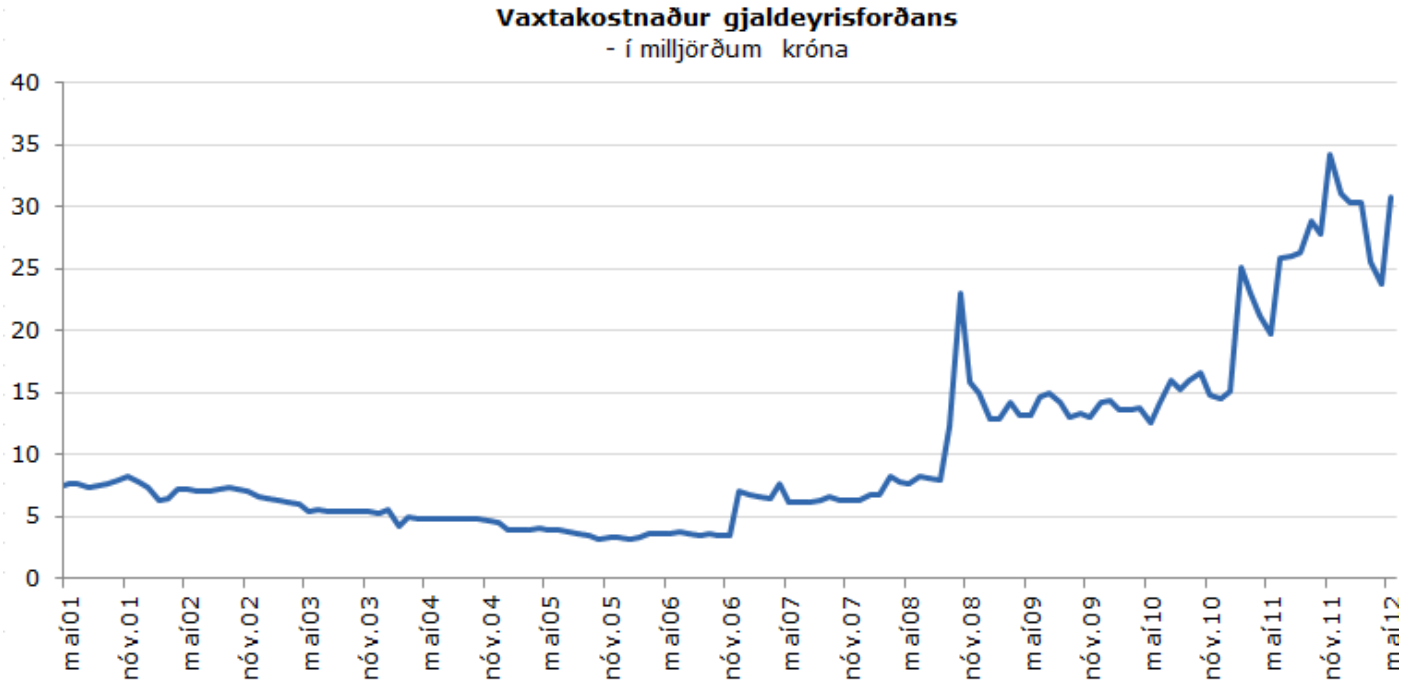
Greiningardeild • greining@arionbanki.is • arionbanki.is

- Ríkissjóður sparar gjaldeyri
- Hörð lending fyrir mjúka fastgengisstefnu?

Ríkissjóður sparar gjaldeyri

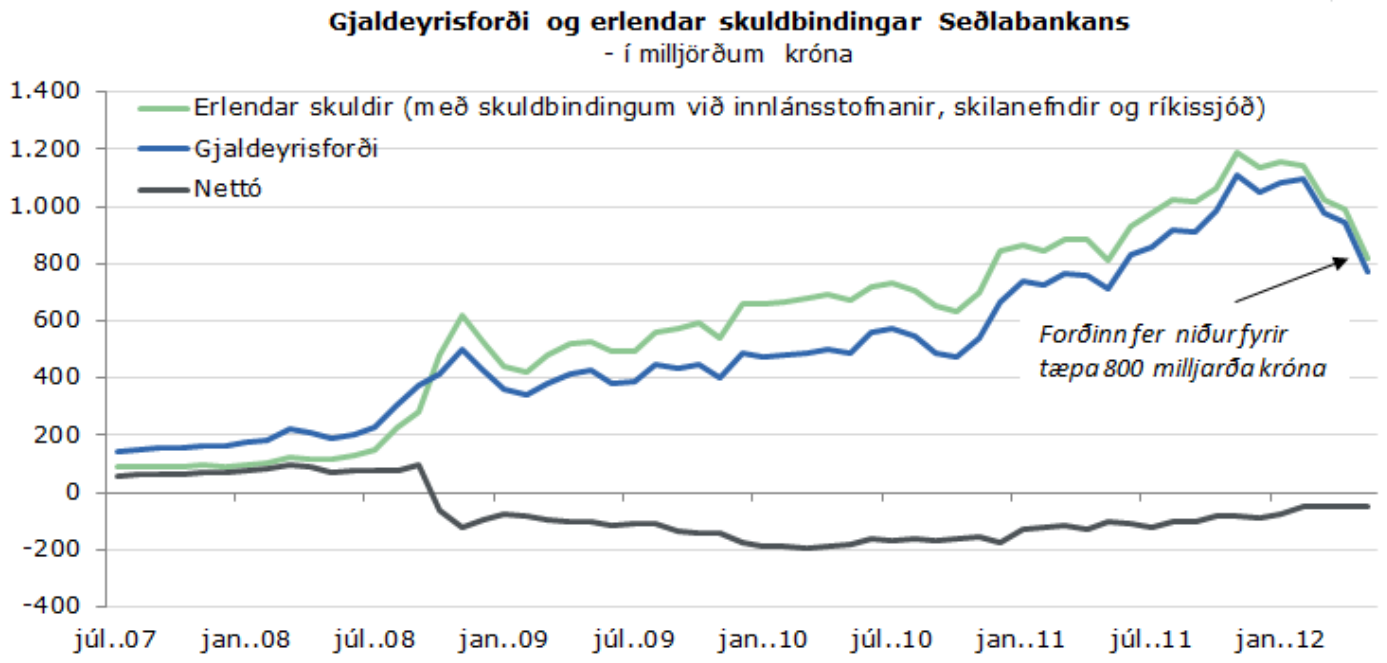
Í gær kom fram að ríkissjóður og Seðlabankinn ætla að greiða í þessari viku að jafnvirði 171 ma.kr. inn á lán frá AGS og Norðurlöndunum. Samtals verður þar með búið að endurgreiða 53% af lánum til AGS og 59% af lánum til Norðurlandanna. Með þessu er verið að senda út sterk skilaboð um ímynd íslenska ríkisins sem öruggs skuldara.

