

**Markaðspunktur í dag:**

- Liggur öflugasta stjórnþæki Seðlabankans ónotað?
- Óbreyttir stýrivextir í nóvember

**Liggur öflugasta stjórnþæki Seðlabankans ónotað?**

Ekki þarf að fara mörgum orðum um það hversu erfiðlega Seðlabankanum hefur gengið í gegnum tíðina að uppfylla meginmarkmið sitt um að halda verðbólgu niðri – en frá því í janúar 2001 hefur ársverðbólga mælst 2,5% eða minni í 21 skipti af 130 (16% tilvika). Ef skoðuð eru síðustu 7 ár hefur bankinn einungis verið undir verðbólguþækinu í fjóra mánuði en það var í lok síðasta árs og í byrjun ársins 2011. Afar veik miðlun vaxta, óstjórn ríkisfjármála og mikið ójafnvægi í íslenskum þjódarþúskaþu eru meðal þeirra þátta sem hafa unnið gegn markmiðum Seðlabankans. Vissulega er endalaust hægt að deila um það hvort Seðlabankinn hafi svo yfir höfuð tekið réttar ákvarðanir í þeirri tilraun sinni í að halda verðbólgunni í skefjum, en látum það liggja milli hluta í bili a.m.k.

**Stýrivextirnir bíta lítið.** Veik miðlun vaxta er enn í dag stór hluti af þeim vanda sem Seðlabankinn glímir við. Seðlabankinn ákvarðar vexti til að hafa áhrif á meginmarkmið sitt um stöðugt verðlag en þær vaxtaákvarðanir hafa fyrst og fremst áhrif á stutta vexti. Áhrifin á lengri vexti eru lítil og óljós. Vissulega er rétt að langir verðþryggðir vextir (t.d. HFF44) hafa lækkað mikið samhliða vaxtalækkunum Seðlabankans á árunum 2009-2011 en að öllum líkindum má skrifa lækkunina að stórum hluta á tilvist gjaldþyrshafanna og skort á fjárfestingarkostum frekar en á breytingu á stýrivöxtum. Lán einstaklinga eru að stærstum hluta löng verðþryggð lán á föstum vöxtum. Aftur á móti eru fyrirtæki (samkvæmt opinberum hagtölum) að mestu fjármögnuð í erlendri mynt en óverðþryggð lán þeirra hafa reyndar aukist hratt síðustu misseri. *Þegar öllu er á botninn hvolft er ljóst að stýrivaxtabreytingar (breyting á stuttum vöxtum) hafa takmörkuð áhrif á hagkerfið eins og staðan er í dag þótt áhrifin hafi vissulega aukist síðustu misseri.*

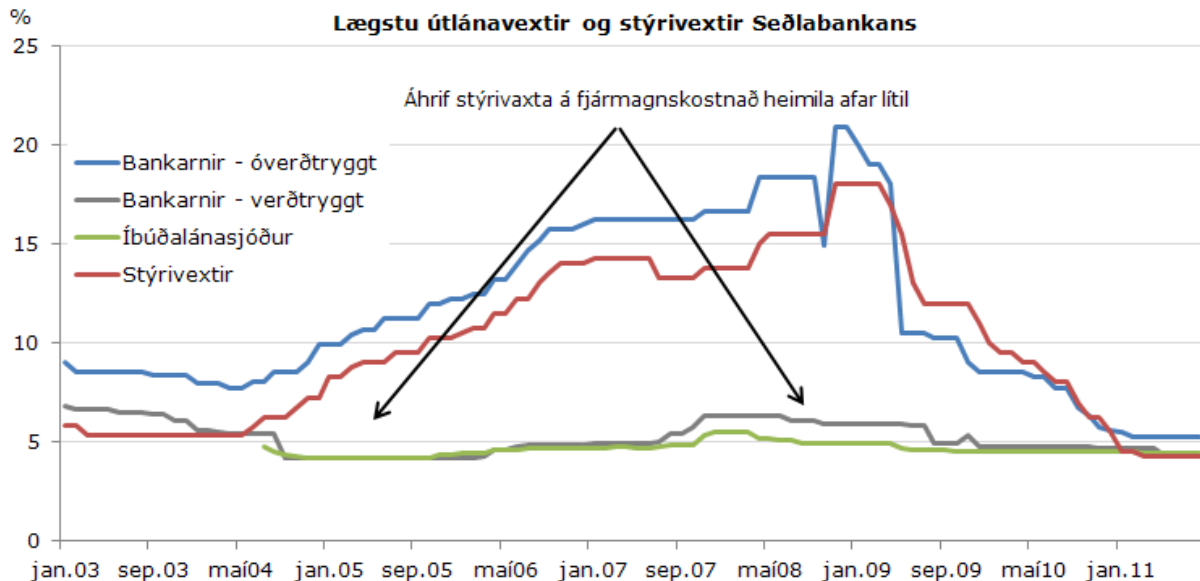
**Eru fleiri vopn í búrinu?** Almennt er talað um að aðalstýritæki Seðlabankans séu aðeins tvö, þ.e. stýrivextir og bindiskylda. Seðlabankinn hefur þó fleiri stýritæki líkt og sjá má í 8. grein laga um Seðlabanka Íslands frá 2001 þar sem stendur:

