

**Markaðspunktur í dag:**

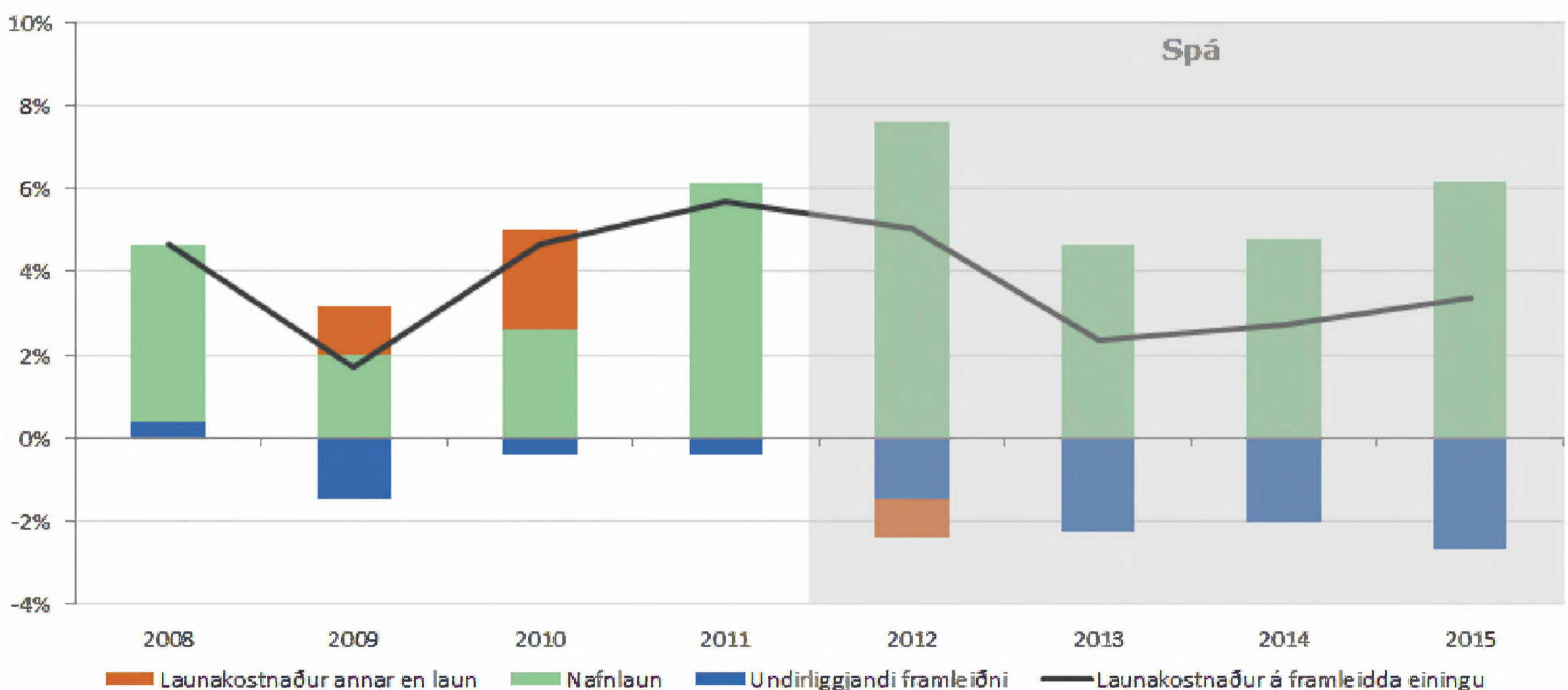
- Stýrivaxtaákvörðun 6. febrúar: Spáum óbreyttum vöxtum

**Stýrivaxtaákvörðun 6. febrúar: Spáum óbreyttum vöxtum**

Greiningardeild spáir óbreyttum vöxtum við vaxtaákvörðun Seðlabankans þann 6. febrúar. Við töldum langstærsta óvissuþáttinn frá síðasta fundi snúa að endurskoðun kjarasamninga þann 21. janúar, en peningastefnunefnd hafði allt að því skuldbundið sig til að hækka vexti hefði verið samið um frekari hækkanir en kveðið var á um í samningunum. Þess gerist ekki þörf, þar sem aðilar vinnumarkaðarins komust að samkomulagi um að fara að gildandi kjarasamningum þar til í lok nóvember. Sú niðurstaða er nokkurnvegin í takt við forsendur spár Seðlabankans, sem sjá má á mynd hér að neðan.

