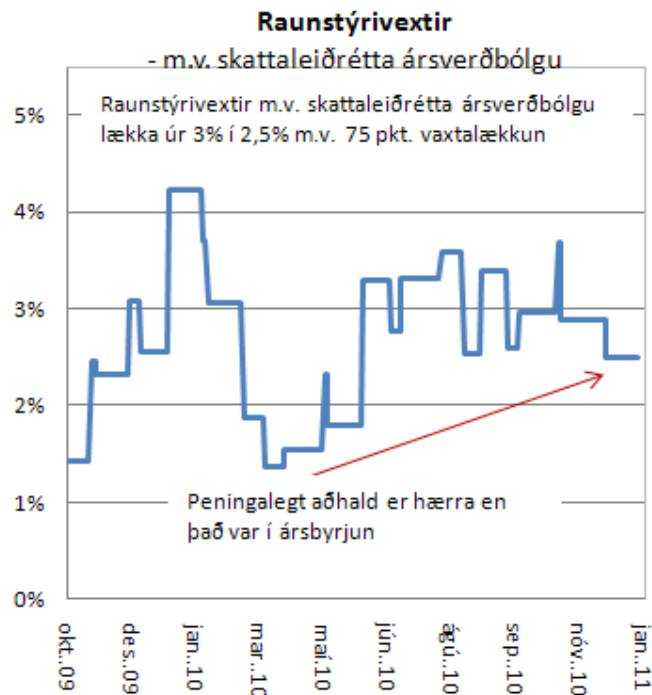
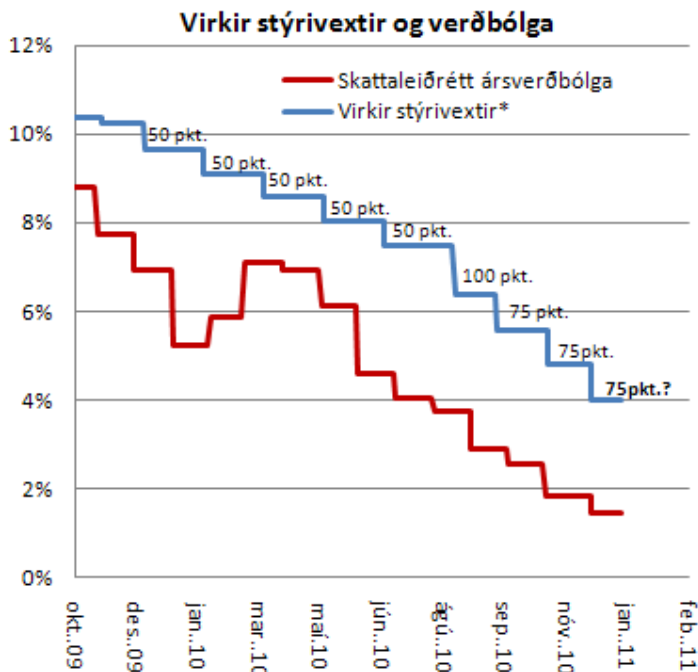
## Enn svigrúm til vaxtalækkana: Spáum 75 punkta lækkun á næsta fundi

Jákvæðar verðbólguhorfur munu skapa áframhaldandi svigrúm til vaxtalækkana á næstu vaxtafundum Seðlabankans að mati Greiningardeildar. Verðbólgan hefur gengið hraðar niður en Seðlabankinn spáði fyrir um og útlit fyrir að slakinn í hagkerfinu verði meiri. Þá hefur Seðlabankinn breytt um tón hvað varðar tímasetningar um afnám gjaldeyrishafta og virðist flest benda til þess að þau vari um allan tækið. Í ljósi þessa teljum við að áherslur Peningstefnunefndar liggja nú fyrst og fremst í mikilvægi þess að ná raunvöxtum niður samhliða hjaðnandi verðbólgu eins og Seðlabankastjóri hefur imprað á (sjá umfjöllun að neðan).

