Markaðspunktar

Arion banki

Arion banki ▪ Greiningardeild ▪ greining@arionbanki.is ▪ arionbanki.is

Markaðspunktar í dag:

- Seðlabankinn: Vísbending um hægara vaxtalækkunarferli?
- Mun næsta lánafyrirgreiðsla AGS virkilega gera gæfumuninn?
- Aflétting hafta er enn á dagskrá – Ekkert plan B

Seðlabankinn: Vísbending um hægara vaxtalækkunarferli?

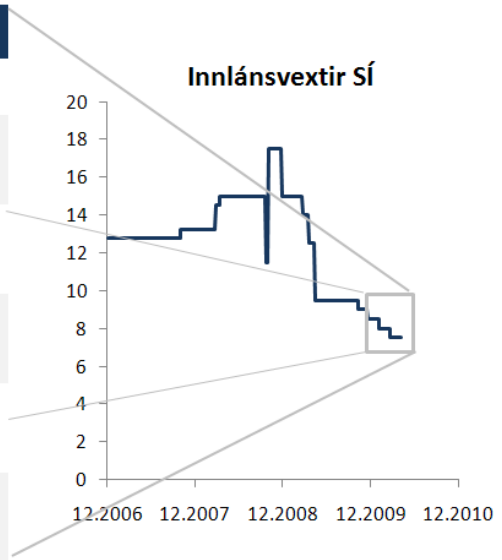
Með 50 punkta vaxtalækkun í gær viðhélt Seðlabankinn þeirri reglufestu sem einkennt hefur undanfarna vaxtaákvörðunarfundi. Hvað sem á hefur dunið í lífi lands og þegna í vetur hefur Seðlabankinn tekið 50 punkta vaxtalækkun með nákvæmlega sama rökstuðningi (sjá töflu hér að neðan). Bankinn hefur einnig gefið til kynna að hann ætli áfram á sömu braut.

Samt sem áður má greina stefnubreytingu ef rýnt er í orðalag Seðlabankans. Fyrirheitin hafa hingað til verið um „frekari slökun peningalegs aðhalds" en í nýrri yfirlýsingu Peningastefnunefndar segir „**draga smám saman** úr peningalegu aðhaldi". Hugsanlega er nefndin að undirbúa jarðveginn fyrir vaxtalækkanir í smærri skrefum en hingað til, enda hefur hver punktalækkun meira vægi eftir því sem vextir fara neðar. Ekki er því ólíklegt að fljótlega muni Peningastefnunefnd smækka skrefin í 25 punkta lækkun á hverjum fundi. Við gerum því ráð fyrir **25-50 punkta lækkun á næsta vaxtaákvörðunarfundi** sem haldinn verður í júní nk.

Eftir því sem vextir Seðlabankans lækka fer spurningin um vaxtagólfið að vega þyngra, þ.e. hversu langt vextirnir munu fara niður áður en ferlið stoppar. Í síðasta vaxtalækkunarferli, árið 2002 fóru stýrivextir Seðlabankans (repo) lægst í um 5,2%. Þótt slakinn í hagkerfinu sé meiri nú en þá er hinsvegar óvíst að það muni koma fram í slakari peningastefnu. Það sem helst hamlar vaxtalækkunum er hin óleysta gjaldeyriskrísa sem kann hæglega að leiða til þess að vaxtalækkunarferlið verði grynnra en það síðasta. Fjármögnunarskilyrði Íslendinga erlendis og stefna um afnám gjaldeyrishafta munu hafa mikið að segja í því sambandi. Reikna má með að Seðlabankinn muni horfa nokkuð til þátta s.s. vaxtamunar við útlönd, leiðréttum fyrir skuldatryggingarálagi ríkisins og einnig raunvaxtamunar við útlönd.

Stefnubreyting í vaxtaákvörðunum Seðlabankans?