*„Til að ná markmiðum sínum skv. 3. gr. kaupir Seðlabanki Íslands og selur ríkistryggð verðbréf og önnur trygg innlend verðbréf á verðbréfamarkaði eða í beinum viðskiptum við lánastofnanir.“*

Seðlabankinn hefur því heimild samkvæmt lögum til að kaupa og selja verðbréf bæði á frum- og eftirmarkaði til að ná fram markmiðum sínum. Seðlabankinn hefur enn ekki gripið til þess ráðs að hlutast til á markaði. *Full ástæða er til þess að spyrja sig af hverju hann hafi ekki gert það og hvort ástæða sé til þess?* Eins og bent hefur verið á hafa vaxtaákvarðanir Seðlabankans takmörkuð áhrif. Með því að beita ónotaða stýritækinu (kaupa og selja skuldabréf á markaði) gæti Seðlabankinn haft áhrif ekki aðeins á styttri vexti heldur einnig á lengri vexti, sem bíta mun betur eins og komið var inn á hér að ofan. Ef tilgangur Seðlabankans væri að örva hagkerfið þá gæti hann sem dæmi keypt skuldabréf á markaði sem hafa langan líftíma, áhrifin myndu þá koma fram til lækkunar á

langtímavöxtum. Útlánavextir nýrra húsnæðislána einstaklinga myndu lækka töluvert og fjármögnunarkostnaður fyrirtækja myndi jafnframt lækka. Slíkt ætti að öðru óbreyttu að örva eftirspurn í hagkerfinu með aukinni einkaneyslu og fjárfestingu. Hægt væri að vinda ofan af þessari aðgerð (með því að selja bréfin eða eiga þau til gjaldþaga) þegar hagkerfið tæki við sér aftur. Einnig þarf að hafa í huga að þessu tæki er hægt að beita í báðar áttir, þ.e. bæði til þess að auka og draga úr eftirspurn.

Aðalmarkmið Seðlabankans er að tryggja verðstöðugleika en ekki fulla atvinnu. Því er auðvelt fyrir bankann að rökstyðja ástæðu þess að tækinu sé ekki beitt nú til þess eins að örva eftirspurn í hagkerfinu. Það breytir því samt ekki að þetta tæki er e.t.v. **öflugasta tækið** þegar Seðlabankinn er að kljást við verðbólgu á þenslutíma eins og komið verður nánar inn á hér síðar.



### Af hverju grípur Seðlabankinn ekki til markaðsaðgerða líkt og seðlabankar víða um heim?

Seðlabankar víða um heim (t.d. sá bandaríski og enski) hafa beitt þessu stýritæki til að styðja við efnahagskerfi sín. Sá bandaríski hefur beitt tækinu m.a. til að lækka langa vexti sem m.a. gerir heimilum kleift að endurfjármagna húsnæðislán sín á lægri vöxtum. Hafa þarf hins vegar í huga að bandaríski Seðlabankinn er bæði á verðstöðugleika- og atvinnustigsmarkmiði, en íslenski Seðlabankinn er eingöngu á verðstöðugleikamarkmiði. Þá má einnig benda á að mikil lækkun lengri raunvaxta á Íslandi myndi hafa afar slæm áhrif á Íbúðalánasjóð þar sem að hluti útlána sjóðsins yrðu greidd upp.