Það liggur nú fyrir að Seðlabankinn var of seinn að nýta sér höftin til þess að lækka vexti og vega þannig á móti gríðarlegum samdrætti í landsframleiðslu. Vaxtastig hefði átt að vera komið á þann stað þar sem það er nú fyrir ári síðan til þess að gefa peningalegum slaka færi á því að vinna á móti kreppunni. Eins og nú er komið málum á Íslandi skiptir það ekki höfuðmáli hvort verðbólga sé einu prósentustigi meiri eða minni en eitt auka prósentustig í hagvexti er eins og vatn í eyðimörk. Þessi glöp hljóta nú að vera meðlimum Peningstefnunefndarinnar ljós enda liggur nú fyrir að nokkuð er til þess að forsendur geti skapast fyrir afnámi hafta.

Einnig ber að veita því eftirtekt að aðhaldsstig vaxta Seðlabankans hefur farið hækkandi á fleiri mælikvarða sem sést m.a. af því að millibankavextir hafa ekki lækkað í takt við vaxtalækkanir Seðlabankans. Í raun má segja að hinir „raunverulegu“ virku vextir Seðlabankans í dag séu nær veðlánavöxtum (sem eru 5,5%) en ekki meðaltal innlánsvaxta og 28 daga innistæðubréfa líkt og verið hefur síðustu mánuði (meðaltal í dag 4,7% - nánari umfjöllun að neðan).

Allir nefndarmenn studdu tillögu Seðlabankastjóra um 75 punkta vaxtalækkun á síðasta fundi Peningstefnunefndar þann 3. nóvember sl. Að okkar mati er fátt í spilunum nú sem rökstyður minni skref en á þeim fundi. Í ljósi þess hversu lágir vextir eru nú þegar teljum við þó meiri líkur á því að Seðlabankinn haldi svipuðum takti á næsta fundi líkt og verið hefur á síðustu fundum. **Því spáum við 75 punkta lækkun 8. desember næstkomandi.** Gangi spá okkar eftir verða vextir á viðskiptareikningum innlánastofnana 3,25%, hámarksvextir 28 daga innistæðubréfa 4,5% og veðlánavextir 4,75%. Greiningardeild gerir jafnframt ráð fyrir því að vaxtalækkunarferlið haldi áfram á nýju ári en með hægari hraða.



\*Virkir stýrivextir eru meðaltal af innistæðuvöxtum og vöxtum 28 daga innistæðubréfa, þar sem vikuvextir og mánaðarvextir eru reiknaðir á ársgrundvelli.

### Aðhaldið minnkar – en raunvextir enn of háir

Aðhald peningastefnunnar hefur minnkað frá síðasta vaxtaákvörðunarfundi, þannig hafa raunvextir gengið niður á alla verðbólguáætlunarmælikvarða. Hins vegar má auðveldlega færa rök fyrir því að raunvaxtastig á bilinu 3-4,5% sé allt of hátt miðað við að fjárfestingar eru í sögulegu lágmarki, svartsýni mikil og atvinnuleysi á uppleið á ný – m.ö.o. hagvaxtahorfur eru daprar. Seðlabankastjóri tekur í raun afdráttarlaust undir þetta í ræðu sinni á aðalfundi Sambands íslenskra sparisjóða í síðustu viku:

„Peningastefnunefnd taldi í síðustu yfirlýsingu að svigrúm sé enn til staðar til frekari lækkunar seðlabankavaxta að því gefnu að gengi krónunnar haldist stöðugt og verðbólga hjaðni eins og spáð er. Nýjasta verðbólguáætlun undirstrikar þetta svigrúm. **Miðað við slakann í hagkerfinu eru virkir raunstýrivextir sem nema á bilinu 2-2½% einfaldlega of háir** eftir að markmið um gengisstöðugleika og verðbólgu hafa náðst.“