Fyrirheit Peningastefnunefndar		**Efndir** Peningastefnunefndar á næsta fundi á eftir	
	(brot úr yfirlýsingu)		*(breyting innlánsvaxta, p.)*
05.nóv.2009	"Haldist gengi krónunnar stöðugt eða styrkist, og verðbólga hjaðnar eins og spáð er, ættu forsendur fyrir frekari slökun peningalegs aðhalds fljótlega að vera til staðar."	10.des.2009	-50
10.des.2009	"Haldist gengi krónunnar stöðugt eða styrkist, og verðbólga hjaðnar eins og spáð er, ættu forsendur fyrir frekari slökun peningalegs aðhalds að vera áfram til staðar."	27.jan.2010	-50
27.jan.2010	"Haldist gengi krónunnar stöðugt eða styrkist, og verðbólga hjaðnar eins og spáð er, ættu forsendur fyrir frekari slökun peningalegs aðhalds að vera áfram til staðar."	17.mar.2010	-50
17.mar.2010	"Haldist gengi krónunnar stöðugt eða styrkist, og verðbólga hjaðnar eins og spáð er, ættu forsendur fyrir frekari slökun peningalegs aðhalds að vera áfram til staðar."	05.maí.2010	-50
05.maí.2010	"Haldist gengi krónunnar stöðugt eða styrkist, og verðbólga hjaðni eins og spáð er, ættu forsendur þess að draga smám saman úr peningalegu aðhaldi þó að vera áfram til staðar."	**23.jún.2010**	*okkar spá: 25-50p. lækkun*



Mun næsta lánafyrirgreiðsla AGS virkilega gera gæfumuninn?

Ef marka má orð Seðlabankastjóra og yfirlýsingu peningastefnunefndar, þá **helst afnám hafta í hendur við lausn á Icesave málinu eða að þriðja endurskoðun AGS** nái fram að ganga. Ennfremur virðist bankinn halda vöxtum hærri en ella vegna þess að bankinn stefnir að afnámi hafta fyrr frekar en síðar.

Það er semsagt ekki svo mikil óvissa um hvort Peningastefnunefnd *stefni að* afnámi hafta eður ei, það gerir hún. Óvissan snýr fyrst og fremst að því hvort *aðstæður muni leyfa* veruleg skref í afnámi hafta.

