Markaðspunktar í dag:

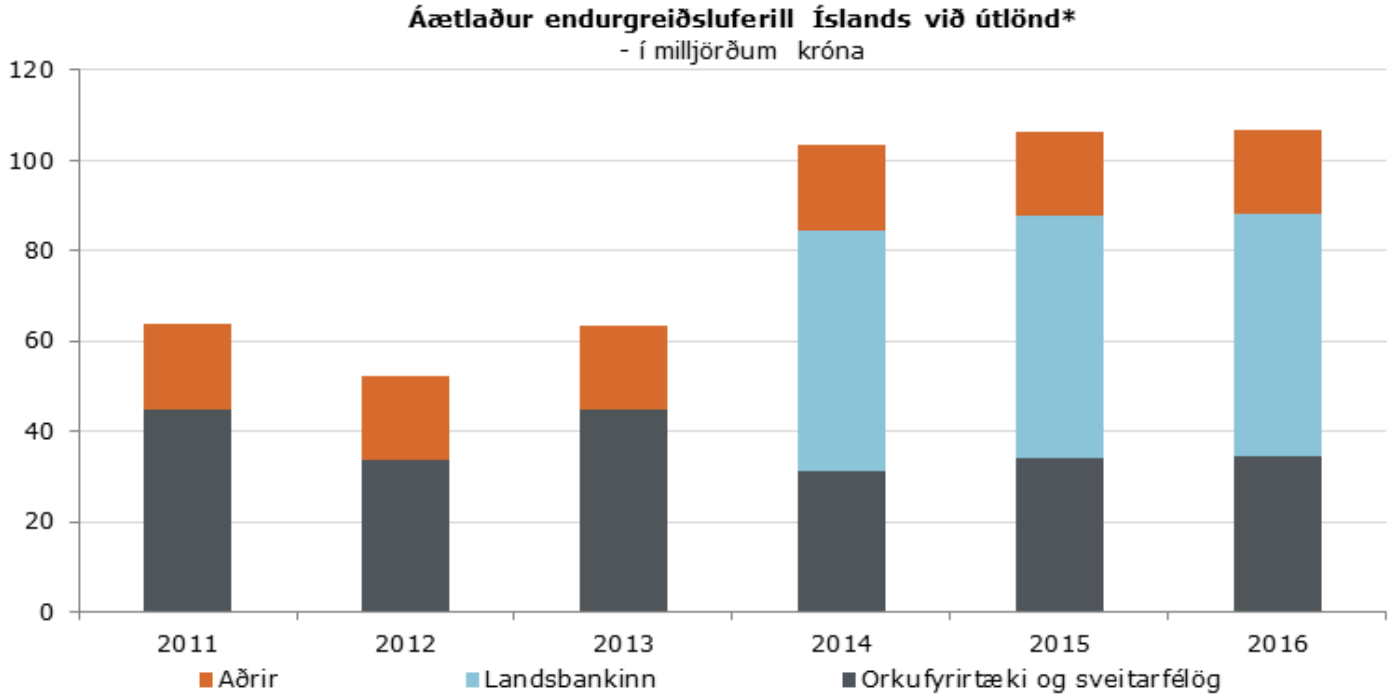
- Krónan - lognið á undan storminum?

Krónan – lognið á undan storminum?

Nú hefur gengi krónunnar lækkað um 7% frá því í nóvember og rúm 5% frá áramótum. Ef marka má fundargerð peningastefnunefndar frá því fyrr í þessum mánuði er ástæðan einkum árstíðarbundnar sveiflur í innstreymi erlends gjaldeyris, áframhaldandi endurgreiðslur erlendra lána fyrirtækja og sveitarfélaga og versnandi viðskiptakjör. Því er kannski ástæða til að spyrja sig hvort við munum fljótlega sjá fyrir endann á þessari þróun eða hvort þetta sé lognið á undan storminum?

Að okkar mati mun þróunin vera á svipaða vegu, þ.e. í veikingarátt, á næstu árum þrátt fyrir að ekki sé hægt að útiloka tímabundna styrkingu gengisins yfir sumarmánuðina. Ástæðan er fyrst og fremst sú að á næstu árum þarf þjóðin að standa straum af háum fjárhæðum til að endurgreiða erlend lán, en ekki er í augsýn endurfjármögnun, nema e.t.v. að hluta til. Allt bendir til þess að viðskiptaafgangurinn verði ekki nægur til að standa straum af þessum fyrirsjáanlegu afborgunum erlendra lána.

