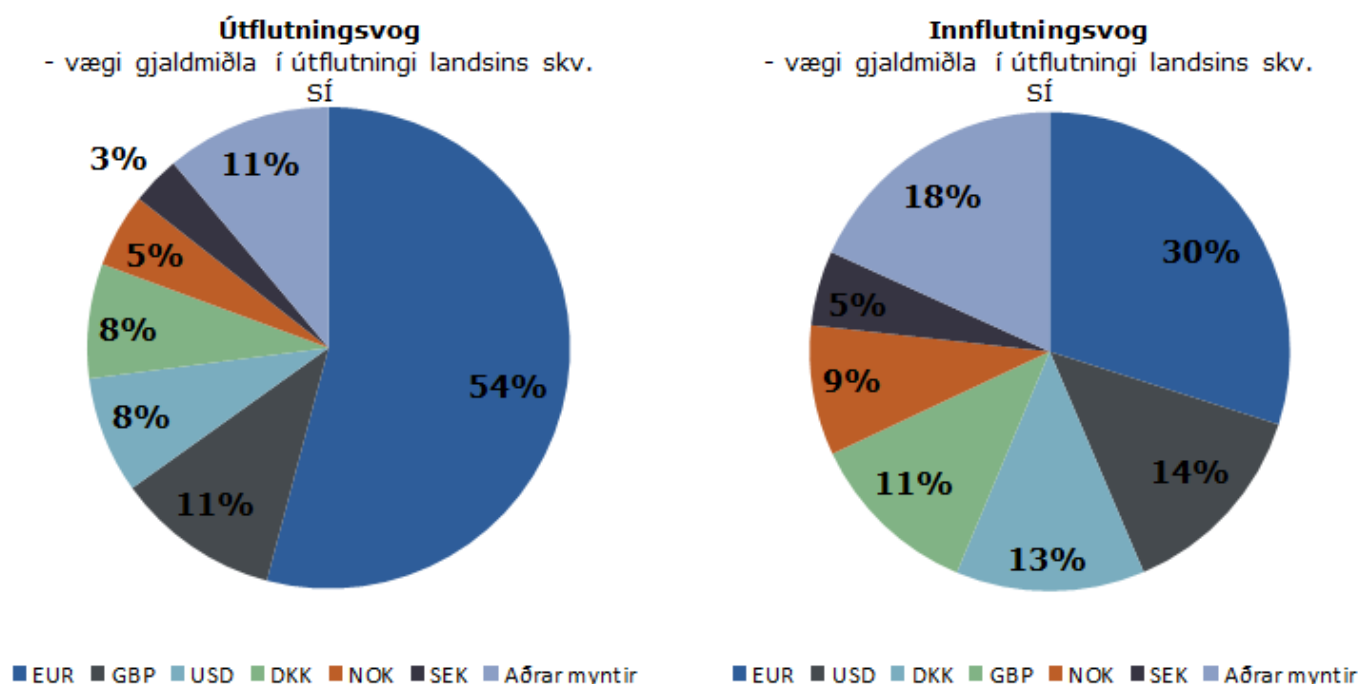


- Skökk viðskiptavog og áhrifin á gjaldmiðlaumræðuna

Skökk viðskiptavog og áhrifin á gjaldmiðlaumræðuna

Viðskiptavog sú sem Seðlabankinn reiknar, og er m.a. grundvöllur útreikninga á gengisvísitölu íslensku krónunnar, byggir á vöru- og þjónustuviðskiptum við útlönd. Tilgangur hennar er að sýna vægi einstakra gjaldmiðla í utanríkisverslun landsins, en það er hin svokallaða þrönga vog sem greiningardeild hefur notað í umfjöllun sinni um upptöku annarra gjaldmiðla (Sjá Markaðspunkta um [norsku krónuna](#) og [kanadadollar](#)). Viðskiptavogin inniheldur vöru- og þjónustuviðskipti ársins 2010 við öll lönd sem vega meira en 1% í utanríkisverslun landsins síðustu 3 ár og er meðaltal út- og innflutningsvoganna sem sjá má á myndinni hér að neðan.

