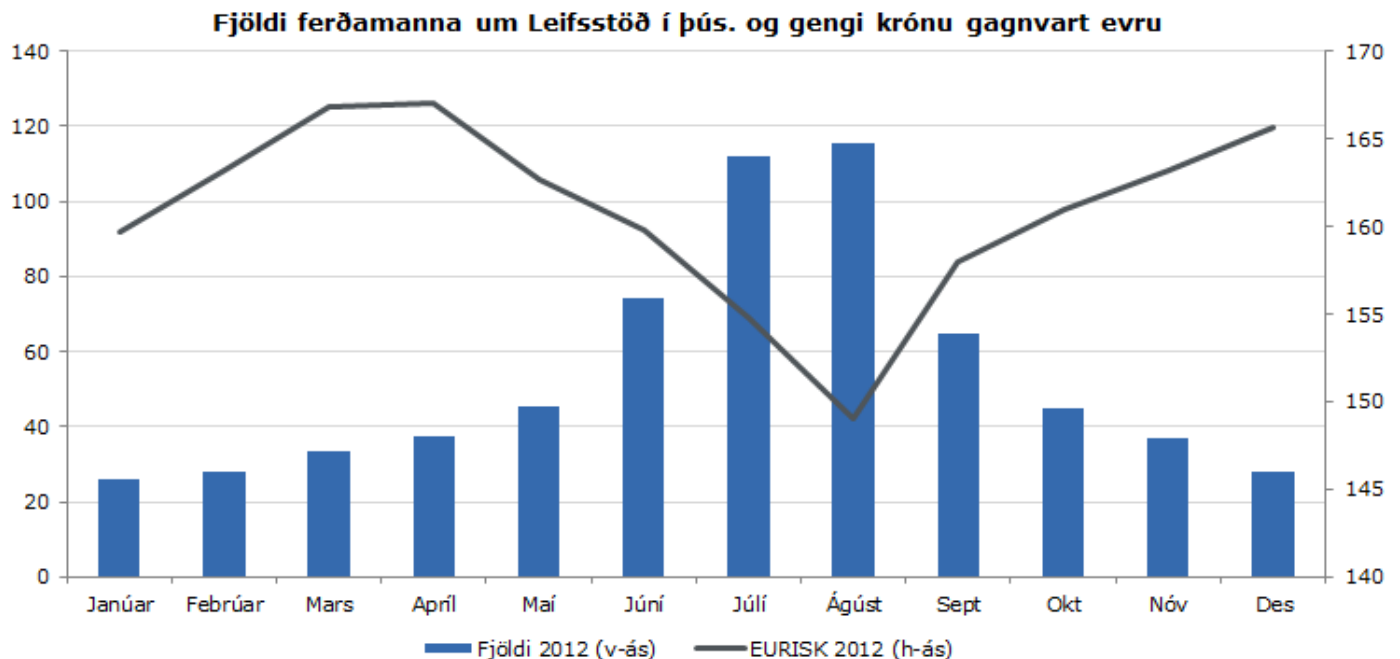


Markaðspunktur í dag:

- Er árstíðasveifla í krónunni?

Er árstíðasveifla í krónunni?

Um nokkurt skeið hefur umræða staðið yfir um hvort fyrirsjáanlega árstíðasveiflu sé að finna í gengisþróun íslensku krónunnar. Röksemdafærslan er yfirlétt á þá leið að eftir að gjaldeyrishöftin voru sett á sé markaður með gjaldeyri orðinn mjög grunnur, og því hafi framboð og eftirspurn sem leiðir af grunnþáttum á borð við utanríkisverslun og uppgjör erlendra lána tekið við af viðskiptum með fjármálagerninga sem eklar gengisbreytinga. Vegna aukins innflæðis gjaldeyris yfir sumartímamann í takt við komur ferðamanna til landsins hafi krónan tilhneigingu til að styrkjast tímabundið á meðan ferðamannatímabilinu stendur. Mynd á borð við þá hér að neðan renna tvímælalaust stoðum undir þessa kenningu, en þar má sjá greinilegt samhengi milli fjölda ferðamanna og gengis krónu gagnvart evru á árinu 2012.