Á meðan ekki er farið í nýja lántöku blasir við að vaxtakostnaður gjaldeyrisforðans í erlendri mynt mun lækka svo nokkru nemur. Fyrir endurgreiðsluna nam fastur vaxtakostnaður vegna gjaldeyrisforða Seðlabankans ríflega 30 milljörðum króna á ári. Þar sem lánin frá AGS hafa borið vexti upp á LIBOR+275 bps má með ákveðinni einföldun draga þá ályktun að vaxtakostnaður forðans lækki um rúma 4,7 milljarða króna á ári (fá LIBOR og greiða LIBOR með álagi) og verði þannig um 25 milljarðar á ári.



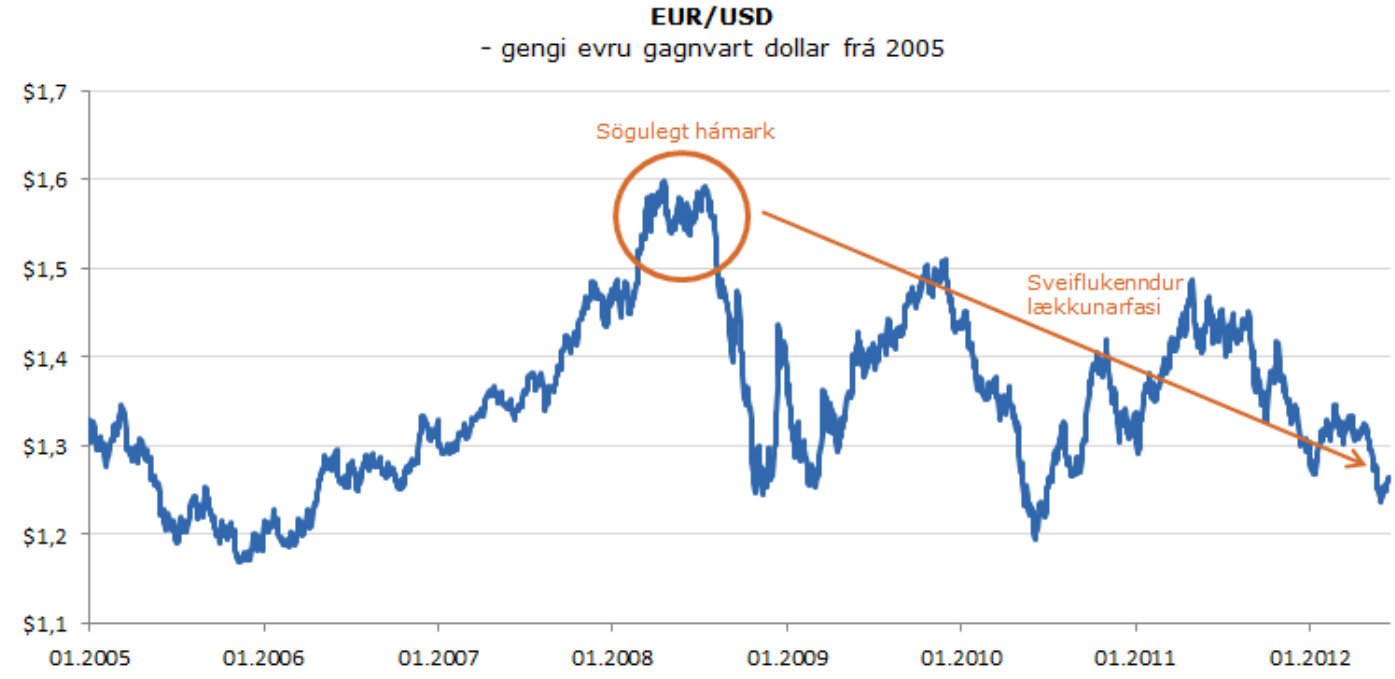
Eins mun viðskiptajöfnuður með þessari einu ráðstöfun batna um 4,7 milljarða sem gefur þá annað hvort færi á frekari „Boston-ferðum" Íslendinga eða, sem væri þjóðhagslega hagkvæmara, á að herða róðurinn í að safna í óskuldsettan gjaldeyrisforða.