Af ástæðum sem reifaðar eru í punkti greiningardeildar um [Upptöku nýrrar myntar](#) er yfirleitt lögð áhersla á það að lönd sem vilja gefa sjálfstæða peningastefnu upp á bátinn taki upp mynt þess markaðssvæðis sem það á í mestum utanríkisviðskiptum við. Fljótt á litið ætti evran því að vera heppilegasti kosturinn í tilviki Íslands, þótt greiningardeild hafi í sama punkti fært fyrir því rök að ávinningur evru umfram myntir sem sveiflast á þröngu bili gagnvart evrunni (og minnki þannig gengisflökt gagnvart viðskipalöndum Íslands) sé afskaplega lítill og í raun minni en oft hefur verið haldið fram í umræðunni. En má vera að skekkja í viðskiptavoginni ýki vægi evrunnar í utanríkisviðskipum Íslands og ýti þar með undir mikilvægi hennar í gjaldmiðlaumræðunni?



Heimild: Seðlabanki Íslands

Tvenns konar skekkja

Segja má að tvennt skekki þá mynd sem gjaldmiðlavogin gefur af utanríkisversluninni þegar kemur að því að meta kosti Íslands í gjaldmiðlamálum. Til að skilja hvers vegna er ágætt að rifja upp *af hverju*

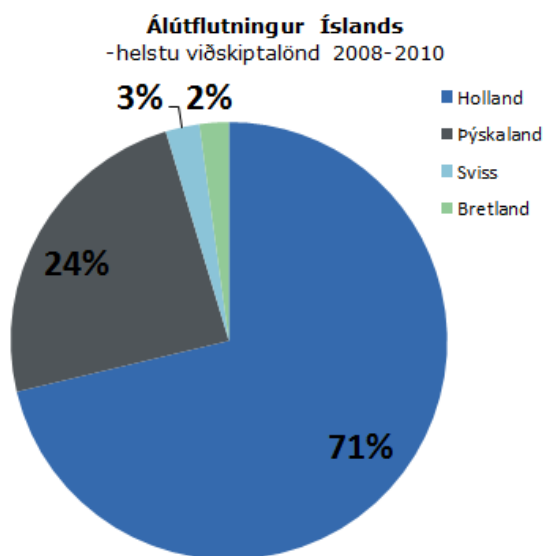
við veltum utanríkisverslun yfir höfuð fyrir okkur þegar við berum saman fýsilega gjaldmiðlakosti. Fyrir utan að auka á samþættingu hagkerfanna, sem getur gert hagsveifluna líkari milli landa og auðveldað hagstjórn, dregur upptaka annars gjaldmiðils því meira úr viðskiptakostnaði sem viðskiptin innan myntsvaldisins eru meiri. Ástæðan er sú að áhætta sem felst í óvissu um þróun gengisins hverfur og hið sama gildir um kostnað við að skipta gjaldmiðlum.

Ávinningurinn af upptöku annarrar myntar hérlandis sökum viðskiptakostnaðar á hins vegar aðeins að takmörkuðu leyti við þá atvinnugrein sem leggur einna mest til utanríkisviðskipta Íslands, nefnilega áliðnaðinn sem nemur um fjórðungi alls útflutnings Íslands. Ástæðan er sú að sjóðstreymi álfyrirtækjanna er að stærstum hluta í dollar, en það er fyrri skekkjan.

- Á **gjaldahliðinni** eru kaup á aðföngum, t.d. súráli, í dollar, auk þess sem verð á súráli fylgir álverði náðið. Það sama gildir um orkukaupasamninga þeirra við íslensk orkufyrirtæki, sem gerðir eru upp í dollar og eru auk þess í mörgum tilvikum tengdir álverði.
- Á **tekjuhliðinni** er útflutningurinn svo að uppistöðu til í dollar.

Fyrir utan að greiða skatta í krónum er eina gjaldmiðlamisvægið í rekstri álfyrirtækjanna fólgið í launakostnaði og tengdum gjöldum sem eru greidd út í krónum og vega lítið í rekstri fyrirtækjanna, eða um 5-10% af útflutningstekjum álsins.