T.a.m. spáir Seðlabankinn um 3,3% viðskiptaafgangi á þessu ári ef miðað er við jákvæðasta mögulega mælikvarðann, þ.e afganginn án innlánsstofnana í slitameðferð og án áhrifa Actavis. Þessi upphæð hljóðar upp á um 57 milljarða króna. Til samanburðar þá gerum við ráð fyrir að afborganir af erlendum lánum verði af svipaðri stærðargráðu á þessu ári þrátt fyrir að gert sé ráð fyrir endurfjármögnun lánanna að hluta til. Auk þess þarf að hafa í huga að þessi mælikvarði sýnir hlutina í of björtu ljósi þar sem ekki er tekið tillit til þeirra áhrifa sem eiga sér stað þegar innlánsstofnanir í slitameðferð greiða fjármuni til kröfuhafa, en slíkt hefur neikvæð áhrif á viðskiptajöfnuð (en látum það liggja milli hluta í bili).



Án afborgana ríkisins og Seðlabanka Íslands, Össur, Marel og Actavis. Lagt er mat á nettó fjárflæði Landsvirkjunnar. Ekki gert ráð fyrir neinu útflæði vegna krónueigna erlendra aðila.

þar við bætist að einungis hluti þeirra fjármuna sem við reiknum okkur til tekna í gegnum viðskiptajöfnuð, skilar sér á endanum í kassann. Ástæðurnar geta verið nokkrar, t.a.m. er augljóslega hvati hjá sumum til að sniðganga höftin og skilar því ekki allur skilaskyldur gjaldeyrir sér til landsins. Sömuleiðis kjósa eflaust aðrir fjárfestar að endurfjárfesta hagnaði af erlendum eignum erlendis í stað þess að koma með arðinn heim. Með hliðsjón af þessu þarf að hafa í huga að viðskiptajöfnuður endurspeglar reiknaða stærð en ekki raunverulegt flæði . Af þessu leiðir að þó að að hrein skuldastaða landsins gæti batnað (þ.e. ef viðskiptajöfnuður fer í afborganir af erlendum lánum) vantar á sama tíma sárlega tekjur í kassann til að standa undir neyslu vegna innflutnings, eflingu gjaldeyrisforðans eða að greiða leið aðþrengdra fjárfesta.