Ef til vill er orðið of seint í rassinn gripið fyrir Seðlabankann að þrýsta niður lengri raunvöxtum með markaðsaðgerð þar sem hann hefur ítrekað lýst því yfir að vaxtalækkunarferlinu og slökun peningalegs aðhalds sé lokið. Þrátt fyrir það má velta fyrir sér hvort ekki sé þörf á lækkun lengri raunvaxta til að örva langtímafjárfestingu og gera heimilum kleift að endurfjármagna húsnæðislán á lægri vöxtum þar sem fjárfesting er enn sögulega lág og skuldabyrði margra heimila ósjálfbær. Einkum á þetta við þar sem *efnahagsbatinn er byggður á veikum grunni m.a. þar sem neyslu heimila er viðhaldið tímabundið með sértækum aðgerðum stjórnvalda. Auk þess bendir **samdráttur peningamagns og útlána til þess að hér ríki enn skuldakreppa** sem gæti reynst langvinnari en margan hafi grunað.* Einnig má nefna að stærstu seðlabankar heims (aðallega sá bandaríski) eru enn að þrýsta niður lengri vöxtum með því að kaupa löng skuldabréf, þrátt fyrir að efnahagsbatinn þar hafi hafist í lok árs 2009 en batinn hér heima hófst ekki fyrr en á fyrri helmingi þessa árs. Á móti kemur að hagvaxtarhorfur næstu ára í þróuðum löndum virðast lakari en hér heima, enn sem komið er. Að lokum má velta fyrir sér hvort eða hversu mikil áhrif Seðlabankinn getur haft á vaxtarófið með þessu aðgerðum – en það byggist fyrst og fremst á því hversu trúverðug slík aðgerð yrði af hálfu bankans þegar til þess kæmi.

### Hærri verðbólguvæntingar, minni trúverðugleiki, verðbólguþvottur og minni sparnaður?

Mikilvægt er að átta sig á nokkrum atriðum varðandi beitingu þessa tækis.

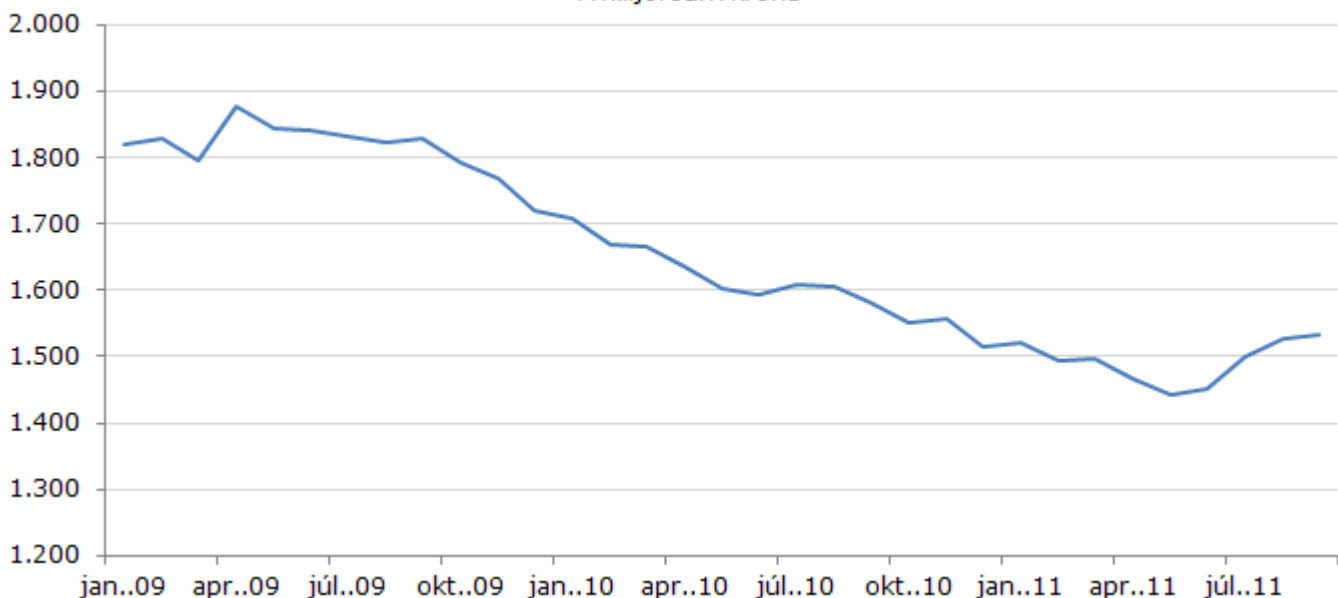
- Tækinu er almennt beitt til skamms tíma þar sem aðgerðin er dregin til baka þegar aðstæður