Seinni skekkjan er sú að viðskipti með ál eru bókuð sem evruviðskipti þar sem stór hluti álsins er fluttur til Hollands, þrátt fyrir að álið fari þaðan til hinna endanlegu neyslulanda sem gætu notað allt annan gjaldmiðil, eða viðskiptin séu gerð upp í annarri mynt. Hugsanlega er réttara að leiðrétta þá skekkju með því að færa álið til bókar í annarri mynt í viðskiptavoginni, t.d. bandaríkjadal, þar sem verð áls er gefið upp í þeirri mynt á alþjóðamarkaði.



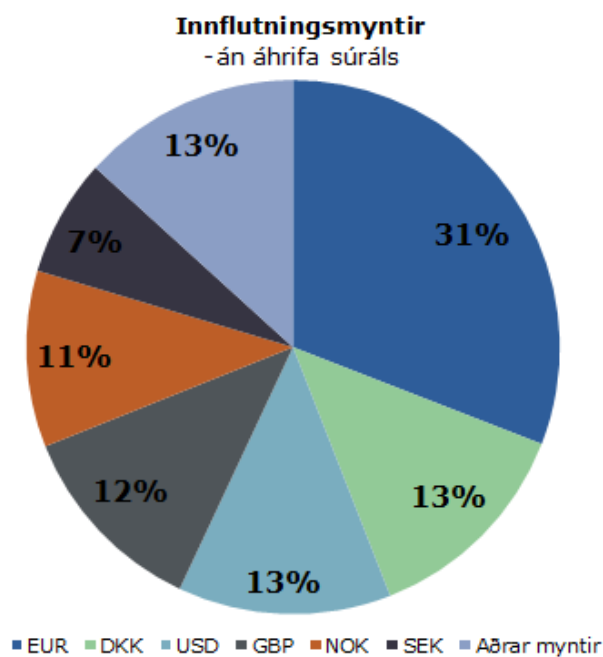
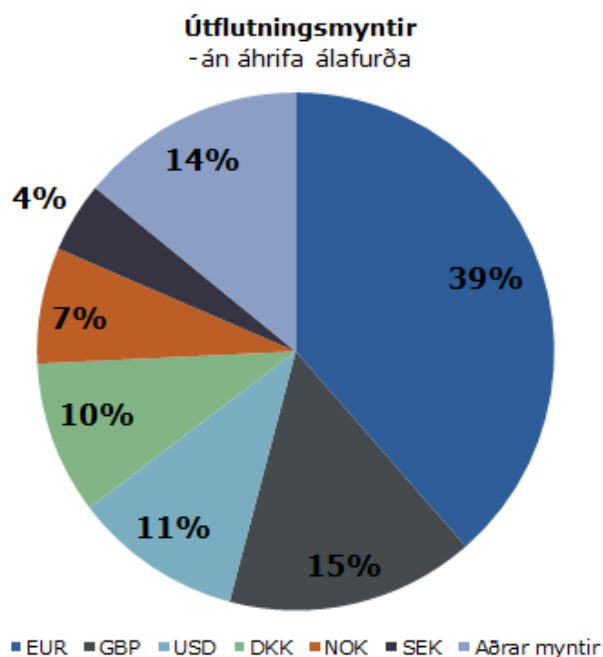
Af þessu má vera ljóst að þó að útflutningur áls sé mældur í evrum í opinberum tölum gefur sá mælikvarði ekki rétta mynd af áhrifum viðskipta stærstu útflutningsaðila á viðskiptavog Íslands.

Leiðrétta viðskiptavog án áls

Hér gæti það gefið skýrari mynd af stöðu utanríkisviðskiptanna að leiðrétta þá skekkju sem hefur skapast sökum þess að gjaldmiðill Íslands hefur lítil áhrif á rekstur álfyrirtækja; þau hafa læst gjaldmiðlaáhættuna úti þar sem tekjur og stærsti hluti kostnaðar þeirra er í dollurum. Fyrirtækjunum ætti því að vera nokkuð sama hvaða gjaldmiðill er notaður innanlands – sérstaklega þar sem eigendur þeirra eru erlendir.