Niðurstaða vegna Icesave dómsins mun liggja fyrir á mánudaginn. Í ljósi þess að hér er um viðurkenningardóm að ræða þá er ekki verið að dæma um greiðslur, vexti eða annan kostnað ef til þess kemur að við töpum málinu. Vegna þessa þá teljum við ekki að niðurstaðan muni hafa veruleg áhrif vaxtaákvörðun peningastefnunefndar á næsta fundi. Þá hefur ekki verið minnst á Icesave málið í síðustu yfirlýsingum nefndarinnar sem endurspeglar að áhyggjur þeirra snúa fremur að öðrum þáttum.

**Mat og spá Seðlabankans um launakostnað á framleidda einingu og framlag undirliða**  
- breyting frá fyrra ári



Heimild: Seðlabanki Íslands

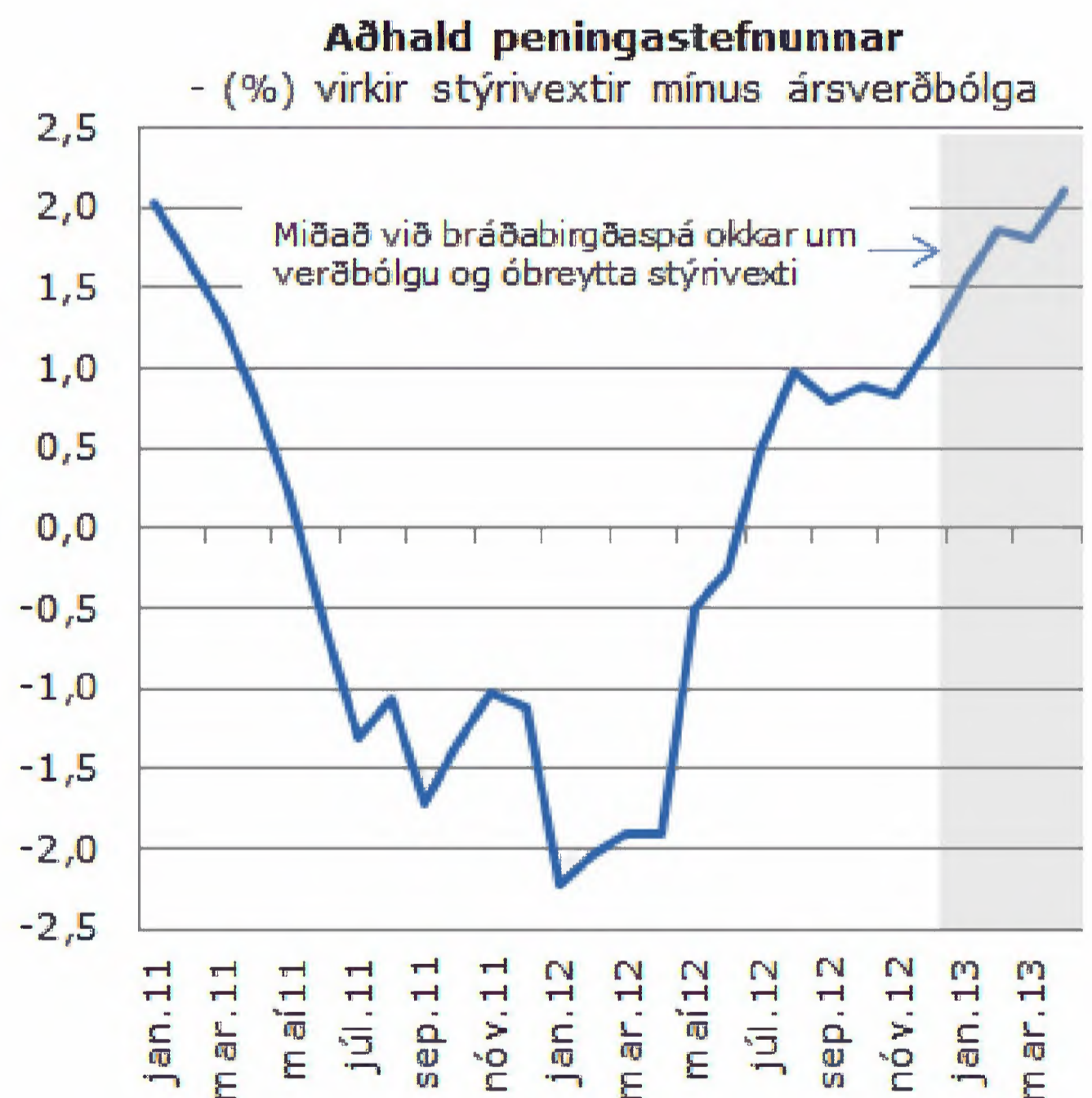
Líkt og sjá má keyrði vöxtur launakostnaðar á framleidda einingu (þ.e. launahækkanir umfram framleiðniaukningu) um þverbak á árunum 2011 og 2012. Þótt erfitt sé að fullyrða um orsök og afleiðingu þegar kemur að launum og verðlagi, þá má engu að síður slá föstu að þessar bröttu hækkanir sem fylgdu nógildandi samningum áttu þátt í að verðbólga jókst mikið á síðari hluta ársins 2011 og hefur haldist há til dagsins í dag.