hafa breyst. Þannig ættu verðbólguáhrifin að vera lítil a.m.k. til langs tíma.

- Í öðru lagi er aðgerðinni beitt með tvenns konar hætti, þ.e. annað hvort til að auka eða draga úr eftirspurn. Því geta komið tímabil þar sem Seðlabankinn dregur úr peningamagni og hækkar langa vexti.
- Í þriðja lagi felur aðgerðin í sér tímabundna eignatilfærslu þar sem vextir ákvarðast ekki af lögmálum markaðarins. Vextir geta þá bæði verið yfir eða undir jafnvægi allt eftir því hvort Seðlabankinn sé að prenta eða taka pening úr umferð. Þar sem aðgerðin er tímabundin ætti hún ekki að hafa varanleg áhrif á t.d. sparnaðarhlutfall þjóðar.
- Einnig má nefna að ýmsar útfærslur eru til á slíkri aðgerð, t.d. gæti Seðlabankinn selt stutt ríkisbréf en keypt löng í þeim tilgangi í lækka langa vexti án þess að auka peningamagn.

Óðaverðbólga á oftari en ekki rætur sínar að rekja til fjárlagahalla sem er fjármagnaður með peningaprentun. Því má velja fyrir sér hvort að beiting markaðsaðgerða feli í sér hættu á aukinni verðbólgu, auknum verðbólguvæntingum og minni trúverðugleika Seðlabankans? Þessi gagnrýni á ekki endilega við í dag því það er alls óvíst hvort peningaprentun þyrfti að eiga sér stað ef Seðlabankinn vildi lækka langa vexti. Yfirlýsing bankans um að hann ætli sér að lækka langa vexti myndi ein og sér væntanlega hafa mikil áhrif og því gæti verið nóg fyrir bankann að koma lítillaga inn á markaðinn. Áhrif peningaprentunar myndu fjara út með sölu verðbréfanna síðar eða með því að Seðlabankinn ætti bréfin fram á gjalddaga. Einnig er líklegt að peningamargfaldarinn myndi falla í kjölfar peningaprentunar einkum og sér í lagi ef lítil eftirspurn er eftir lánnum. Þótt Seðlabankinn þyrfti að beita sér verulega á markaði í dag má velja fyrir sér hvort ekki sé svigrúm til peningaprentunar í hagkerfi þar sem peningamagn hefur dregist saman um 16% að raunvirði frá því í janúar 2009 og verulegur framleiðslulaki er enn til staðar. Vissulega er mögulegt að Seðlabankinn tapi á því að kaupa og selja bréf á markaði því ólíklegt er að bréfin verði keypt og seld á sömu kröfu. Þetta tap yrði þá fjármagnað með peningaprentun sem felur þá í sér verðbólguáhrif en ólíklegt er að um mjög háar fjárhæðir sé að ræða.

**Peningamagn (M3) m.v. verðlag í september 2011**  
- í milljörðum króna



### Var markaðsaðgerð svarið við þenslunni fyrir hrun?

Eins og alkunnugt er hækkaði Seðlabankinn stýrivexti á þensluárunum með þeim afleiðingum að erlent fjármagn flæddi inn í landið. Vaxtahækkanir slógu því ekki á þenslu heldur ýttu undir hana og drógu úr aðhaldi peningastefnunnar þar sem háir vexti hér á landi ýttu undir skuldsetningu heimila og fyrirtækja í myntum þar sem vaxtaviðmiðið var annað (gengistryggð lán). Afleiðingar þessa birtust í gengishruni og svo gjaldeyrishöftum, en tæplega 700 ma.kr. af erlendu fjármagni sátu hér fastir þegar höftin voru sett á eða sem nam hálfri landsframleiðslu. Eftir á að hyggja má velja fyrir sér hvort ekki hefði verið réttast fyrir Seðlabankann að hækka skammtíma vexti minna og stuðla frekar að hærri langtímaraunvöxtum með því að selja mikið magn ríkisbréfa. Minni hækkun skammtíma vaxta hefði án