Sé vægi þeirra gjaldmiðla sem nú eru í viðskiptavog Seðlabankans leiðrétta fyrir þessari skekkju (sjóðstreymi

álfyrirtækja í dollurum) með því að taka ál hreinlega út úr voginni, er niðurstaðan sú sem sést á mynd hér fyrir neðan. Þar hefur bæði útflutningur álafurða, og innflutningur súrals verið dreginn frá heildar út- og innflutningi á vörum og þjónustu í hverri mynt fyrir sig. Vægi hvers gjaldmiðils byggir jafnframt á meðaltali síðustu þriggja ára, í stað eins árs líkt og vog Seðlabankans, til að gefa skýrari mynd af viðskiptasamböndum til lengri tíma og einstaka flökts milli ára. Þannig fæst gróf mynd af leiðréttri viðskiptavog, en þrátt fyrir að evran og myntir henni tengdar séu enn stærstar í utanríkisversluninni, þá er hlutfallið talsvert lægra en viðskiptavog Seðlabankans bendir til.

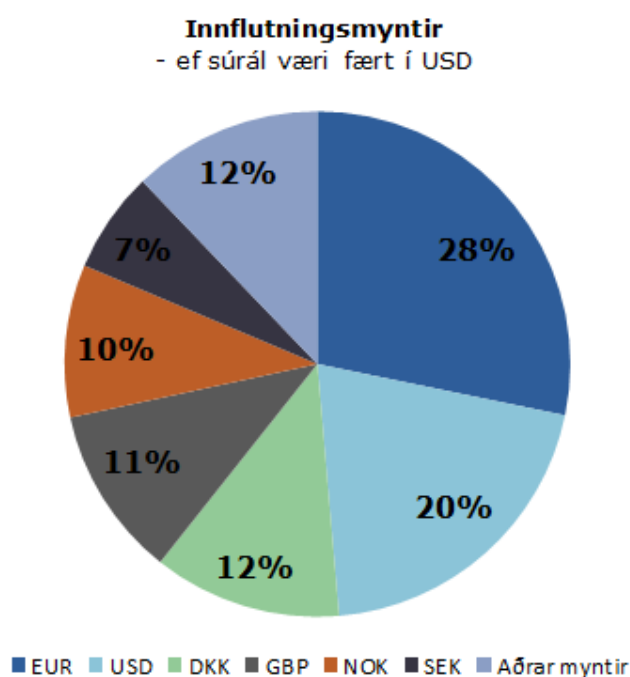
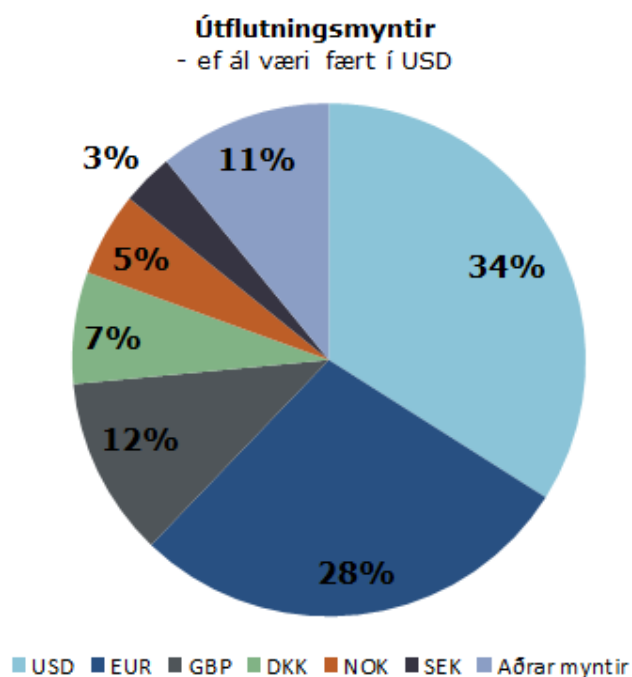


Heimild: Hagstofa Íslands og útreikningar greiningardeildar.