Samkvæmt spánni munu launahækkunar umfram framleiðniaukningu hins vegar ekki fara fram úr þeim 2,5% hækkunum sem Seðlabankinn telur samrýmast verðbólguþolmiðbankans á árinu. Við teljum engu að síður að þær hækkunar sem gildandi kjarasamningar kveða á um þann 1. febrúar séu nokkuð brattar. Það er einkum vegna þess hve atvinnuleysi er mikið og framleiðslugeta hagkerfisins vannýtt, en talsverð framleiðniaukning þarf að koma til svo hækkunir myndi ekki þrýsting á verðbólgu. Við teljum því að kjarasamningar verði áfram áhættuþáttur þegar kemur að verðbólgu, en óvissu um þá hefur verið ýtt fram til nóvember svo að litlar líkur eru á að það hafi áhrif við næstu vaxtaákvörðun.

### Þættir sem gegn vaxtahækkun,

- **Hægir á efnahagsbatanum.** Vöxtur kortaveltu hægði töluvert á sér á síðasta fjórðungi ársins, en hún gefur jafnan skýra vísbendingu um þróun einkaneyslu. Það er því ástæða til að óttast að umsvif í hagkerfinu séu að minnka, a.m.k. er að hægja á efnahagsbatanum.
- **Aðhald peningastefnunnar að aukast í gegnum hjaðnandi verðbólgu.** Á sama tíma og það er að hægja á umsvifum í hagkerfinu þá er útlit fyrir að raunstyrivextir séu á hraðri uppleið. Síðustu verðbólguþolmælingar hafa verið nokkuð hagfelldar á sögulegan mælikvarða, en verðbólga hefur haldist stöðug rétt fyrir ofan efri vikmörk peningastefnunnar (4%) síðan í ágúst. Ef spá okkar um verðbólgu á komandi mánuðum gengur eftir þá útlit fyrir að ársverðbólgan gangi enn frekar niður, sem merkir að aðhald peningastefnunnar gæti herst nokkuð án frekari nafnvaxtahækkana.
- **Áframhaldandi óvissa í viðskiptalöndum Íslands.** Þótt ýmis teikn séu á lofti um að létta sé til yfir evrópska hagkerfinu er ótímabært að lýsa því yfir að evrukrísunni sé lokið. Á meðan eftirspurn eftir íslenskum útflutningi er áfram veik er ástæða til að fara hægt í að herða peningalegt aðhald með vaxtahækkunum.
- 