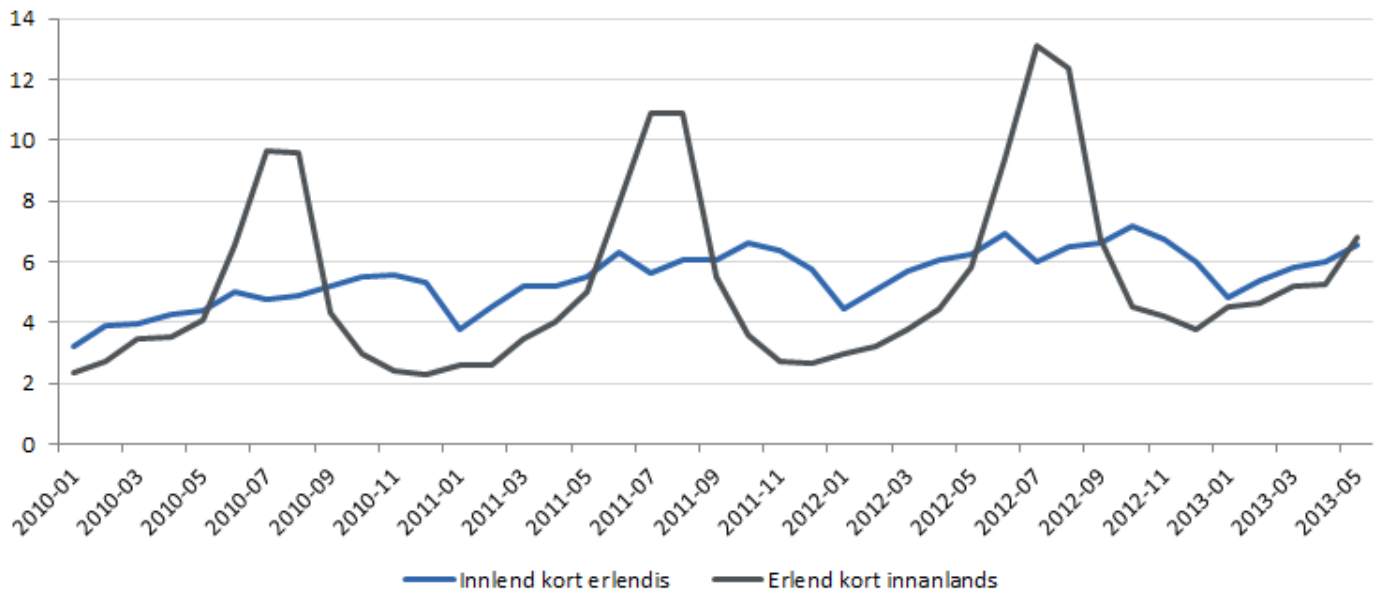


Heimild: Ferðamálastofa, Seðlabanki Íslands

Það er enda hafið yfir vafa að gjaldeyrisflæði vegna komu ferðamanna til landsins umfram ferðalög Íslendinga erlendis er bæði fyrirsjáanlegt og árstíðabundið, líkt og sjá má á næstu mynd. Hins vegar er mikilvægt að hafa í huga að hér eru ekki um stórar fjárhæðir að ræða, nettó innflæði gjaldeyris (gjaldeyrisinnflæði vegna ferðamanna hérlendis að frádrögnum gjaldeyrisútfæði vegna ferðalaga Íslendinga erlendis) á annasömum mánuðunum hefur verið að andvirði um 6 ma.kr. í mesta lagi – sem samsvarar u.þ.b. 10 daga veltu á millibankamarkaði með gjaldeyri.

Greiðslukortavelta

- í mö.kr.



Heimild: Seðlabanki Íslands

Og er þá hægt að treysta árstíðasveiflunni eins og nýju neti? Sé horft aðeins víðar yfir sviðið og nærliggjandi árum stillt upp saman (hér eru árin 2010-2013 til skoðunar) má sjá að mynstrið í árstíðasveiflunni er ekki beinlínis fullkomlega fyrirsjáanlegt, en þróunin getur verið nokkuð ólík ár frá ári.

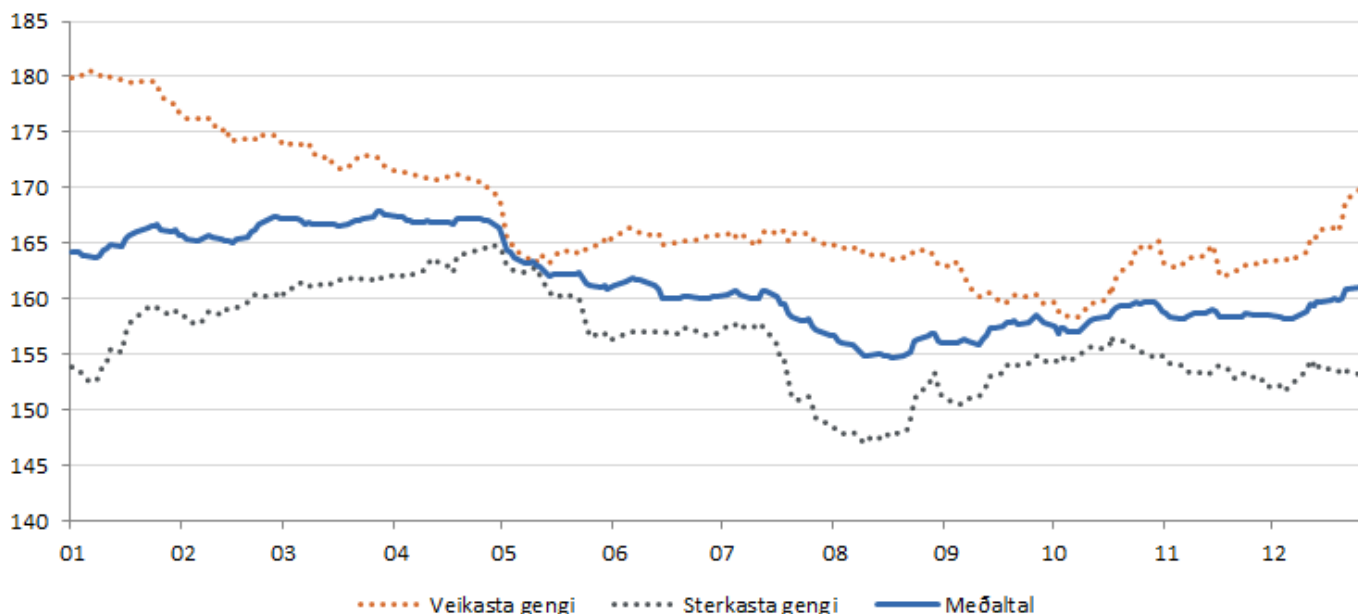
Breyting í gengi krónunnar gagnvart evru frá áramótum



Heimild: Seðlabanki Íslands, útreikningar greiningardeildar

Hægt er að skoða gengisþróunina frá fleiri hliðum til þess að reyna að afhjúpa árstíðasveifluna, sé hún til staðar á annað borð. Ein leið getur verið sú að skoða meðalgengi ásamt sterkasta og veikasta gildi þess á hverjum viðskiptadegi á árunum 2010-2012. Þar má segja að kjarni rökræðunnar um árstíðasveiflu krónunnar birtist. Staðreyndin er nefnilega sú að jafnvel þótt veik en greinileg árstíðasveifla sjáist í krónunni að meðaltali, þá er dreifni gagnanna sem liggja henni að baki svo mikil að það er með engu móti hægt að fullyrða að hún sé marktæk.