Vægi mynta í vöruútflutningi er fundið með því að draga álútfutning til hvers lands í viðskiptavog Seðlabankans frá heildarútflutningi til viðkomandi lands árin 2008-2010 og reikna svo hlutfall hverrar og einnar myntar. Vægi mynta í vöruinnflutningi er fundið með því að draga súralsinnflutning frá hverju landi í viðskiptavog Seðlabankans frá heildarinnflutningi frá viðkomandi landi árin 2008-2010 og reikna svo hlutfall hverrar og einnar myntar. Vöruviðskiptin eru síðan vigtuð inn í vogirnar með hlutfalli vöruviðskipta í öllum út- og innflutningi landsins að áli og súrálí slepptu yfir sama tímabil.

Leiðrétt viðskiptavog með áli í USD

Þótt ýmislegt mæli með því að leiðrétta fyrir áhrifum álviðskipta með því að sleppa álinu hreinlega úr gjaldmiðlavoginni má draga upp aðra mynd með því að gera ráð fyrir að álviðskipti séu almennt gerð upp í sömu mynt og verð eru gefin upp í á heimsmarkaði. Sé vægi gjaldmiðlanna í vog Seðlabankans þannig leiðrétt fyrir seinni skekkjunni (álviðskipti bókuð í evrum út frá útflutningslandi) með því að færa ál í dollurum á útflutningshliðinni, og súrál í dollurum á innflutningshliðinni lítur myndin út eins og hér fyrir neðan. Enn byggir vægi hvers gjaldmiðils á meðaltali síðustu þriggja ára. Nú er dollarinn orðinn stærsta útflutningsmyntin, en sé út- og innflutningur talinn saman er evran stærri svo örlitlu nemur.