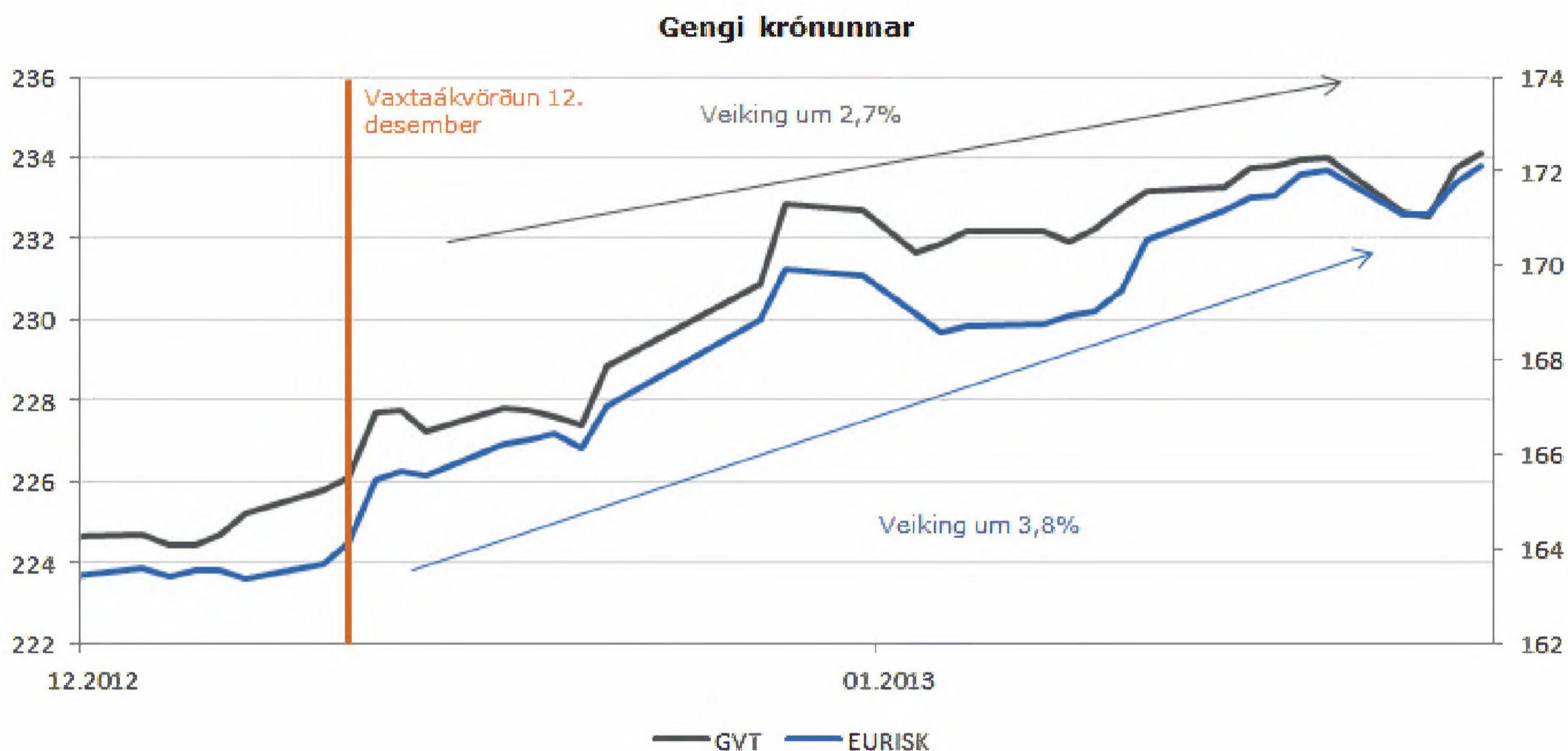
\*m.v. debetkortaveltu innanlands í verslunum, kreditkortaveltu innlands og heildarkortaveltu erlendis  
Heimild: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