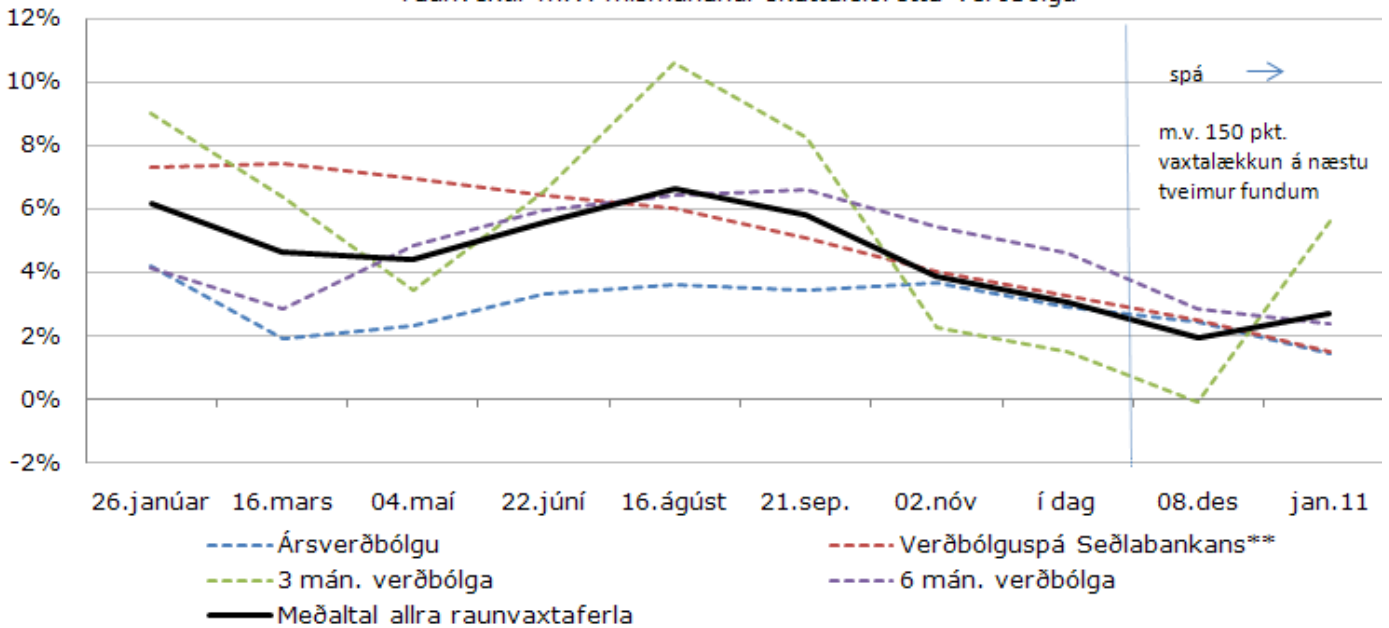
Til að einfalda myndina hér að neðan höfum við tekið meðaltal af öllum raunvaxtaferlunum (þar sem hver raunvaxtaferill er metinn miðað við mismunandi verðbólguáætlunarmælikvarða). Ef við skoðum hvernig aðhaldið breytist á næstu tveimur fundum ef við gefum okkur að Peningastefnunefnd lækki vexti um 75 pkt. á hverjum fundi fyrir sig:

- **75 punkta vaxtalækkun í desember:** Það dregur lítillega úr aðhaldi milli funda, meðalraunvextir lækka úr 3% í 2%.
- **75 punkta vaxtalækkun í janúar :** Út frá verðbólguhorfum er útlit fyrir að 75 punkta vaxtalækkun dugi ekki í janúar til að draga úr aðhaldi, raunvextir hækka í 3% á ný.

Ekki hafa verið settir fram vaxtadagar á næsta ári, en þeir verða líklega tilkynntir samhliða vaxtaákvörðuninni þann 8. desember nk.

## Aðhaldsstig peningastefnunnar fyrir hvern vaxtafund\*

- raunvextir m.v. mismunandi skattaleiðrétta verðbólgu



\*Virkir stýrivextir eru hér reiknaðir m.v. meðaltal innlánsvaxta og hámarksvaxta á 28 daga innistæðubréfum