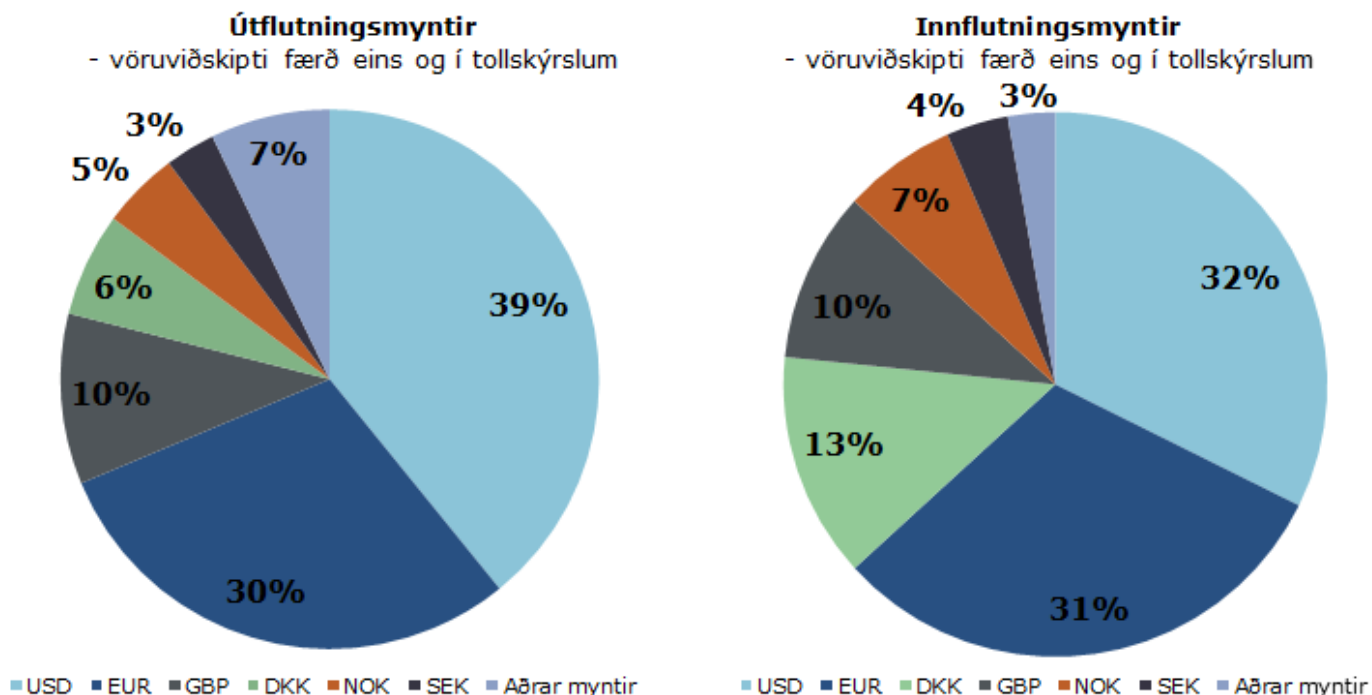


Heimild: Hagstofa Íslands og útreikningar greiningardeildar.

Vægi mynta í vöruviðskiptum er fundið með því að gera ráð fyrir að öll viðskipti með ál og súrál séu gerð upp í dollurum. Annars eru útreikningar framkvæmdir eins og í

Leiðrétt viðskiptavog byggð á tollskýrslum

Viðskiptavog Seðlabankans byggir á alþjóðlegum stöðlum sem ganga út frá því að utanríkisviðskipti séu gerð upp í heimamýnt þeirra landa sem Ísland á viðskipti við. Í gagnasafni Hagstofunnar má hins vegar finna upplýsingar um í hvaða mýnt vörusviðskipti eru gerð upp samkvæmt tollskýrslum. Með því að styðjast við tollskýrslutölfræðina fyrir árin 2008-2010 má líklegast fá enn nákvæmari mynd af því hvernig hin raunverulega viðskiptavog lítur út. Slík vog tekur tillit til þess í hvaða mýnt álið er raunverulega gert upp, en einnig öll önnur vöruviðskipti sem eiga sér stað í öðrum gjaldmiðli en viðskiptalöndin segja til um. Sé það gert verða út- og innflutningsvogirnar eins og á myndinni hér fyrir neðan. Nú er bandaríkjadalur orðinn stærsta einstaka mýntin í öllum viðskiptum svo nokkru nemur, en væru allar mýntir fasttengdar evrunni taldar saman með evru væru þær litlu stærri samtals.



Heimild: Hagstofa Íslands og útreikningar greiningardeildar.

