



Markaðspunktur í dag:

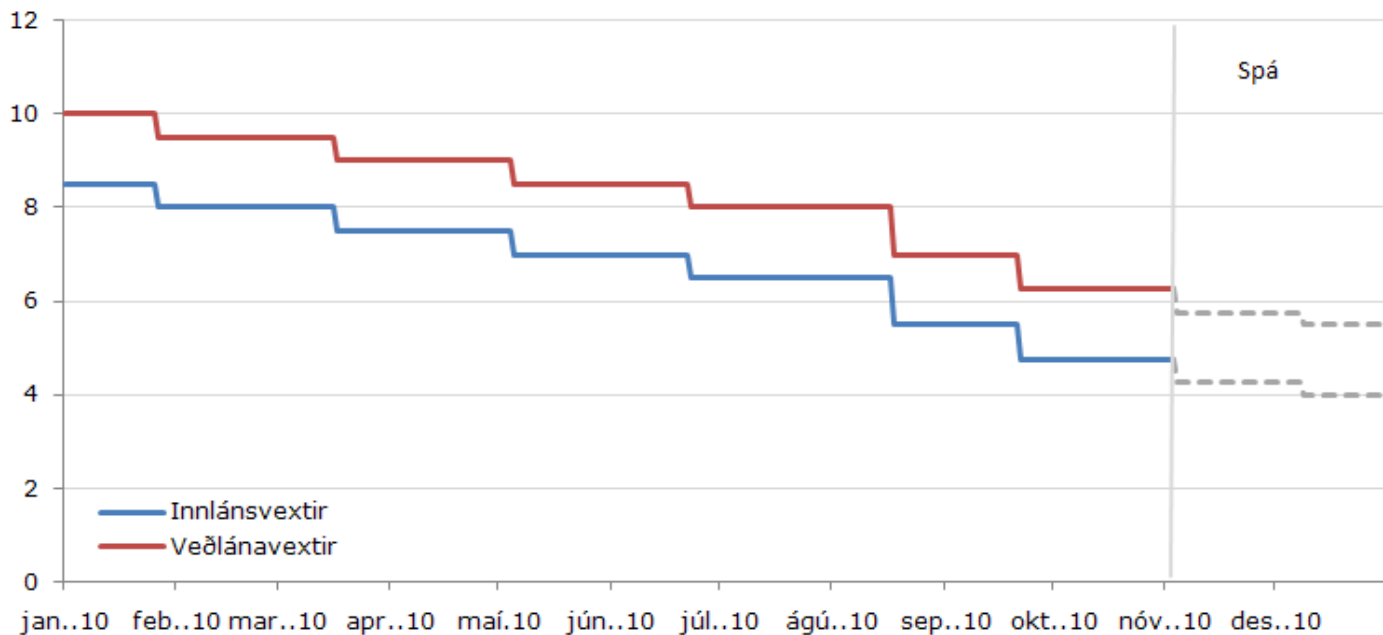
- Spáum 50 punkta lækkun í nóvember
- Er afnám hafta rétt handan við hornið?

Spáum 50 punkta lækkun í nóvember

Af öllum sólarmerkjum að dæma mun lægðin í efnahagslífinu verða dýpri og lengri en Seðlabankinn reiknaði með fyrir fáeinum mánuðum. En svo virðist sem bæði einkaneysla og fjárfesting verði veik áfram og flestar vísbendingar fyrir seinni helming þessa árs benda niður – s.s. hvað varðar veltu í smásöluverslun, væntingar almennings og atvinnuleysi. Það bendir því allt til þess að hagvaxtarspá bankans verði lækkuð í næstu Peningamálum (3.nóv). Jafnframt liggur því fyrir að töluvert rúm er fyrir frekari vaxtalækkunir og raunar má nú fella dóm um að það hafi verið mistök hjá Seðlabankanum að hafa ekki lækkað vexti hraðar miðað við hvað samdrátturinn virðist ætla að vera mikill.

Samt sem áður spáir Greiningardeild **aðeins 50 punkta lækkun vaxta** á næsta vaxtaákvörðunarfundi **3. nóvember og 50-25 punkta í desember**. Samkvæmt þessu munu vextir á viðskiptareikningum innlánsstofnanna lækka úr 4,75% í 3,75-4% og veðlánvextir lækka úr 6,25% í 5,25-5,5% fyrir árslok.