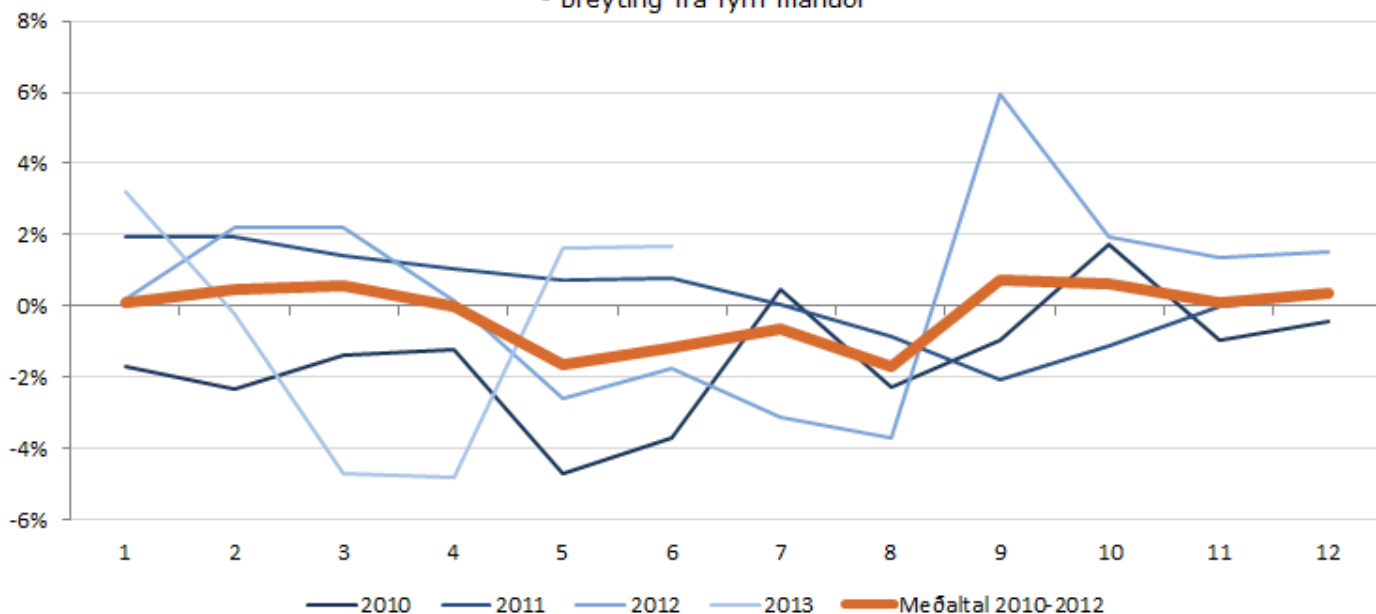
Gengi evru gagnvart krónu 2010-2012



Heimild: Seðlabanki Íslands, útreikningar greiningardeildar

Svipaða sögu má segja þegar gengisbreytingar hvers mánaðar eru bornar saman yfir sama tímabil. Þótt árstíðasveiflan sé vel merkjanleg að meðaltali, með veikingu á vormánuðum, styrkingu fram í september og veikingu til áramóta eftir það, er dreifni gagnanna hins vegar of mikil til að treystandi sé á árstíðasveifluna. Það er engin regla í því að krónan styrkist alltaf suma mánuði og aldrei aðra (ef frá er talinn ágúst, en til þessa hefur krónan haft skýlausa tilhneigingu til að styrkjast í þeim mánuði).

Meðalgengi krónu gagnvart evru - breyting frá fyrri mánuði



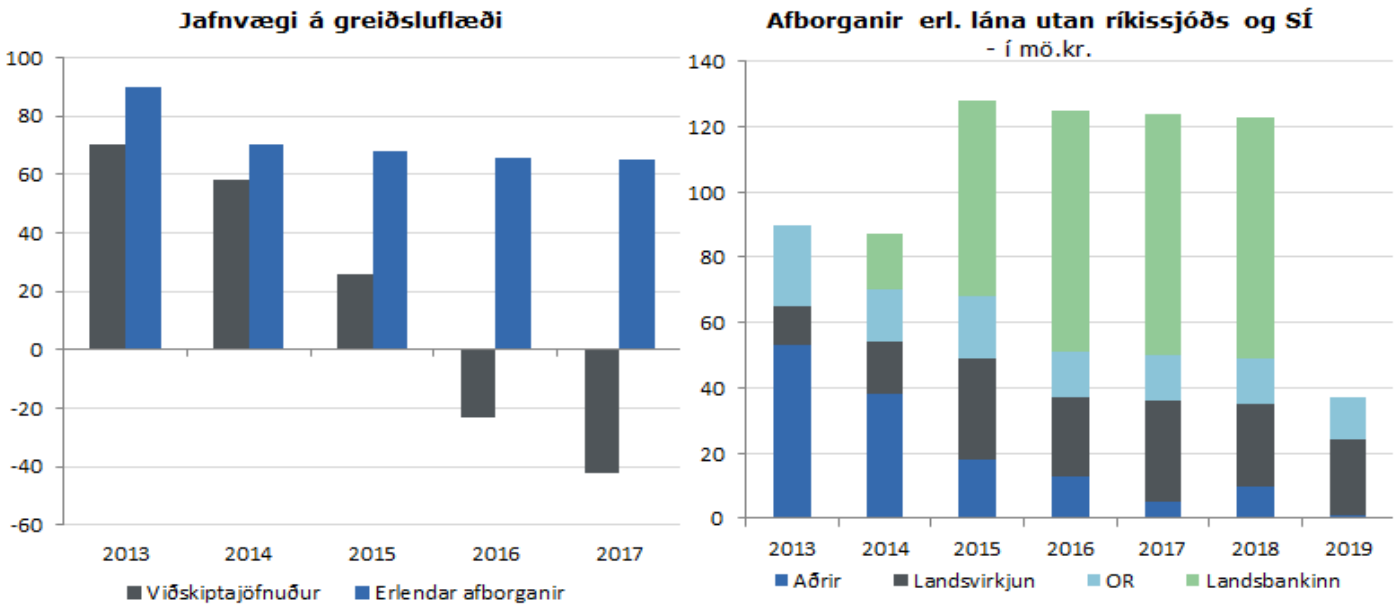
Heimild: Seðlabanki Íslands, útreikningar greiningardeildar