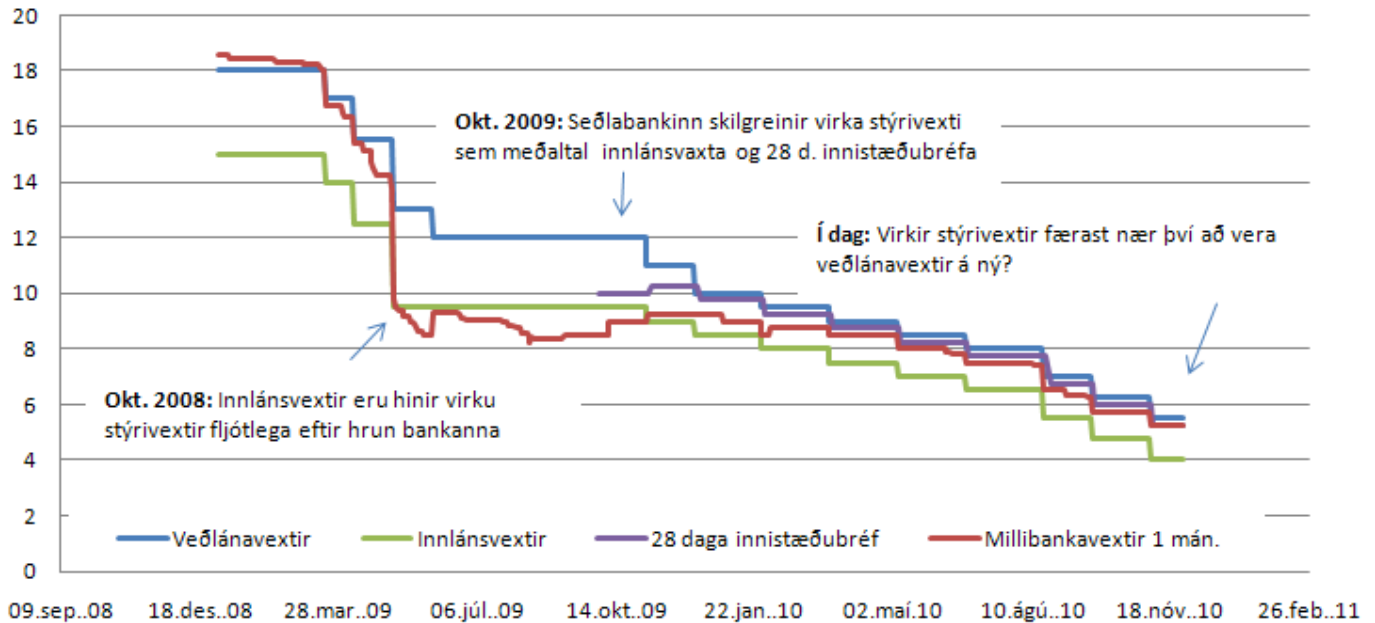
\*\* Spá Seðlabankans um ársverðbólgu eftir fjóra ársfjórðunga

## Hverjir eru hinir virku stýrivextir?

Stýrivextir Seðlabankans eru vextir í endurhverfanlegum viðskiptum við fjármálastofnanir – þ.e. þeir vextir sem lánastofnanir „kaupa“ peninga á hjá Seðlabankanum. Þeim er síðan ætlað að leggja línurnar fyrir millibankavexti og heildsöluverð á fjármagni. Þar sem hinir nýju bankar hafa lítið sem ekkert þurft að leita til Seðlabankans um endurhverfanleg lán vegna góðrar lausafjárstöðu hafa stýrivextir bankans verið lítt virkir. Virkir vextir Seðlabankans hafa því verið innlánvextir Seðlabankans eins og sést hér að neðan. Af sólarmerkjum að dæma eru stýrivextir bankans aftur að verða virkir þar sem aukalausafé bankastofnana hefur nokkuð verið að ganga niður síðustu mánuði. Áhrifin á breyttri skilgreiningu stýrivaxta eykur svigrúm til frekari vaxtalækkunar enda yrðu hinir virku stýrivextir um 60 punktum hærri. Að sjálfsögðu hefði þetta þó ekki áhrif á markaðsvextina þar sem þeir miðast nú þegar í dag við hámarksvexti innistæðubréfa.

- Frá og með október 2009 hóf Seðlabankinn að gefa út innistæðubréf til 28 daga en aðgerðin hafði þau áhrif að lausafé í umferð dróst saman. Frá þeim tíma fór Seðlabankinn að skilgreina virka stýrivexti sem **meðaltal hámarksvaxta innistæðubréfa og innlánsvaxta**.
- Frá því í vor hafa millibankavextir færst til í vaxtaganginum og eru þeir í dag nær **vöxtum innistæðubréfa (og þar með veðlánvaxta einnig)**, samhliða því sem innlánastofnanir hafa í auknum mæli sett lausafé sitt í innistæðubréf hjá Seðlabankanum.

## Virkir vextir Seðlabankans og millibankavextir (%)



### 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

### 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 útböða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankaþjónustu.

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