Vextir Seðlabanka Íslands



Óvíst með framhaldið

Framhaldið er síðan óvíst. Það sem heldur aftur af frekari vaxtalækkunum er yfirvofandi afnám hafta-eins og svo oft hefur komið fram. Þetta títtnefnda afnám hefur hins vegar verið yfirvofandi í nær tvö ár og það er ekkert sem bendir til þess að áætlun eða tímalína muni liggja fyrir um það bráðlega. En Greiningardeild telur ekki líklegt að stýrivextir bankans fari neðan við 5% að svo komnu máli.

Áætlun um afnám hafta hægir á ferlinu

Hefðbundin skilaboð Seðlabankans á sl. fundum	Harðari tónn í nýjustu yfirlýsingu
Eins og áður telur nefndin forsendur áframhaldandi slökunar peningalegs aðhalds vera til staðar, haldist gengi krónunnar stöðugt eða styrkist og hjaðni verðbólga eins og spáð er.	Nefndin telur að eitthvert svigrúm sé enn til staðar til áframhaldandi slökunar peningalegs aðhalds haldist gengi krónunnar stöðugt eða styrkist og hjaðni verðbólga eins og spáð er. Áætlanir um afnám hafta á fjármagnshreyfingar skapa hins vegar óvissu um hversu mikið svigrúmið er til skemmri tíma.

Er afnám hafta rétt handan við hornið?

Seðlabankinn hefur verið nokkuð kokhraustur í yfirlýsingum sínum upp á síðkastið um að afnám gjaldeyrishafta sé rétt handan við hornið (eða skilyrði til afnáms). Þessar yfirlýsingar hans hafa á stundum valdið umróti á markaði – **skelfingin á skuldabréfamarkaði** þann 22. september síðastliðinn er líklega best þekktasta dæmið. Þessum ummælum hefur þó aldrei fylgt neinn gagnlegur leiðarvísir um það hvernig og hvenær höftin verða afnumin og hafa þau vakið upp heldur fleiri spurningar en svör.

Einna helst snýr málið að því að mjög takmarkaðar og misvísandi upplýsingar hafa komið fram um það hvernig afnám hafta verði tæknilega útfært. Upplýsingar eins og tímasetningar og hvaða eignaflokkar munu fá að losna fyrst liggja því ekki fyrir - enda virðist Seðlabankinn enn sem komið er ekki hafa markað sér skýra stefnu. Raunar er ekki hægt að orða það öðruvísi en svo að töluverð vík sé á milli yfirlýsinga bankans og þess veruleika sem blasir við á íslenskum fjármálamarkaði.

Nánar um skilyrðin – hefur þeim raunverulega verið mætt að einhverju leyti?

Már Guðmundsson seðlabankastjóri sagði nýlega í New York borg og á fundi með Samtökum fiskvinnslustöðva að fjögur skilyrði (voru reyndar þrjú en fyrsta skilyrðið var tvíþætt) verði að vera hendi svo afnám hafta geti hafist og af þeim hafi þrjú þegar verið uppfyllt. Skilyrðin eru hér að neðan.

Rétt er að taka það fram að þegar við ræðum um afnám hafta eigum við um breytingar á gjaldeyrisreglum sem skipta verulegu máli fyrir gjaldeyrismarkaðinn (við setjum lítið vægi á aðgerðir eins og að leyfa einhliða beina fjárfestingu inn í landið hjá erlendum aðilum. Einnig myndi hækkun á lágmarksheimild til kaupa á gjaldeyri með hverjum flugfarmiða segjum úr 350 þúsund í 500 þúsund ekki flokkast sem grundvallarbreyting á gjaldeyrisreglum).