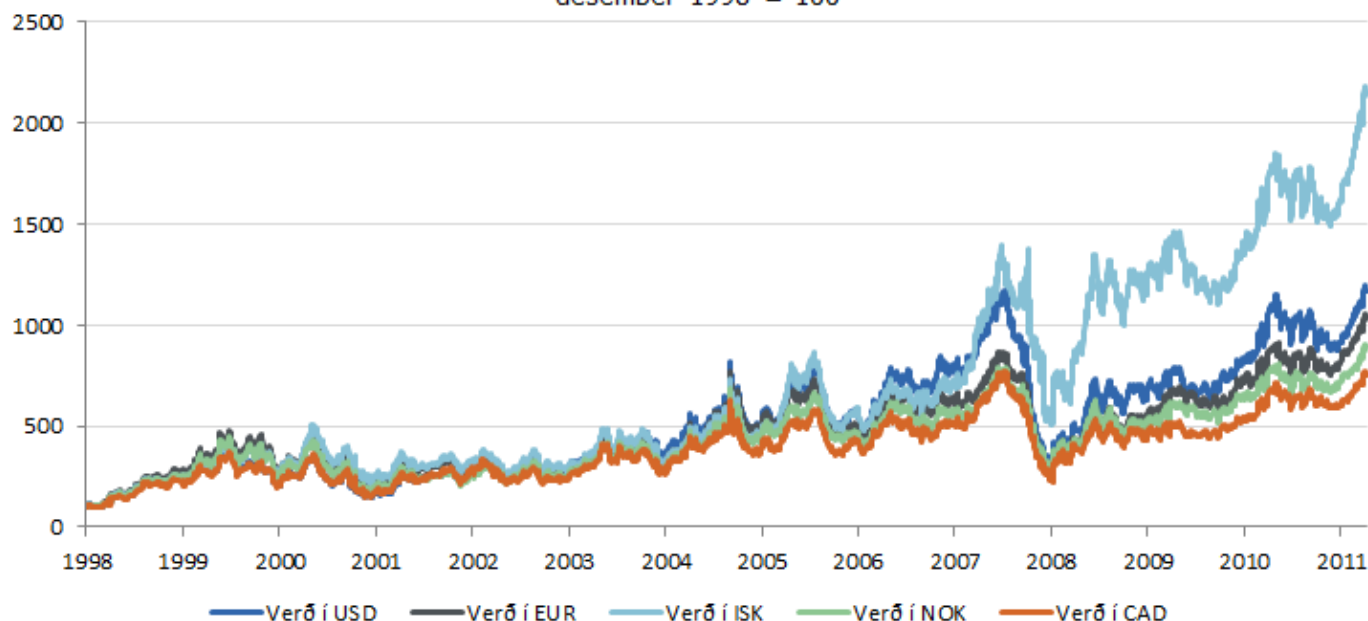
Vægi mynta í vöruviðskiptum er fundið með því að nota tölur Hagstofunnar um mýnt vöruskipta byggt á tollskrá. Þau eru vegin inn á móti þjónustuviðskiptum í samræmi við hlutfall þeirra í heildarutanríkisviðskiptum (bæði vöru og þjónustu) 2008-2010. Vægi mynta í þjónustuviðskiptum er eins og í Seðlabankavoginni, þar sem jafnnákvæmar upplýsingar liggja ekki fyrir um þau.

Hrávörur og gjaldmiðlar

Hér má jafnframt minnst á að almennt séð eru verðsveiflur hrávöru veigameiri en gengissveiflur þegar kemur að rekstri fyrirtækja sem byggja afkomu sína að miklu leyti á hrávöruverði. Krónan er hér undantekning, enda hefur hún tekið út mun meiri sveiflur undanfarinn hálfan áratug en viðmiðunarmýntirnar. Þetta sést t.d. ef eldsneytisverð er mælt í mismunandi gjaldmiðlum líkt og gert er hér fyrir neðan. Athygli vekur að bensínverð er stöðugra mælt í bæði norsku krónunni og kanadadollar en evru eða dollar, þar sem gengi fyrrnefndu myntanna hreyfist að einhverju leyti í takt við olíuverð, enda bæði lönd olíuframleiðendur.

Þróun eldsneytisverðs á heimsmarkaði í mismunandi gjaldmiðlum

- desember 1998 = 100



Áhrifin á gjaldmiðlaumræðuna

Líkt og sjá má er vægi evrunnar þó nokkru minna en gjaldmiðlavog SÍ gefur tilefni til að ætla, hvort sem er leiðrétt fyrir skekkjum með því að fjarlægja ál úr voginni, mæla það í dollurum eða styðjast við gögn úr tollskýrslum. Sé síðastnefnda leiðin valin er dollar stærsta einstaka myntin í utanríkisversluninni, þótt Evran og myntir fasttengdar henni séu þrátt fyrir það enn veigamestar taldar saman. Það er þó síður en svo með slíkum yfirburðum að aðrir gjaldmiðlar ættu ekki að koma til álita sem hugsanlegur lögeyrir landsins – sérstaklega í ljósi þess sem greiningardeild hefur áður gefið út um [Upptöku nýrrar myntar](#).

Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Davíð Stefánsson	david.stefansson@arionbanki.is	444-6965
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Hafsteinn Hauksson	hafsteinn.hauksson@arionbanki.is	444-6993
Kristrún Mjöll Frostadóttir	kristrun.frostadottir@arionbanki.is	444-6911
Stefán Broddi Guðjónsson	stefan.gudjonsson@arionbanki.is	444-6959
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 fjárfestingabankþjónustu.

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