Suðið í gengismynduninni

En þegar innflæði gjaldeyris vegna verslunar ferðamanna er jafnfyrirsjáanlegt og raun ber vitni, af hverju skyldi þá gengisþróun krónunnar ekki fylgja sama farvegi? Staðreyndin er sú að jafnvel þótt gjaldeyrismarkaðurinn sé orðinn mun grynri en hann var, og hluti gjaldeyrisinnflæðis inn og út úr landinu sé orðinn mjög fyrirsjáanlegur, þá er engu að síður verulegt suð í gengismynduninni. Sem dæmi um þætti sem hafa samverkandi áhrif á gengið með tiltölulega ófyrirsjáanlegum hætti má nefna:

1) Afborganir erlendra lána

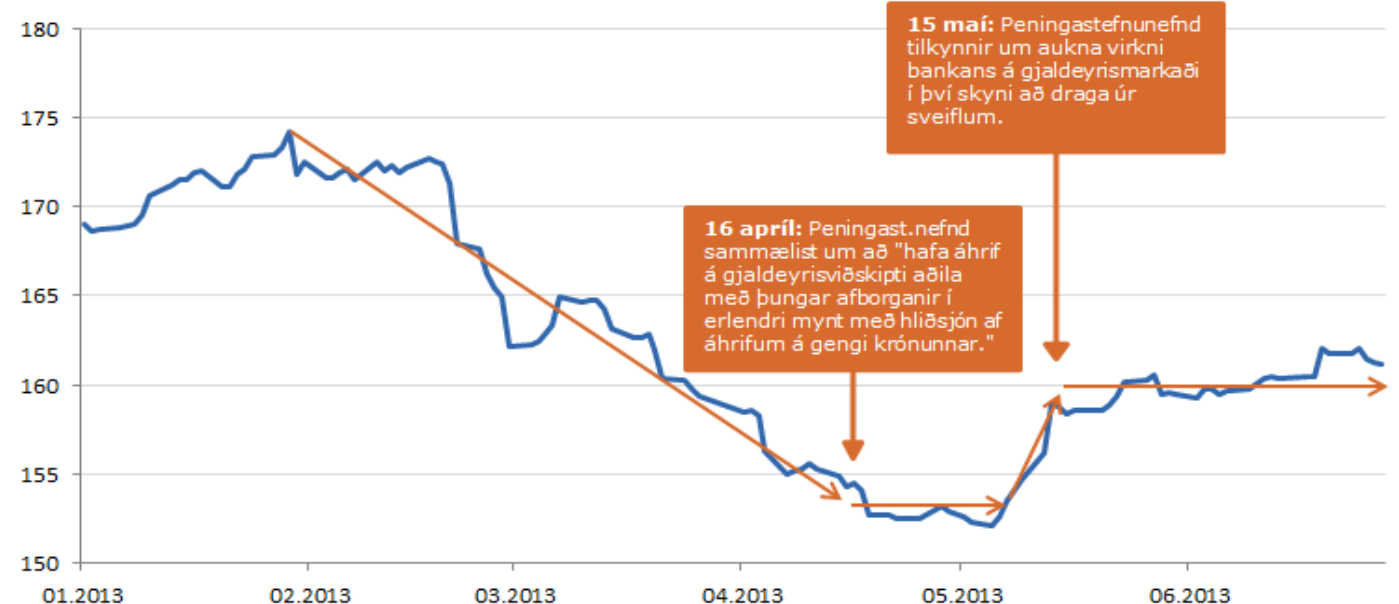
Fjöldi innlendra aðila í íslensku hagkerfi glímir við þunga greiðslubyrði í erlendri mynt á komandi árum, án þess að hafa tekjur, eignir eða aðgang að erlendum lánamörkuðum til að mæta afborgunum lánanna að öllu leyti. Þetta ætti að öðru jöfnu að þýða að veiking krónunnar væri fyrirsjáanleg um svipað leyti og gjalddaga þessara lána ber upp – ef ekki væri fyrir þá staðreynd að sumir þessara aðila hafa fengið undanþágu frá gjaldeyrishöftunum til þess að kaupa gjaldeyri upp í gjalddaga lánanna með góðum fyrirvara. Þetta gerir það að verkum að jafnvel þótt gjalddagarnir séu fyrirsjáanlegir, þá eru gjaldeyriskaup fyrirtækja til að mæta þeim það ekki.



Heimild: Seðlabanki Íslands

Í ofanálag hefur komið fram, bæði í fundargerð peningastefnunefndar Seðlabankans og í máli starfsmanna bankans, að bankinn beiti bæði undanþáguheimildunum og samtölum við þessi fyrirtæki til þess að beina þeim inn á gjaldeyrismarkað þegar krónan er tiltölulega sterk, en það er sérstaklega til þess fallið að draga úr árstíðasveiflu krónunnar. Þetta virðist t.d. hafa verið gert eftir sérstakan fund peningastefnunefndarinnar þann 16. maí síðastliðinn, en þá hægði fyrst um sinn á styrkingarferli krónunnar áður en hún tók hreinlega að veikjast í aðdraganda vaxtaákvörðunar mánuði síðar. Í fundargerð peningastefnunefndar frá ágúst síðastliðnum var svo styrking krónunnar rakin til „minni gjaldeyrissöfnunar aðila með núverandi og væntar endurgreiðslur lána í erlendum gjaldmiðlum.“