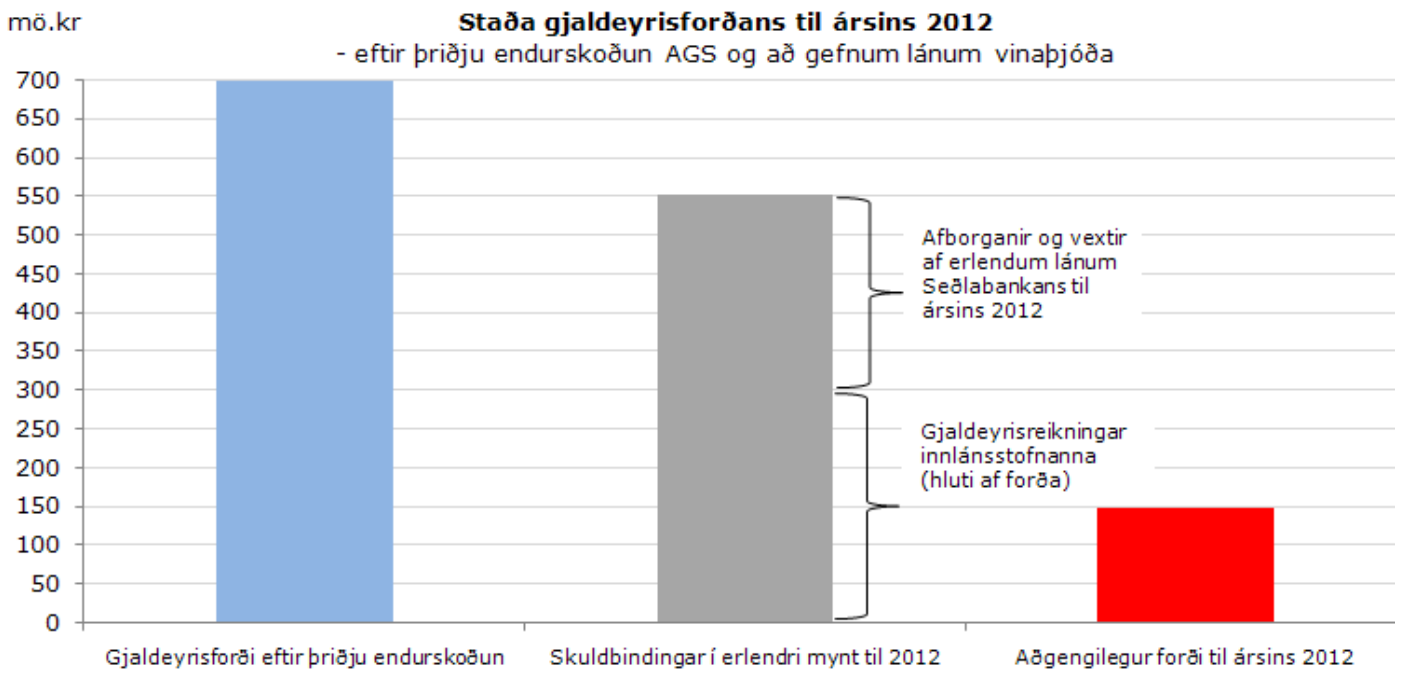
Með þetta í huga er kannski áhugavert að velta því fyrir sér hversu raunhæft þetta mat peningastefnunefndar er í raun og veru. Það er síður en svo augljóst að þriðja endurskoðun AGS **verði vendipunktur í forðasöfnun** Seðlabankans og að afnám gjaldeyrishafta geti byrjað af krafti í kjölfarið. Þessa skoðun byggjum við á því að „tiltækur" gjaldeyrisforði til nota á gjaldeyrismarkaði er afar lítill, þ.e. forði að frádregnum gjaldeyrisinnstæðum innlánsstofnanna í Seðlabankanum og gjalddögum lána ríkisins fram á til ársins 2012.

Ef þriðja endurskoðun nær fram að ganga á svipuðum forsendum og önnur endurskoðun, myndi gjaldeyrisforðinn aukast um 105 ma.kr. Að því gefnu að dregið verði á öll lánin yrði **gjaldeyrisforðinn við lok þriðju endurskoðunar um 700 ma.kr.** sem lítur bara nokkuð vel út við fyrstu sýn.

- Hinsvegar nema gjalddagar af erlendum lánum til ársins 2012 um **300 mö.kr.** (til viðbótar koma þó einhverjar endurgreiðslur til AGS árið 2012 samkvæmt áætlunum)
- Sá hluti gjaldeyrisforðans sem samanstendur af gjaldeyrisinnstæðum innlánsstofnanna og skilanefnda er nú tæplega **255 ma.kr.** En með tíð og tíma munu gjaldeyrisinnstæður skilanefnda (170 ma.kr) væntanlega greiðast út til kröfuhafa og óvarlegt að gera ráð fyrir gjaldeyrisinnstæðum innlánsstofnanna sem vísum við afborganir langtíma skuldbindinga.

„Aðgengilegur forði" (skv. ofangreindri skilgreiningu) verður því tæpir 150 ma.kr. að aflokinni þriðju endurskoðun AGS. Velta má fyrir sér hvort þessi forði muni duga til að tryggja vel heppnað afnám gjaldeyrishaftanna að fullu þó vitanlega verði hægt að stíga fyrstu skrefin í frjálsræðisátt á gjaldeyrismarkaði. Ef framvinda AGS áætlunarinnar verður hinsvegar í takt við áætlun gæti þó bærilegur gjaldeyrisforði hafa safnast í lok árs 2011, eða sem samsvarar **350-400 mö.kr.** Slík upphæð myndi hjálpa verulega til við afnám hafta þótt fleira þurfi að vera til staðar, s.s. trúverðug ríkisfjármálastefna og almennt heilbrigði hagkerfisins.