Skuldsettur gjaldeyrisforði Seðlabankans minnkar þrátt fyrir að ráðstöfunin hafi engin áhrif á nettó stöðuna. Eins og sjá má á mynd hér fyrir neðan hefur nettó staða Seðlabankans verið neikvæð frá hruni og fór versnandi fram eftir árinu 2010. Staðan hefur þó nokkuð farið batnandi upp á síðkastið t.d. vegna gjaldeyris sem hefur skilað sér í gegnum svokallaða fjárfestingarleið.



Hörð lending fyrir mjúka fastgengisstefnu?

Evran hefur verið undir miklum þrýstingi frá maíbyrjun. Það þarf vart að fjölyrða um ástæður þessa. Óstöðugleiki og óvissa veldur því að fjárfestar hafa selt eignir í evrum og leita öryggis og ávöxtunar í öðrum gjaldmiðlum.



Heimild: Bloomberg

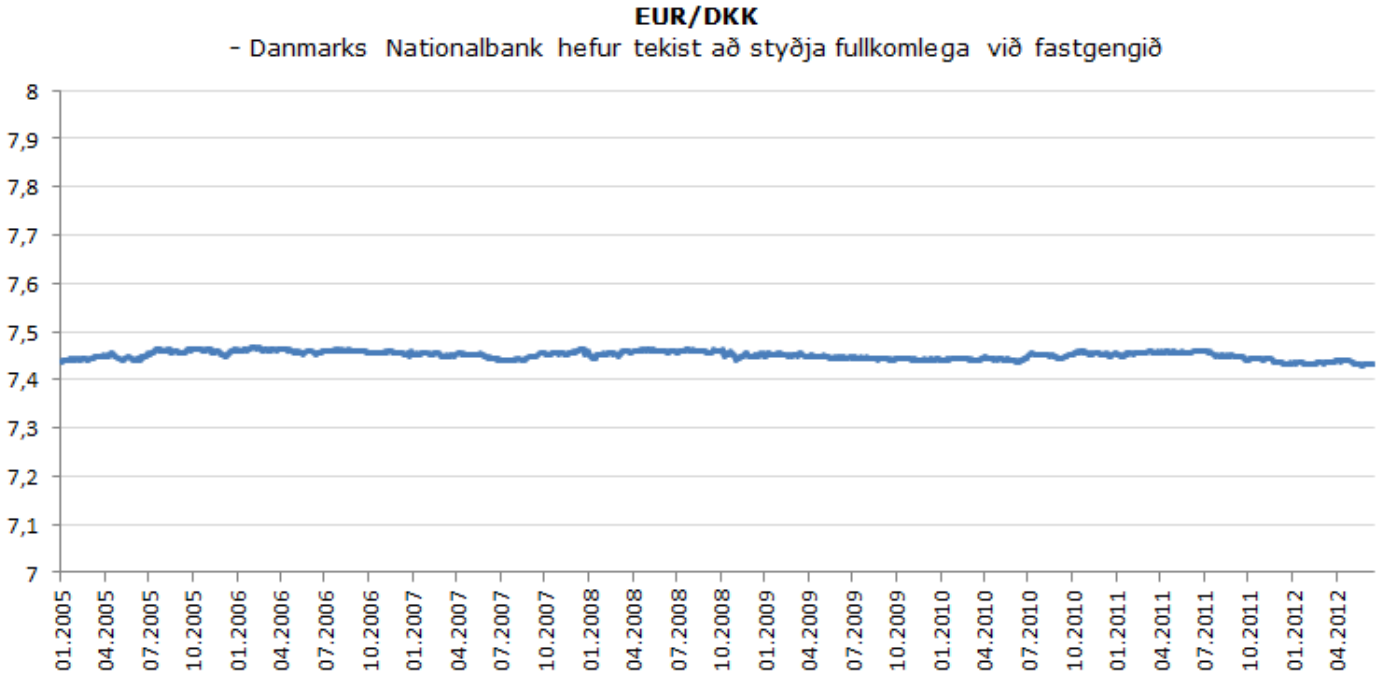
Þótt evran og evrópskir markaðir hafi tekið lítillega við sér í síðustu viku í aðdraganda kosninga í Grikklandi er engu að síður vert að velta fyrir sér hvar fjármagnið sem hefur yfirgefið evrusvæðið hefur endað.