efa minnkað innflæði erlends fjármagns (þar sem vaxtamunarviðskipti voru einkum stunduð með skammtímavöxtum) og gert erlenda fjármögnun heimila og fyrirtækja erfiðari en ella. Minni nafnvaxtamunur til skamms- og millilangstíma við útlönd hefði sömuleiðis latt slíka fjármögnun heimila og fyrirtækja sökum minni vaxtamunar (hefði e.t.v. verið of lítill til að réttlæta gengisáhættuna).

Hækkun langtímavaxta með markaðsaðgerð Seðlabankans þar sem hann hefði selt mikið magn langra verðtryggðra ríkisbréfa hefði slegið á þenslu þar sem ný verðtryggð húsnæðislán hefðu orðið dýrari og fjármögnunarkostnaður fyrirtækja hefði hækkað. Auk þess hefði bankinn dregið úr peningamagni í umferð og slegið á eignaverðsbólu þar sem fórnarkostnaður fjármagns hefði aukist verulega og útlánageta bankakerfisins orðið minni en ella. Þessi aðgerð hefði einnig farið mjög vel við möguleg gjaldeyriskaup Seðlabankans til að bregðast við of sterkri krónu því þá væri búið að stýfa kaupin (draga úr þensluhvetjandi áhrifum gjaldeyriskaupanna).

### **Seðlabankatískan komin í hring?**

Segja má að stjórnun peningamagns í þeim tilgangi að tryggja stöðugt verðlag hafi fallið úr tísku fyrir nokkrum áratugum m.a. sökum þess að illa gekk að stjórna verðbólgu. Talið er að nokkrir þættir eins og sveiflur í veltuhraða peninga og tafir í margföldunarferlinu (í gegnum peningamargfaldarann) geri það að verkum að peningamagn henti verr en stýrivextir. Í kjölfar fjármálakrísunnar sem hófst 2007 (og er e.t.v. ekki enn lokið) hófu nokkrir seðlabankar (þá aðallega sá bandaríski) að nota peningamagn sem eitt af stjórnækjum sínum en bandaríski Seðlabankinn „bjó“ einnig til nokkur ný tæki m.a. til að dæla lausafé í kerfið. Þessi sami Seðlabanki er enn þá að beita sér á mörkuðum til að hafa áhrif á langa vexti. Hinum megin við Atlantshafið er mikill þrýstingur á evrópska Seðlabankann að gera slíkt hið sama, þ.e. kaupa ríkisskuldabréf á markaði í þeim tilgangi að lækka vexti. Englandsbanki hefur verið að kaupa ríkisskuldabréf síðustu misseri. Að þessu öllu sögðu má velta fyrir sér hvort beiting peningamagns sé komin til að vera. Enn sem komið er hefur þessi umræða ekki átt sér stað á Íslandi.

### **Óbreyttir stýrivextir í nóvember**

---

Greiningardeild spáir óbreyttum stýrivöxtum næstkomandi miðvikudag. Við teljum að sömu rök eigi við nú og við síðustu vaxtaákvörðun þegar vöxtum var haldið óbreyttum. Þá taldi meirihluti nefndarinnar að hagstæðari verðbólgutölur en vænst hafði verið, gengisstyrking krónunnar og lakari horfur í heimsbúskapnum væru þættir sem gerðu þeim mögulegt að halda vöxtum óbreyttum. Allir þessir þættir hafa þróast með svipuðum hætti og draga úr „nauðsyn“ hærri vaxta á núverandi tímapunkti. Peningastefnunefnd hefur þó ítrekað lagt áherslu á að til lengri tíma litið sé við hæfi að halda áfram að draga úr slaka peningastefnunnar (e. negative bias).