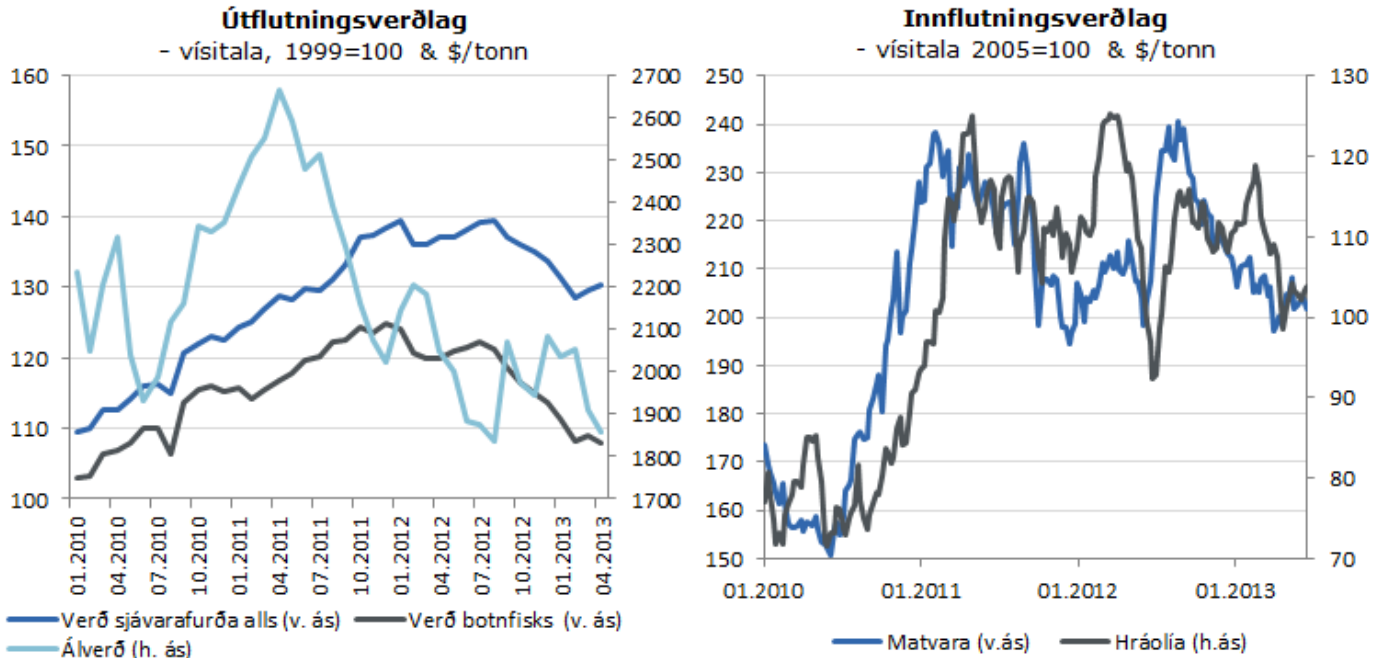
Gengi krónu gagnvart evru frá áramótum



Heimild: Seðlabanki Íslands, athugasemdir greiningardeildar

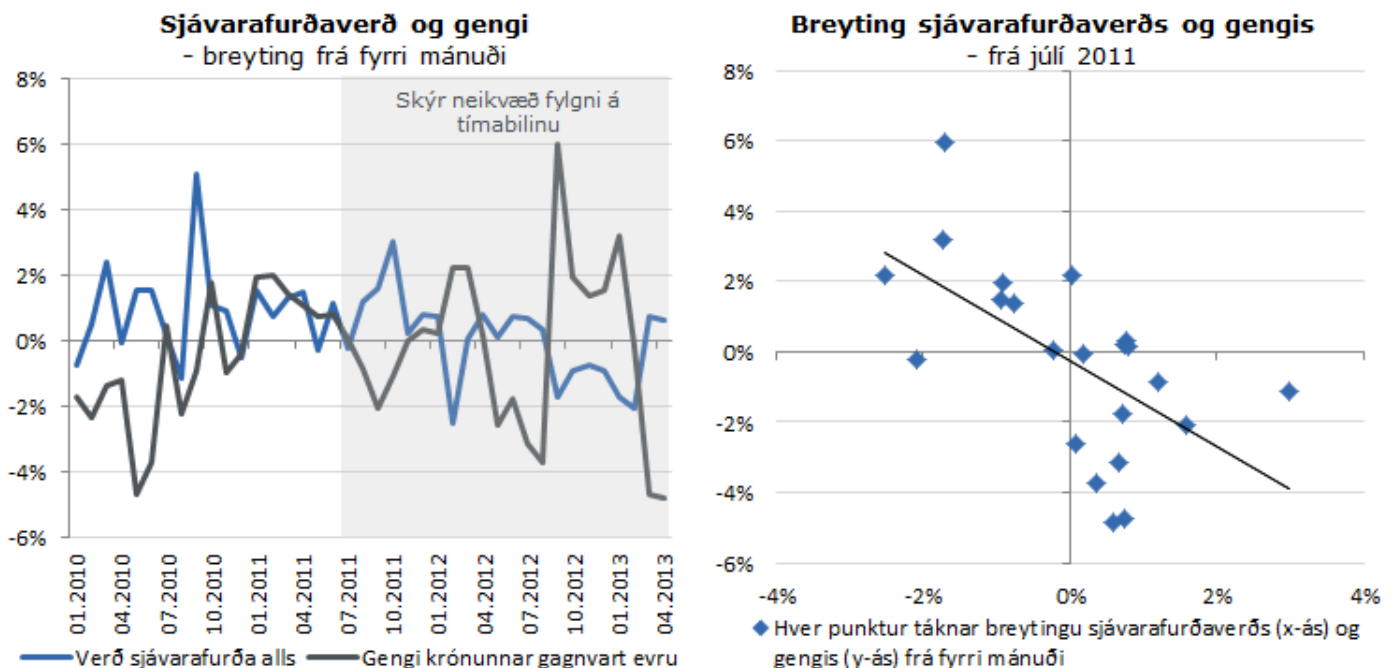
2) Viðskiptakjör

Inn- og útflutningsverðlag ákvarða hversu mikils gjaldeyris þjóðarþúið aflar með gefnu magni útflutnings, og hversu mikinn þarf að reiða af hendi fyrir gefið magn innflutnings, en hlutfallið þar á milli getur hæglega haft áhrif á gengi krónunnar. Þegar viðskiptakjörin eru góð fæst meiri gjaldeyris fyrir útflutninginn á sama tíma og innflutningurinn krefst minni gjaldeyris. Að öðru óbreyttu ætti framboð gjaldeyris því að vera meira en ella, sem skilar sér í sterkari krónu. Eins og sjá má á myndinni hér að neðan er verð helstu út- og innflutningsvara nokkuð sveiflukennt.