Hvekktir fjárfestar leita til Danmerkur og Sviss

Það er auðvitað ekkert tæmandi svar við þeirri spurningu, en ljóst er að tvö lönd hafa ekki farið varhluta af fjármagnsflutningunum; Sviss og Danmörk. Bæði lönd eiga það sammerkt að reka skynsamlega

stefnu í ríkisfjármálum (Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn spáir því t.d. að afgangur verði á ríkissjóði Svisslendinga næstu fimm árin, og hallinn hjá Danmörku fari ekki yfir 0,5% á sama tímabili), glíma við litlar opinberar skuldir og vera með hæstu einkunn hjá matsfyrirtækjum. Þarlend skuldabréf eru því kostir fyrir fjárfesta í leit að skjóli fyrir boðaföllum á evrópskum fjármálamörkuðum. Einkum geta þeir þannig keypt sér tryggingu ef evrusvæðið hrynur í sundur, því allar líkur standa til að krónan, og jafnvel frankinn, verði aftur fest við þá mynt sem verður ríkjandi í álfunni (þýskt mark?), án þess að þurfa að glíma við óvissu í tengslum við endurútreikning evruskuldabréfa í hina nýju mynt.

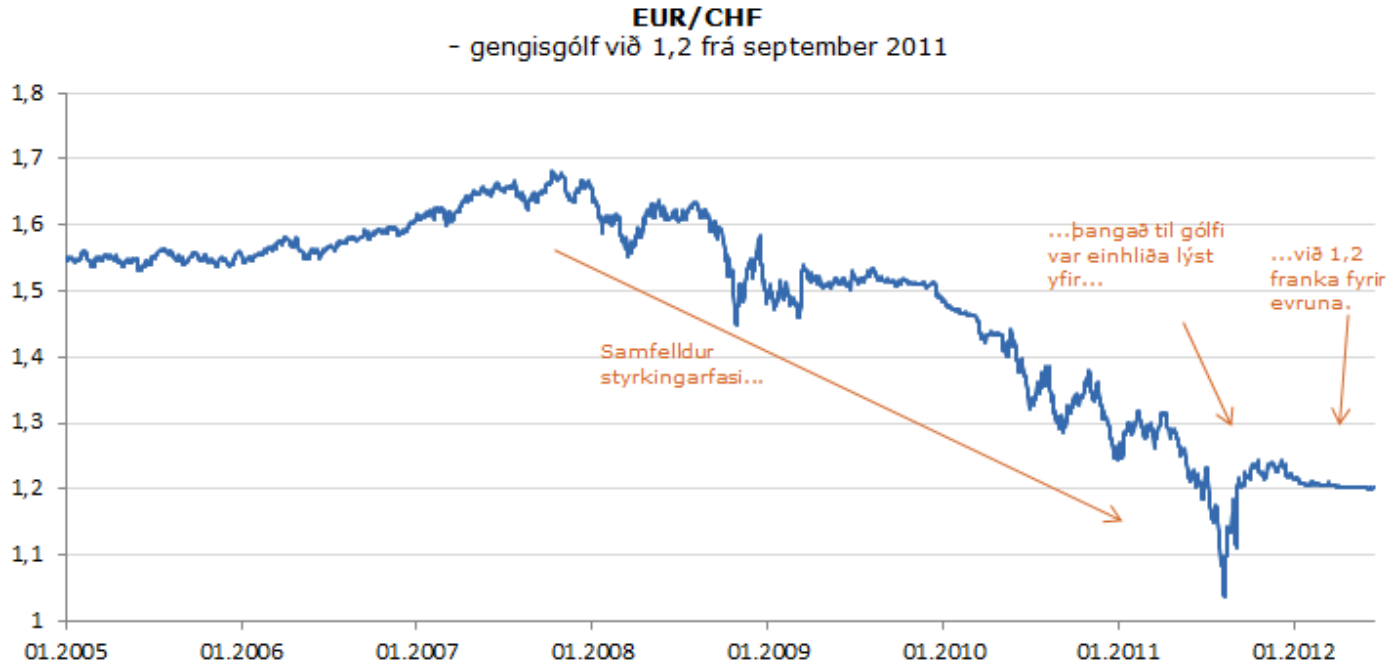
Danmörk hefur rekið fastgengisstefnu gagnvart evrunni frá upphafi. Danski seðlabankinn hefur skuldbundið sig til að leyfa gjaldmiðlinum ekki að fljóta meira en 2,25% frá skiptigenginu 7,46 EUR/DKK, en hefur raunar haldið fastgenginu mun stöðugra en svo.



Heimild: Bloomberg

Svisslendingar eru raunar meiri nýgræðingar þegar kemur að því að festa gengið. Frankinn hefur sögulega verið álitin örugg höfn og árin 2008-2011 styrktist frankinn svo mikið að það var tekið að ógna þrótti innlenda hagkerfisins. Seðlabankinn ákvað því að setja einhliða gólf á skiptigengið EUR/CHF í september á síðasta ári með því að heita ótakmörkuðum gjaldeyrisinngripum, svo gengið gæti aldrei farið undir 1,2.

Það skýrir af hverju danska krónan hefur verið vinsælli hjá mörgum; svissneski frankinn getur hæglega lækkað ef evrópskir markaðir taka við sér og fjármagnsflutningar frá evrusvæðinu snúast við, á meðan fastgengi dönsku krónunnar gengur í báðar áttir.