Með hliðsjón af framansögðu höfum við frekar trú á því að svipaður tónn verði á næstu fundum Seðlabankans og forsendur afnáms gjaldeyrishafta muni hliðrast í átt að fjórðu endurskoðun AGS, svo þeirri fimmtu. Eflaust mun frekara babb koma í bátinn í millitíðinni þar til staða gjaldeyrisforðans verður orðin fullnægjandi að mati Seðlabankans. Að okkar mati virðist því tröllatrú peningastefnunefndar á áhrifum þriðju endurskoðunar vera lituð of mikilli bjartsýni.



Aflétting hafta er enn á dagskrá – Ekkert plan B

Í máli Seðlabankastjórnar í gær komu engar vísbendingar fram um að afnámi gjaldeyrishafta verði skotið á frest til lengri tíma. Þess í stað virðist Peningastefnunefnd horfa til afnáms hafta þegar þriðja endurskoðun AGS nær í gegn, eða Icesave deilan leysist (sjá umfjöllun að ofan: Mun næsta lánafyrirgreiðsla AGS virkilega gera gæfumuninn?).

Því virðist Plan B ekki vera inni í myndinni í augnablikinu. Samkvæmt Plani B myndi Seðlabankinn lýsa því yfir að afnámið væri ekki á dagskrá þar sem fjármögnun s.s. frá AGS og vinaþjóðum fengist ekki og yrðu vextir lækkaðir meira undir þeim kringumstæðum. Í yfirlýsingu AGS þann 20. apríl sl. vakti setning um að gjaldeyrishöftum verði ekki aflétt að sinni nokkra athygli. Miðað við það sem fram kom í yfirlýsingum Seðlabankans í dag virðast þessi orð sjóðsins þó ekki vega þyngra á vorgarskálunum en hver önnur bloggfærsla.

Athugið að til skamms tíma skiptir engu máli hversu raunhæft Plan A um afnám gjaldeyrishafta er í raun og veru. Á meðan afnám hafta, fyrr frekar en síðar, er á stefnuskrá Seðlabankans mun vaxtastefnan bankans taka mið af því – með hærri vöxtum en ella. Hugsanlegt er þó að Seðlabankinn rekist á vegg síðar meir og skipti um skoðun.

Óveruleg viðbrögð á skuldabréfamarkaði

Stafi lækkun ávöxtunarkröfu á skuldabréfamarkaði undanfarnar vikur af væntingum um að Plan B verði yfirlýst stefna Seðlabankans (þ.e. um viðvarandi höft og lágvaxtastefnu sem tekur ekki mið af afnámi hafta), þá var um yfirskot að ræða. Þróunin á skuldabréfamarkaði í gær benti þó ekki sérstaklega til að svo hefði verið, því þótt krafa flestra skuldabréfaflokka hafi hækkað, þá var hækkunin afar hófleg.

Enda eru fleiri hugsanlegar skýringar á lækkun ávöxtunarkröfunnar að undanförnu, eins og við tíndum til í Markaðspunktum fyrir skemmstu:

- Mikið peningamagn í hagkerfinu eltist við tiltölulega fáa fjárfestingarkosti (e. liquidity effect) – þessi áhrif eru undirliggjandi þótt þau áhrif útskýri ekki endilega þær breytingar sem orðið hafa síðastliðinn mánuð.
- Endurskoðun AGS er gengin í gegn sem dregur úr líkum á veikingu krónunnar.
- Verðbólguvæntingar hafa lækkað, fjárfestar eru bjartsýnir á verðbólguþróun horft til næstu ára ef eitthvað er að marka verðbólguálag á skuldabréfamarkaði. Fjárfestar gera samkvæmt verðbólguálaginu ráð fyrir að verðbólgan verði í kringum markmið bankans á næstu þremur árum. Lægri verðbólga ætti að hraða frekari lækkun vaxta enda hefur Seðlabankastjóri oft gefið í skyn að vextir fylgi verðbólgunni eftir.

Markaðspunktar Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Þorbjörn Atli Sveinsson	thorbjorn.sveinsson@arionbanki.is	444-6964
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 markaðspunktar 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 fjárfestingabankaþjónustu.

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