Heimild: Hagvísar Seðlabanka Íslands

Sambandinu á milli gengis og viðskiptakjara til stuðnings má nefna að undanfarin tvö ár hefur verið nokkuð skýr neikvæð fylgni (um -0,6) milli mánaðarlegra breytinga á verði sjávarafurða í erlendri mynt og gengisþróunar krónunnar (þ.e. krónan styrkist þegar sjávarafurðaverð hækkar og öfugt).



Heimild: Hagvísar Seðlabanka Íslands, útreikningar greiningardeildar

Þá hefur fylgnin jafnframt verið að aukast jafnt og þétt, sem bendir til þess að viðskiptakjör gætu verið orðinn mikilvægari áhrifaþáttur en áður.

Hlaupandi 12 mánaða fylgni breytinga á sjávarafurðaverði og gengi

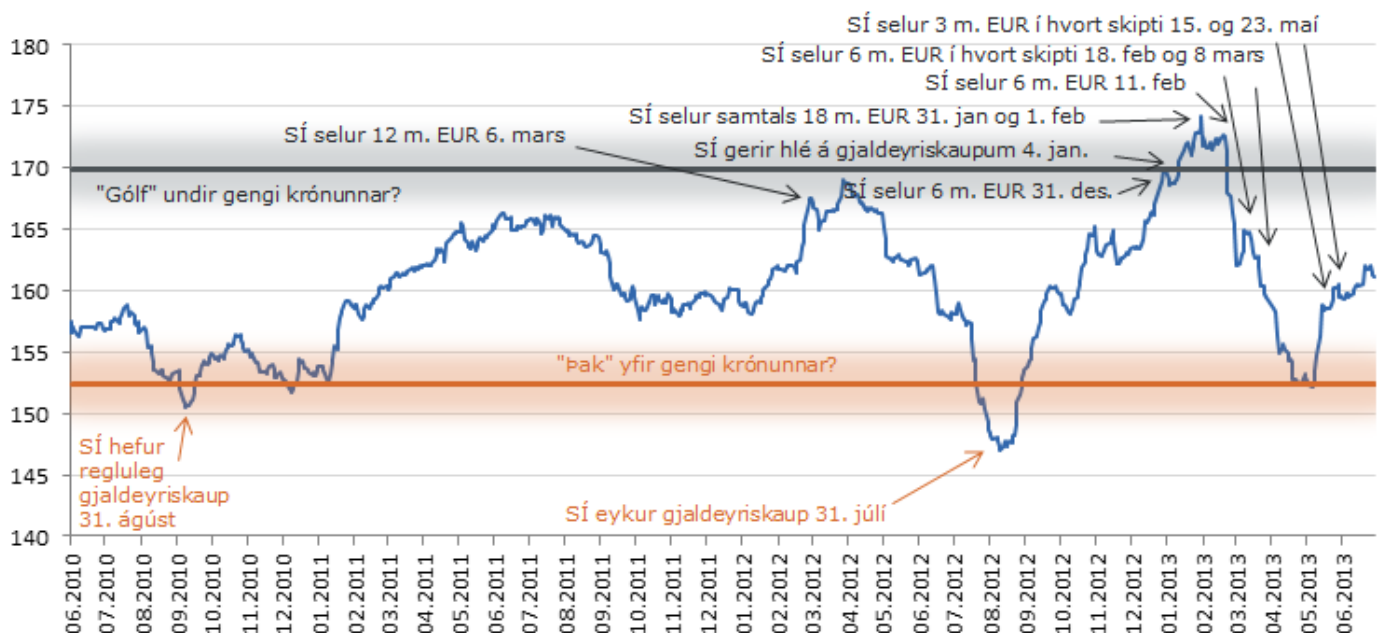


Heimild: Hagvísar Seðlabanka Íslands, útreikningar greiningardeildar

3) Inngríp Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði

Þá skiptir einnig máli að Seðlabankinn hefur frá síðustu áramótum sett aukinn kraft í inngríp á gjaldeyrismarkaði í því augnmiði að draga úr sveiflum (inngrípastefna af þessu tagi er hluti af Verðbólguþætti miðis þús – nýrri umgjörð peningastefnunnar), en yfirlýst markmið bankans er að kaupa frekar gjaldeyri þegar hann er ódýr og selja þegar hann er dýr. Stefna af þessu tagi er til þess fallin að draga úr fyrirsjáanlegum sveiflum, en við töldum okkur jafnvel geta staðsett e.k. þak og gólf umhverfis gengi krónunnar miðað við tilhneigingu bankans til inngrípa. Á síðasta vaxtaákvörðunarfundi ítrekaði bankinn svo að hann myndi stuðla að gengisstöðugleika, svo við teljum að krónunni verði leyft að sveiflast á enn þrengra bili en myndin hér að neðan gefur til kynna – allavega til skemmri tíma litið – en það getur haft áhrif langt umfram bein áhrif inngrípanna vegna væntinga markaðsaðila um að gengið hreyfist ekki frekar. Í öllu falli er nær öruggt að árstíðasveiflu í gjaldeyrisflæði verði ekki leyft að skila sér að fullu í gengismyndun krónunnar, fylgi Seðlabankinn stefnu sinni eftir.