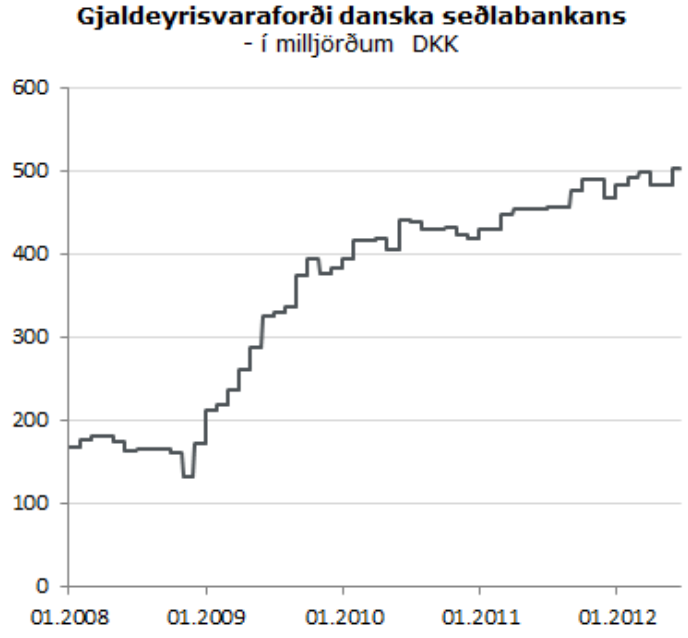


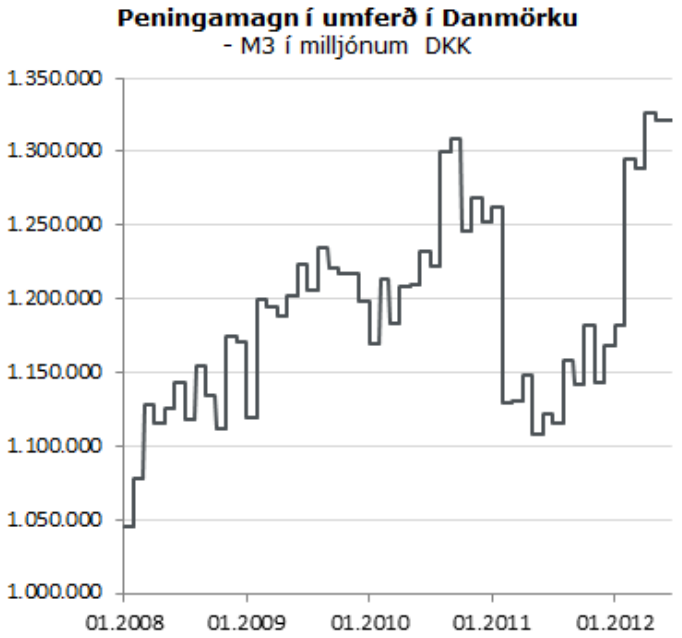
Heimild: Bloomberg

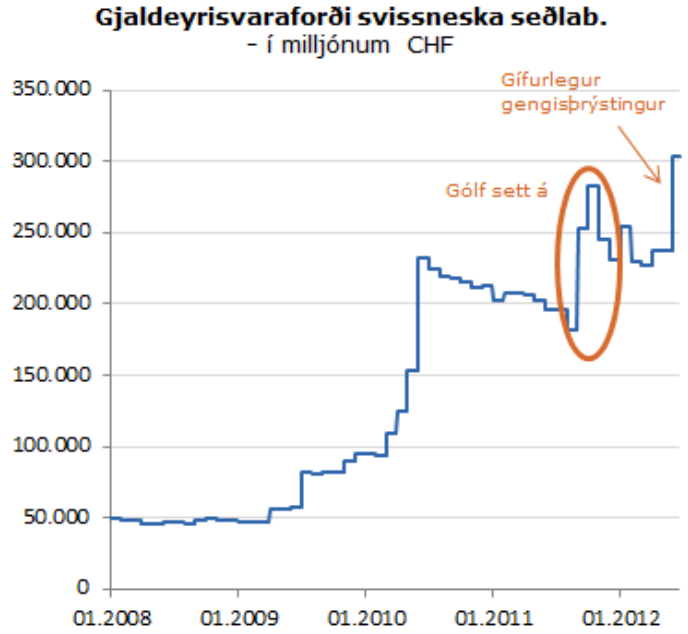
Seðlabankar ryksuga gjaldeyrismarkaði

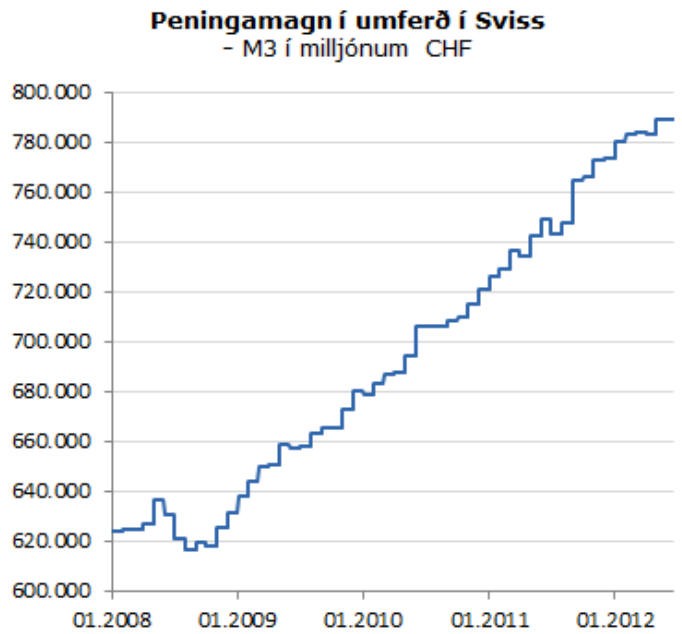
Þegar seðlabanki hefur lýst yfir fastgengi skulbindur hann sig til að kaupa hverja einustu mynteiningu sem kemur inn í landið á hinu fyrirfram ákveðna gengi til að koma í veg fyrir að heimamyntin styrkist. Þetta merkir að þegar innflæðið er mjög mikið, eins og verið hefur í evrukrísunni, þá hanga seðlabankar landanna við prentvélarnar og skipta nýprentuðum dönskum krónum eða svissneskum frönkum fyrir erlendan gjaldeyri, sem allur hafnar á eignahlið efnahagsreikninga þeirra sem gjaldeyrisvaraforði. Á móti lenda nýprentuðu krónurnar og frankarnir á skuldahlið efnahagsreikninga seðlabankanna tveggja sem aukið peningamagn í umferð.

Danski seðlabankinn eyddi meiru í gjaldeyriskaup til að verja gengið í síðasta mánuði en hann hefur gert síðan árið 2010, en eins og sjá má hefur hann ryksugað andvirði meira en 300 milljarða danskra króna á gjaldeyrismarkaði frá því að syrta tók í álinn á evrusvæðinu í ársbyrjun 2008 og gjaldeyrisforðinn nemur nú um 500 milljörðum (um 28% VLF). Varaforði svissneska bankans hefur sömuleiðis margfaldast og nemur nú andvirði 300 milljarða franka (rúmlega 50% VLF).