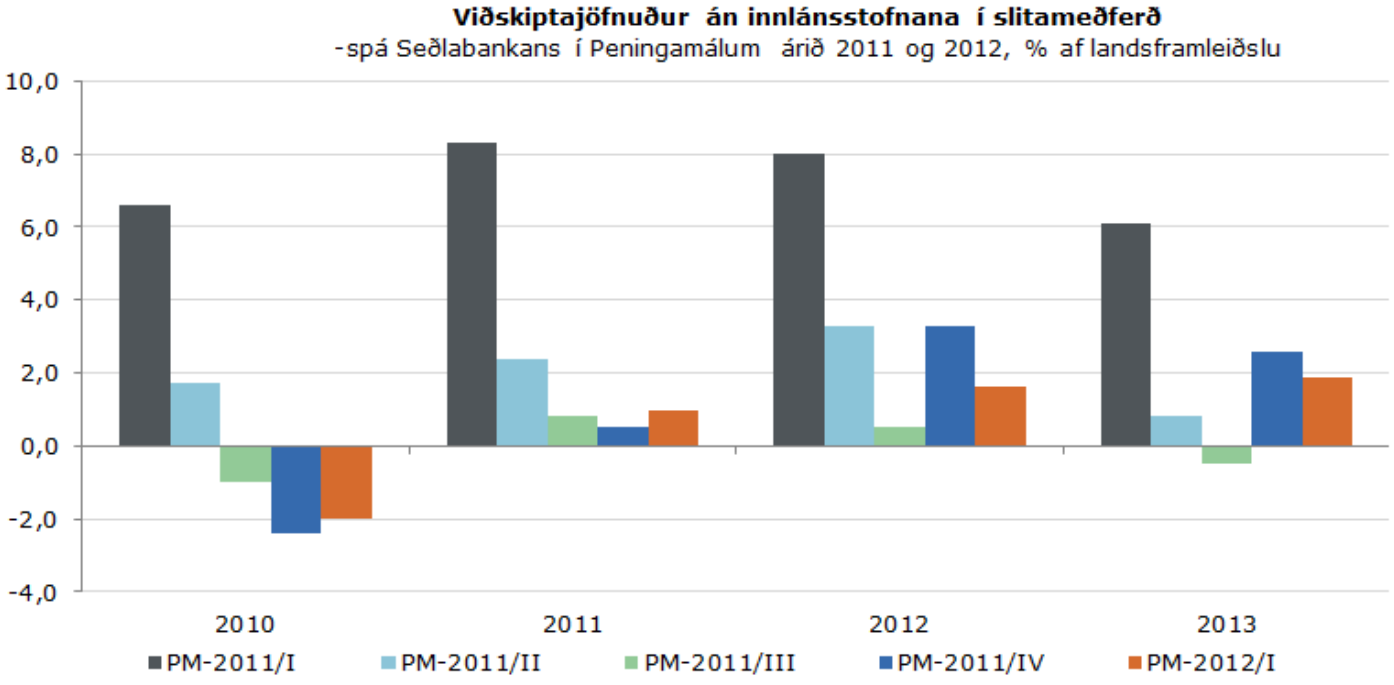
Kolfallin spá um viðskiptajöfnuð

Á meðan gjaldeyrishöft eru til staðar skiptir höfuðmáli hvernig viðskiptajöfnuðurinn þróast. Nokkur óvissa hefur verið um gjaldeyrissköpun þjóðarinnar þar sem áhrif föllnu bankanna sem og lyfjafyrirtækisins Actavis hafa skekkt myndina að ákveðnu leyti. Því hefur Seðlabankinn brugðið á það ráð að leiðrétta fyrir áhrifum innlánsstofnana í slitameðferð (og einnig Actavis sem vikið verður að hér síðar) svo að viðskiptajöfnuðurinn endurspegli betur undirliggjandi gjaldeyrissköpun þjóðarinnar og þar með getu þjóðarbúsins til að endurgreiða skuldir.

Eins og sjá má hér fyrir neðan hafa spár Seðlabankans um viðskiptajöfnuð á þennan mælikvarða tekið stakkaskiptum á einungis einu ári. Fyrir um ári síðan var gert ráð fyrir ríflega 26% meiri viðskiptaafgangi (af VLF) á árunum 2010-2013 en spáin í Peningamálum nú í febrúar gerir ráð fyrir. Þetta samsvarar um 450 milljörðum króna m.v. landsframleiðslu ársins 2012 – eða sem nemur öllum þeim fjármunum sem oft eru nefndir sem „snjóhengjan" (þ.e. krónueignir erlendra aðila í innlánum og ríkisbréfum).

Einnig er vert að hafa í huga að þegar áætlunin um afnám gjaldeyrishafta var kynnt til sögunnar í lok mars 2011 þá var einmitt vitnað til umræddrar spár. Óhætt er að segja að þær forsendur hafi fokið út í veður og vind á mjög stuttum tíma en til stendur að taka öll þessi mál til ítarlegrar endurskoðunar og er skýrslu að vænta frá Seðlabankanum á næstunni. Enda hlýtur að vera rík ástæða til að endurskoða öll fyrri plön í ljósi óhagfelldrar þróunar viðskiptajöfnuðar, ef marka má tölur Seðlabankans.

Í nýjustu spá Seðlabankans um viðskiptajöfnuð án innlánsstofnana í slitameðferð kemur árið 2011 örlítið betur út en árið 2010 og búist er við aukningu á næstu árum. Hins vegar er ljóst að spáin nú lítur verr út en í Peningamálum í nóvember og ræðst það einkum af því að nú er gert ráð fyrir minni vöru- og þjónustuafgangi á árunum 2011-2013, sem á rætur sínar að rekja fyrst og fremst til aukins innflutnings.