### **Eru verðbólguhorfur til langs tíma slæmar?**

Ekki má gleyma því að samfara vaxtaákvörðun, næstkomandi miðvikudag, mun Seðlabankinn birta Peningamál. Fyrir liggur að Seðlabankinn byggði vaxtahækkun í ágúst á verðbólguþá sem gerði ráð fyrir mun meiri verðbólgu til skamms tíma en útlit er nú fyrir. Þó verður að hafa í huga að nefndin horfir fyrst og fremst á verðbólguhorfur til **næstu tveggja ára** þegar aðhaldsstigið er ákveðið. Þrátt fyrir að bankinn hafi skotið yfir markið til skamms tíma þá mun það skipta sköpum hvert uppfært álit Seðlabankans á verðbólguþróun næstu 2-3 ára verður (eins og það birtist í Peningamáli). Samkvæmt okkar spá mun Seðlabankinn nefnilega ekki komast á verðbólguþrögn næstu árin. Ef uppfærð verðbólguþá Seðlabankans bendir til þess að verðbólgan muni þróast á svipaðan máta og niðurstöður úr langtímaspá okkar gefa til kynna þá er ekki hægt að útiloka hækkun vaxta strax á miðvikudaginn.

Þess ber þó að geta að langtímaverðbólguþá greiningardeildar (sem birt var í síðustu viku) byggir t.a.m. á þeirri forsendu að fasteignaverð muni hækka um 18% að nafnvirði en óvíst er hvaða augum Seðlabankinn lítur á þróun fasteignaverðs. Þar sem húsnæðisliðurinn vegur þungt í vísitölu neysliverðs liggur fyrir að mat Seðlabankans á þróun á fasteignamarkaði skiptir sköpum þegar verðbólguhorfur er metnar.

**Aðalatriði:** Við teljum að óvissan sem er til staðar í efnahagskerfum heimsins leiði til þess að Seðlabankinn haldi að sér höndum og bíði með vaxtahækkanir a.m.k. fram yfir áramót.

### Þróun lykilstærða milli vaxtaákvörðunarfunda

	feb.11	mar.11	apr.11	jún.11	ágú.11	sep.11	okt.11
Stýrivextir (breyting milli funda)	-0,25%	0	0	0	0,25%	0	0?
Krónan (plús=styrking)	-4,30%	-1,0%	-0,30%	-1,80%	0,90%	1,80%	0,60%
Áhættuálag (CDS á ríkið)	2,74%	2,43%	2,24%	2,80%	2,42%	3,06%	3,22%
Væntingar á markaði um stýrivexti	Lækkun 0,25-0,75%	Lækkun 0-0,25%	Lækkun 0-0,25%	Óbreytt	Hækkun 0-0,25%	Hækkun 0-0,5%	Óbreytt
Virkir raunstýrivextir (skilgreining SB)*	2,10%	1,30%	0,30%	-0,50%	-1,20%	-0,90%	-
Verðbólguálag (meðalv. til 5 ára)	3,26%	4,0%	4,24%	5,14%	5,14%	5,04%	4,42%
12 mánaða verðbólga	1,80%	1,90%	2,30%	3,40%	5,00%	5,70%	5,30%
Áhættuleiðréttur vaxtamunur**	-0,24%	0,08%	0,18%	-0,71%	0,22%	0,74%	0,63%

\*Virkir nafnstýrivextir eru skilgreindir í dag sem einfalt meðaltal innlánsvaxta Seðlabankans og hámarksvaxta innstæðubréfa. Peningastefnunefnd áætlar raunstýrivexti út frá ólíkum mælikvörðum á verðbólgu og verðbólguvæntingar.

\*\*Áhættuleiðréttur skammtímavaxtamunur er skilgreindur hér sem mismunur þýskra og íslenskra víxla að frádregnu 5 ára skuldtryggingarálagi landanna.

### Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Davíð Stefánsson	davidst@arionbanki.is	444-6965
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Hallgrímur Björnsson	hallgrimur.bjornsson@arionbanki.is	444-6818
Kristrún Mjöll Frostadóttir	kristrun.frostadottir@arionbanki.is	444-6911
Þorbjörn Atli Sveinsson	thorbjorn.sveinsson@arionbanki.is	444-6973

### Ábyrgðarmaður: Þorbjörn Atli Sveinsson

#### 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 fjárfestingabankabjónustu.

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