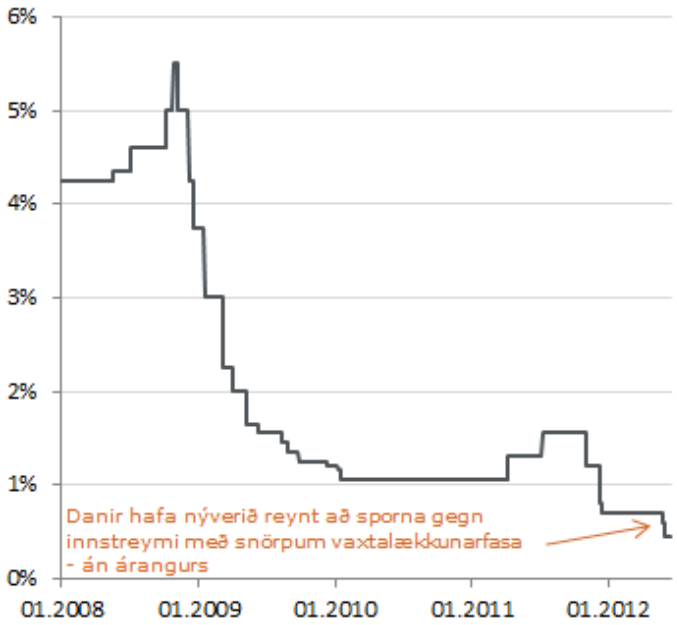


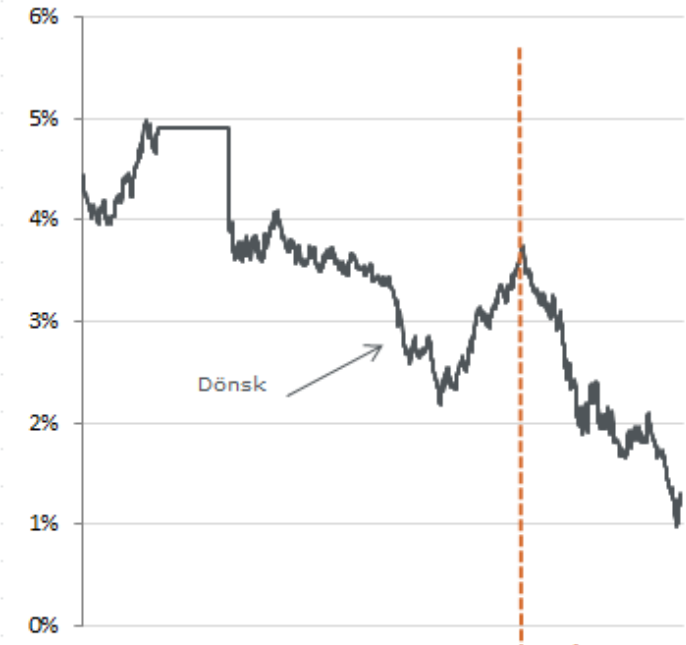
Heimild: Bloomberg

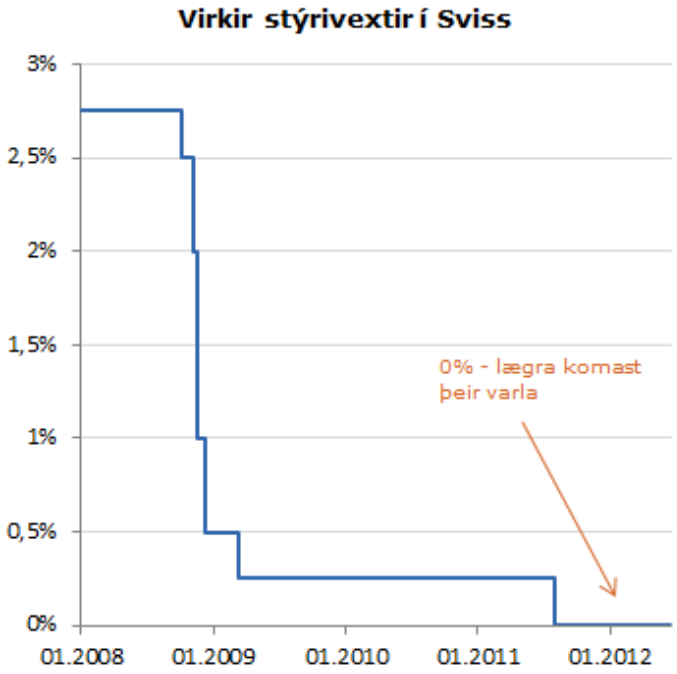
Lágt vaxtastig fylgir með

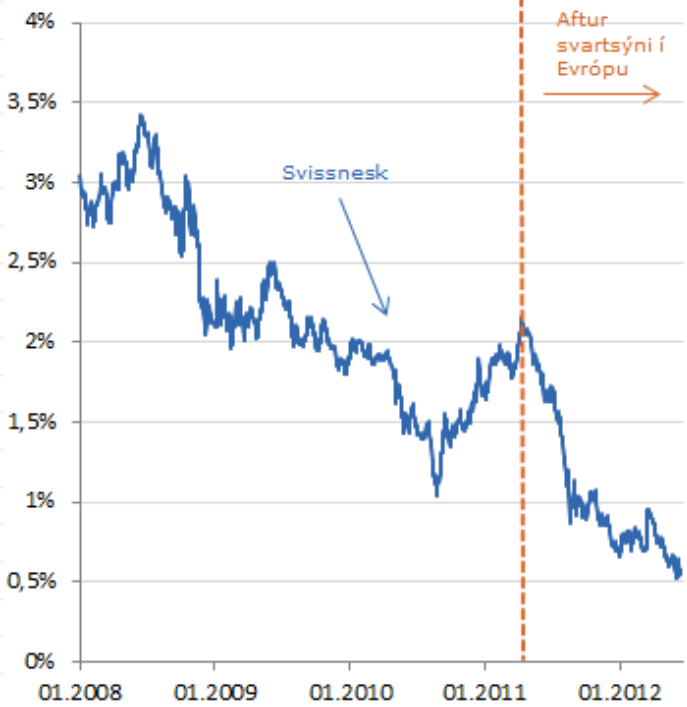
Seðlabankar landanna hafa jafnframt reynt að sporna við innflæðinu með því að keyra niður vexti. Nils Bernstein, seðlabankastjóri Danmerkur, gaf m.a.s. í skyn fyrir síðustu helgi að hann væri reiðubúinn að hafa nafnstýrivexti neikvæða ef innflæðinu linnir ekki, en hann segir annan eins þrýsting á gengi krónunnar ekki hafa sést í sinni tíð. Seðlabanki Sviss hefur reynt að halda vöxtum eins nálægt 0% og framast er unnt.

Önnur afleiðing þessa gífurlega innstreymis er þannig sú að vaxtastigið innanlands hefur lækkað mikið, og fjárfestar þrýsta verði skuldabréfa ríkisins upp, svo kjör þess batna.