Skilyrðin fjögur:

- Þjóðhagslegur stöðugleiki.** Hvað hér er átt við er með öllu óljóst. Væntanlega er hér átt við að verðbólga sé á niðurleið, ríkisfjármál séu í jafnvægi og hagvöxtur sé handan við hornið. Jafnvel má velta fyrir sér hvort að hér sé einnig vísað í pólitískan stöðugleika og hvort seðlabankamenn geti gengið um aðalinngang bankans óáreittir (af mótmælendum). Greiningardeild deilir þeirri skoðun Mús að verðbólga sé á niðurleið en hins vegar eiga fjárlögin enn eftir að fá samþykki Alþingis og virðist hagvöxtur enn láta á sér standa. Meiri vafi ríkir um pólitískan stöðugleika þó ekki sé farið nánar út í þá sálma.
- Trú markaðsaðila á greiðslugetu ríkisins í erlendri mynt.** Þetta stenst þar sem ríkið hefur tekið miklar fjárhæðir að láni frá vinabjóðum og AGS til að geta greitt af eldri skuldbindingum, s.s. núverandi gjaldeyrisforði. Greiðsluferill hefur því verið lengdur að verulegu leyti.
- Fullnægjandi gjaldeyrisforði.** Seðlabankinn virðist líta svo á að gjaldeyrisforðinn sé fullnægjandi. Reyndar er hann einungis fullnægjandi til greiðslu útistandandi skulda ríkisins á næstu árum, hann gerir lítið annað á meðan, enda er hann allur tekinn að láni og nettó skuldir í erlendri mynt um 170 milljarðar króna. Ef útlæði yrði teljandi við afnám hafta væri svigrúm Seðlabankans til að grípa þar inn í mjög lítið, nema að tefla eigi greiðslugetu ríkisins í hættu á sama tíma. Við teljum því víðsfjarri að þetta markmið sé uppfyllt. Reyndar verður það ekki uppfyllt fyrr en forðasöfnun hefur átt sér stað um all langan tíma.

4. **Stöndugt bankakerfi.** Þrátt fyrir að bankakerfið standi traustari fótum eftir að gengisdómurinn gekk í gegn þá eru stór málefni sem á eftir að leysa. Vert er að benda á að bankarnir eru að mestu leyti fjármagnaðir í gegnum innlán, s.s. fjármagnaðir með daglánum (e. overnight). Því er ein stærsta forsenda þess að afnám gjaldeyrishafta geti hafist að bankarnir hafi tryggt sér langtímafjármögnun, t.d. með skuldabréfaútgáfu, innan- og utanlands. Slík fjármögnun þarfnast lánshæfismats að hálfu bankanna (eða nýrra eigenda) en einhver tími (mælt í árum ekki mánuðum) kann að líða þar til slíkum skilyrðum verður fullnægt.

Þegar litið er yfir þessi skilyrði er aðeins eitt skilyrði – þ.e. skilyrði númer 2 – sem er þegar uppfyllt. Skilyrði númer 1 gæti náð að uppfyllast fyrir áramót ef allt fer á besta veg. Skilyrði 3 og 4 eru mun erfiðari viðureignar. AGS lagði sérstaka áherslu á þann mikla árangur sem hefði náðst við að endurreisa bankakerfið hérlandis frá hruni og svo má segja að þegar (og ef) tekist hefur að ná niðurstöðu og sátt í skuldamálum heimilanna séu íslensku bankarnir komnir yfir erfiðasta hjallann og skilyrði 4 fari að vera innan seilingar. Hins vegar er björninn alls ekki unnin. Helsti vandinn við afnám hafta felst í gríðarmiklu lausafé sem er í umferð hérlandis og situr á bankareikningum. Ef þetta fjármagn reynir að þrengja sér út um gjaldeyrismarkaðinn mun það fljótt tæma forðageymslur Seðlabankans. Þannig til að skilyrði 3 sé fullnægt þarf að koma til töluverðar kerfisbreytingar á fjármögnun bankanna – þ.e. lengri binding innistæðna, skuldabréfaútgáfa á vegum bankanna. Í þessu samhengi verður einnig að leggja áherslu að nýir fjárfestingarkostir bjóðist hérlandis bæði fyrir innlenda og erlenda fjárfesta á t.d. hlutabréfamarkaði þannig að fjármagnið hafi verið bundið niður. Samt sem áður má velta fyrir sér að skilyrði 3 verði aðeins fullnægt með því að íslenska ríkið tryggi sér aftur aðgang að erlendum fjármagnsmörkuðum þannig að gjaldeyriseign landsins verði ekki lengur „finite resource!“.

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

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