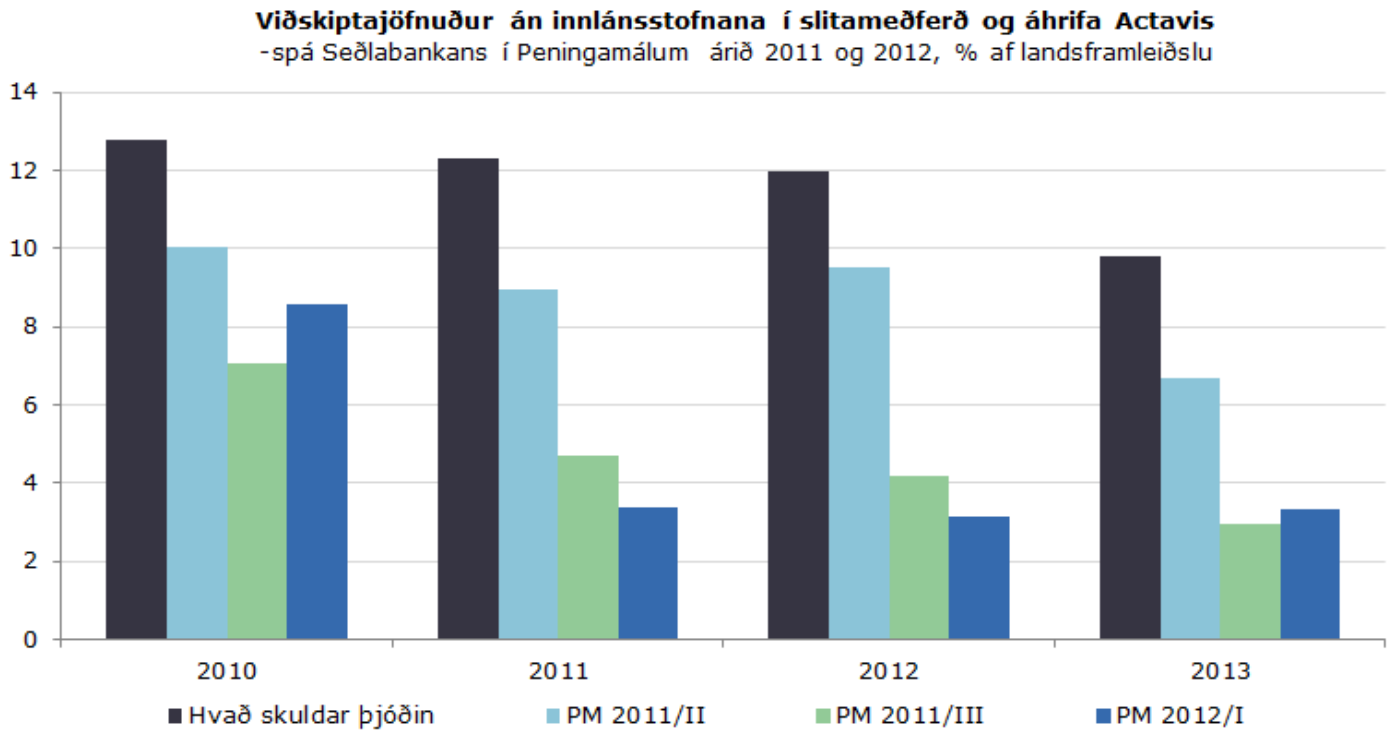
Hvað varð um áhrifin af Actavis?

Nú kann að vera að einhverjum þyki dregin upp ansi dökk mynd af stöðu mála og að e.t.v. sé

gjaldeyrissköpunin umtalsvert meiri ef sömuleiðis er leiðrétt fyrir áhrifum lyfjafyrirtækisins Actavis (en góð rök má færa fyrir því að horfa framhjá áhrifum fyrirtækisins þar sem tekjur og kostnaður koma meira og minna erlendis frá).

Sú virðist hins vegar ekki vera raunin ef marka má nýjasta mat Seðlabankans á viðskiptajöfnuði án innlánsstofnana í slitameðferð og án áhrifa Actavis. Þar má sjá að áhrif Actavis fara minnkandi á næstu árum og laga jöfnuðinn „einungis" um u.þ.b. 1,5% af VLF á árunum 2012 og 2013. Þegar mat á áhrifum Actavis á viðskiptajöfnuð var fyrst birt (í ritinu „Hvað skuldar þjóðin") voru áhrifin umtalsvert sterkari (sjá mynd fyrir neðan) og eins í þeim Peningamálum sem fylgdu í kjölfarið (jókst viðskiptajöfnuður þá um ca. 10% á ári ef Actavis var sleppt). Því eigum við langt um „minna inni" út frá öllum mælikvörðum.

Af öllu þessu leiðir að viðbúið er að minna skili sér í kassann á næstu árum sem mun gera afnámsferlið umtalsvert snúnara og brothættara í framkvæmd. Eins og staðan er í dag sér greiningardeild ekkert annað í spilunum en áframhaldandi veikingu krónunnar á næstu árum, þar sem meira púður fer í afborganir af erlendum lánum, og einkum og sér í lagi ef innflutt neysla heldur uppteknum hætti.



Mun Seðlabankinn ganga á forðann?

Einhverjir kynnu að benda hér á að gjaldeyrisforði Seðlabankans hafi aldrei verið meiri og geta bankans til að styðja við afnámsferlið og gengi krónunnar því umtalsvert. Þrátt fyrir að laust erlent fé Seðlabankans sé vissulega mikið er það alfarið tekið að láni. Ef erlendum eignum og skuldum ríkissjóðs er bætt við kemur í ljós að Seðlabankinn og ríkið skuldar tugi milljarða króna umfram erlendar eignir. Gjaldeyrisforðinn verður því tæplega notaður og þá aðeins til skamms tíma og í litlum mæli. Ef Seðlabankinn mun reyna að styðja við krónuna með því að ganga á forðann í miklum mæli mun það aðeins fresta gengisveikingu krónunnar tímabundið og tefla fjármögnun forðans í hættu.

Markaðspunktar Greiningardeildar Arion banka

Davíð Stefánsson	david.stefansson@arionbanki.is	444-6965
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
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