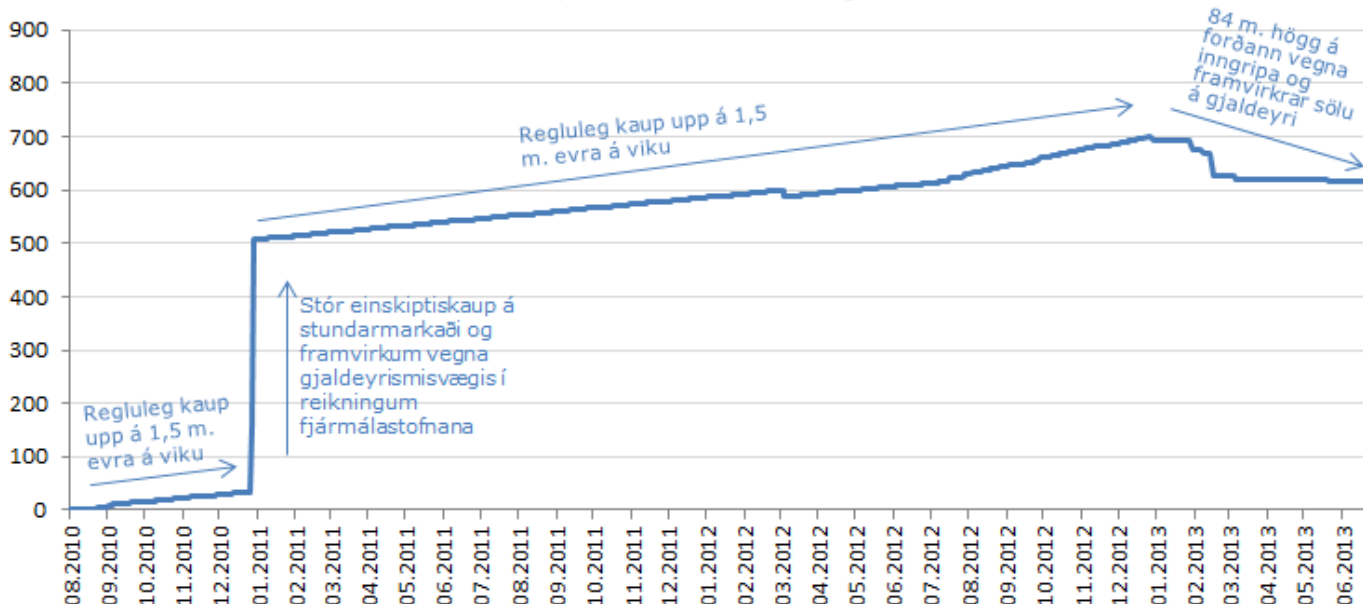
Gengi krónu gagnvart evru



Heimild: Seðlabanki Íslands, athugasemdir greiningardeildar

Seðlabankinn hefur keypt um 600 milljónir evra á millibankamarkaði síðan hann hóf reglubundin inngrip á síðari helmingi 2010, en nokkuð hefur gengið á forðann að undanfögnu. Það merkir engu að síður að bankinn hefur sæmilegt bolmagn til að halda áfram stuðningi við krónuna, en jafnframt ríður nokkuð á að hann taki til við að kaupa í forðann aftur um leið og tækifæri gefst.

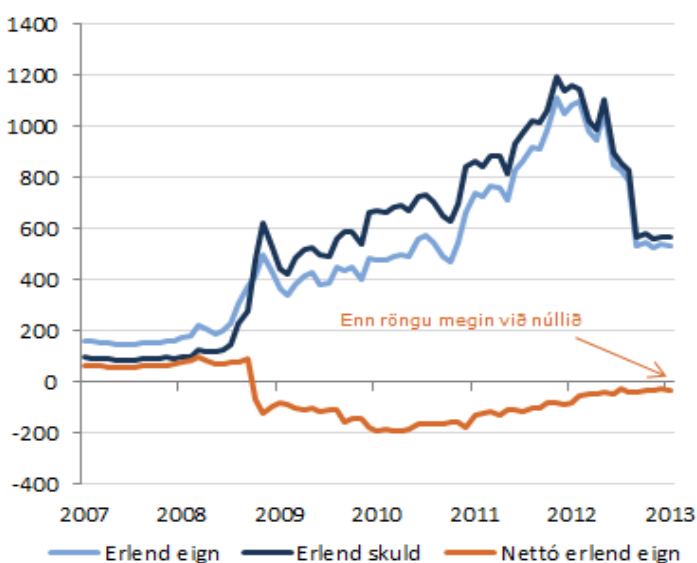
Uppsöfnun gjaldeyriskaupa Seðlabankans á millibankamarkaði - m. EUR, samtala kaupa á stundarmarkaði og framvirkum markaði



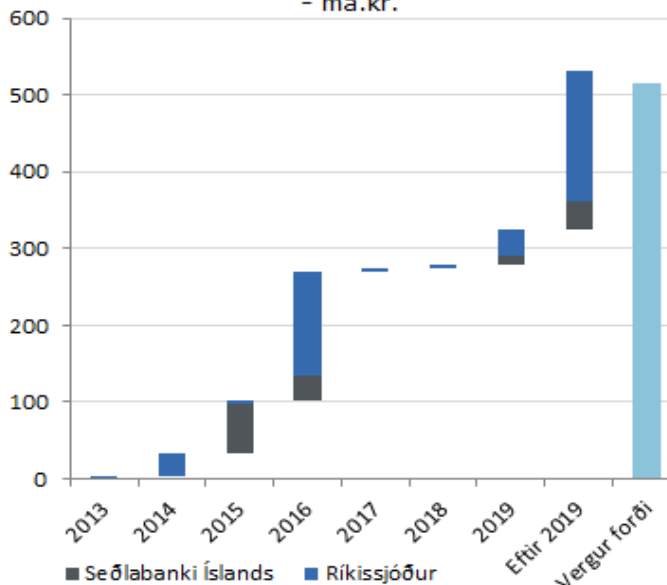
Heimild: Seðlabanki Íslands, útreikningar greiningardeildar