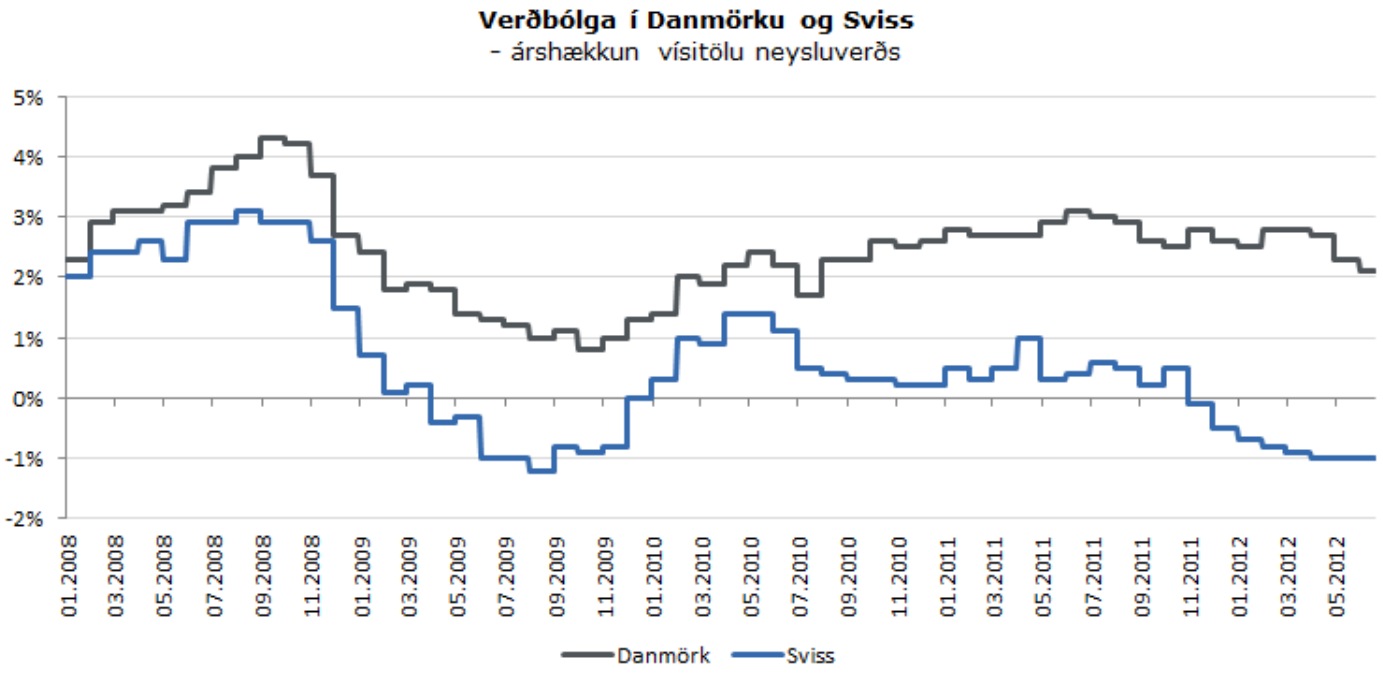




Heimild: Bloomberg

Áhættusamt ástand til lengri tíma?

Þetta ástand getur gengið til skemmri tíma, en til lengri tíma hætta löndin á alvarlegar afleiðingar. Fyrir það fyrsta getur hið gífurlega innflæði og útþensla peningamagns sem því fylgir orsakað verðbólguþrýsting innanlands. Þetta er jafngildi þess að löndin taki raunstyrkingu gjaldmiðilsins út í gegnum *innri* gengishækkun, í stað *ytri* gengishækkunar, sem breyting á nafngengi hefði í för með sér. Enn sjást raunar engin merki þess að þetta sé að gerast í Sviss. Þar gætir verðhjöðnunar um þessar mundir. Hins vegar virðist verðbólguþrýstingur frekar vera að hlaðast upp í Danmörku, þar sem verðbólgan er komin yfir 2% verðbólgumarkmið evrópska seðlabankans. Verðbólgan þar er þó minni en í Evrópu, um 2,4%, svo enn virðist lítil ástæða til að hafa áhyggjur.



Heimild: Bloomberg

Mun alvarlegra er þó ef fjárfestar missa trúna á því að peningamálayfirvöld landanna tveggja geti staðið við fastgengið. Löndin reka nefnilega bæði svokallaða mjúka fastgengisstefnu (e. soft peg). Það þýðir að ekkert stendur á bak við hana annað en yfirlýsingar og gjörðir seðlabanka landanna, svo tiltrú fjárfesta er algjör forsenda þess að fastgengið haldi. Þessu er öfugt farið með t.d. Þýskaland og Frakkland, því þau nota bæði evruna, og það er ekki hægt að endurstilla evru gagnvart sjálfri sér – slíkt fastgengi er hart (e. hard peg), og nýtur því meiri trúverðugleika en á milli landa sem nota sitthvora myntina. Ef fjárfestar missa trúna á fastgengið, eða ef spákaupmenn ákveða að gera „öfugt" áhlaup á gjaldmiðilinn með því að kaupa hann í stórum stíl geta bankarnir neyðst til að leyfa myntunum að styrkjast.

Þá verður ekki fram hjá því litið að eins konar snjóhengja er að hlaðast upp í löndunum, sem streymt getur út fyrirvaralaust ef áhættufælni á evrusvæðinu minnkar. Það er þekkt mynstur, sem á sér miklu frekar fyrirmynd í ofþensluhagkerfum í uppsveiflu, heldur en því skjóli sem Danmörk og Sviss veita. Engu að síður gætu afleiðingarnar verið hinar sömu; mikill útstreymisþrýstingur myndast á gengið og innlenda vaxtastigið, og seðlabankarnir gætu lent í vandræðum þegar gjaldeyrisvaraforðarnir taka að minnka (þetta átti sér stað árið 1997-98 í gjaldmiðlakreppum í Suð-Austur Asíu). Þessi sviðsmynd verður þó að teljast mjög ólíkleg eins og staðan er nú, sérstaklega þar sem Danir geta dregið á gjaldeyrislán hjá evrópska seðlabankanum, og Svisslendingar hafa ekki skuldbundið sig sérstaklega til að nota gjaldeyrisvaraforðann til að berjast gegn gengislækkun.

Í öllu falli er ljóst miðað við innstreymið að gengi gjaldmiðlanna er of veikt, og þrýstingur er á að þeir styrkist. Ójafnvægi er að hlaðast upp í hagkerfunum, en hvort leiðrétting þessara mjúku fastgengisstefna verður tekin út með harðri brotlendingu eður ei verður tíminn að leiða í ljós.

Markaðspunktar 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 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