### Þættir sem mæla með vaxtahækkun,

- **Veiking krónunnar.** Krónan veiktist nokkuð eftir því sem á leið desember, en þrátt fyrir inngríp Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði um áramótin hefur veikingin teygst sig inn í nýja árið. Bankinn hefur þó látið hjá líða að bregðast við enn meiri gengissveiflum milli funda en þeim sem sjást hér (t.d. á fundum í ágúst og október á síðasta ári) þegar krónan styrktist fyrst um rúm 8%, en seig



svo um 6,2%. Auk þess hafa rannsóknir greiningardeildar leitt í ljós að ómarktækt samband er á milli gengisbreytinga milli funda og vaxtaákvörðunar hverju sinni, svo ólíklegt er að gengissigið undanfarið kalli á sérstök viðbrögð.



Heimild: Seðlabanki Íslands

- Háar og óstöðugar verðbólguvæntingar.** Þótt verðbólguvæntingar hafi lækkað mikið frá því sem hæst var í byrjun síðasta árs, þá er þess enn að bíða að þær nálgist verðbólguþröskulmarkmið bankans. Það er þó ekki síður áhyggjuefni hversu mikið flökt er í væntingunum, en til þess að hægt verði að beita peningastefnu til að örva hagkerfið án þess að taka út mikinn kostnað í formi verðbólgu (eða kveða niður verðbólgu án þess að taka út kostnað í formi framleiðsluslaka) þarf að festa væntingarnar kyrrfilega við verðbólguþröskulmarkmiðið. Enn sem komið er virðast væntingarnar frekar mótast af því hver verðbólgan er á hverjum tíma, en raunverulegu trausti á að Seðlabankinn muni ná markmiði sínu.

### 5 ára verðbólguálag á skuldabréfamarkaði -hlutfallsmunur á kröfu RIKB 19 og HFF 24





## Áhættupættir horft fram á veginn

- Ríkisfjármálin.** Eins og greiningardeild hefur fjallað um er mjög hætt við því að fjárlögum verði ekki fylgt eftir og að halli á rekstri ríkisins verði meiri en núverandi áætlanir gera ráð fyrir. Ef útgjaldahlið ríkisrekstrarins fer verulega umfram áætlanir þá má ætla að eftirspurnarþrýstingur myndist vegna þessa sem getur haft neikvæð áhrif á verðbólguhorfur.
- Tregari verðbólga en gert er ráð fyrir.** Við teljum sem fyrr hættu á að síðasta spá Seðlabankans vanmeti verðbólgu til meðallangs tíma, en einkum gæti samfelld gengissig síðan í haust valdið meiri verðbólgu en bankinn sér fyrir. Þá teljum við háar verðbólguvæntingar benda til þess að hjöðnun verðbólgunnar gæti orðið hægari en spár gera ráð fyrir.
- Launahækkarnir.** Eins og fjallað er um hér að ofan teljum við hætt við því að samningsbundnar launahækkarnir skili sér út í verðlag, einkanlega ef framleiðni tekur hægar við sér en Seðlabankinn gerir ráð fyrir.

### Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
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 fjármálagerninga 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 öfugt. Einnig skal bent á að árangur í fortíð er ekki örugg vísbending 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, umsjónaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankaþjónustu.

**Athugasemdir, ábendingar og fyrirspurnir tengdar markaðspunktum sendist á netfangið [greiningardeild@arionbanki.is](mailto:greiningardeild@arionbanki.is)**