Enda liggur fyrir að erlendar skuldir Seðlabankans eru meiri en erlendar eignir hans, þrátt fyrir gjaldeyrissöfnun bankans. Það er þó ekki bráðavandi, enda er endurgreiðsluferill erlendra skulda ríkissjóðs og Seðlabanka nokkuð langur. Forðinn dugir sem stendur fyrir svo til öllum afborgunum næstu tíu ára, svo framarlega sem bankinn nær að safna gjaldeyri fyrir vöxtum. Áætluð vaxtagjöld forðans á næstu 12 mánuðum eru að andvirði yfir 20 ma. kr., en á árunum 2009-2011 námu vaxtagjöld umfram vaxtatekjur af forðanum á fimmta milljarð króna árlega¹. Ef bankinn fer ekki að kaupa gjaldeyri mun þetta verða til þess að nokkuð gengur á nettó gjaldeyriseign bankans. Því er áhyggjuefni að aðstæður bankans til gjaldeyriskaupa hafi ekki reynst eins góðar í sumar og treyst var á.

Nettó gjaldeyriseign SÍ - ma.kr.



Endurgreiðsluferill opinb. erl. skulda - ma.kr.



Heimild: Seðlabankinn (hagtölur í maí)

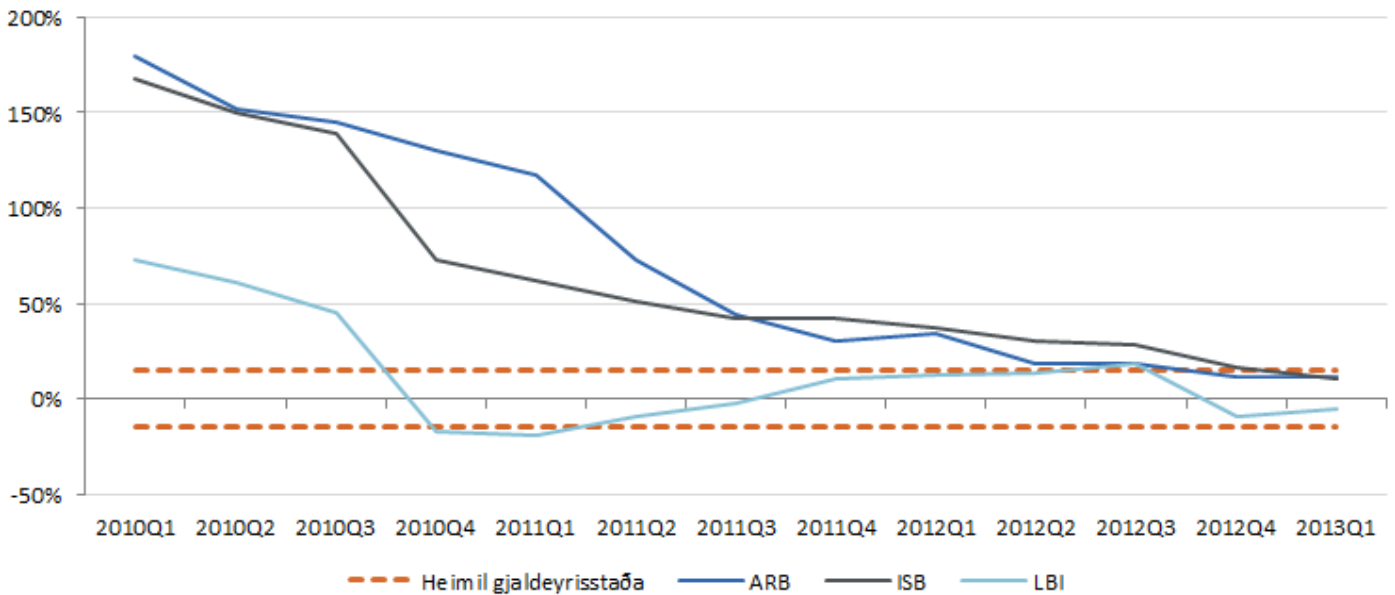
¹ Sjá [svar fjármála- og efnahagsráðherra við fyrirspurn Ásmundar Einars Daðasonar um gjaldeyrissvarasið á 141. löggjafarþingi](#).

4) Fjárstýring fjármálastofnana

Stóru bankarnir þrír mega samkvæmt reglum Seðlabankans hafa opna gjaldeyrisstöðu (þ.e. eiga meira en þeir skulda, eða öfugt, í gjaldmiðlum öðrum en krónunni) sem nemur 15% af eiginfjárgrunni þeirra hverju sinni. Miðað við eiginfjárgrunn stóru bankanna þriggja á fyrsta fjórðungi nam þetta svigrúm til stöðutöku í gjaldmiðlum samtals um 170 mö. króna (um 85 mö. í hvora átt). Áður en bankarnir uppfylltu þessa reglu virðist það hafa verið markmið fjárstýringar í hverjum þeirra að minnka gjaldeyrisjöfnuðinn (þetta gerðist reyndar að stórum hluta til vegna gengislánadóma án þess að markmið um fjárstýringu hafi átt hlut að máli), en nú þegar allir þeirra eru komnir inn fyrir viðmiðið er fjárstýringu í hverjum þeirra í sjálfsvald sett hvernig þetta svigrúm er nýtt. Stóru bankarnir þrír geta haft mismunandi ástæður fyrir og markmið með stöðutöku hverju sinni, en kaup þeirra og sala á gjaldeyri geta haft veruleg áhrif á gengismyndun.

Gjaldeyrisskekkja stóru bankanna þriggja

- nettó opin gjaldeyrisstaða af og á efnahagsreikningi sem hlutfall af eiginfjárgrunni

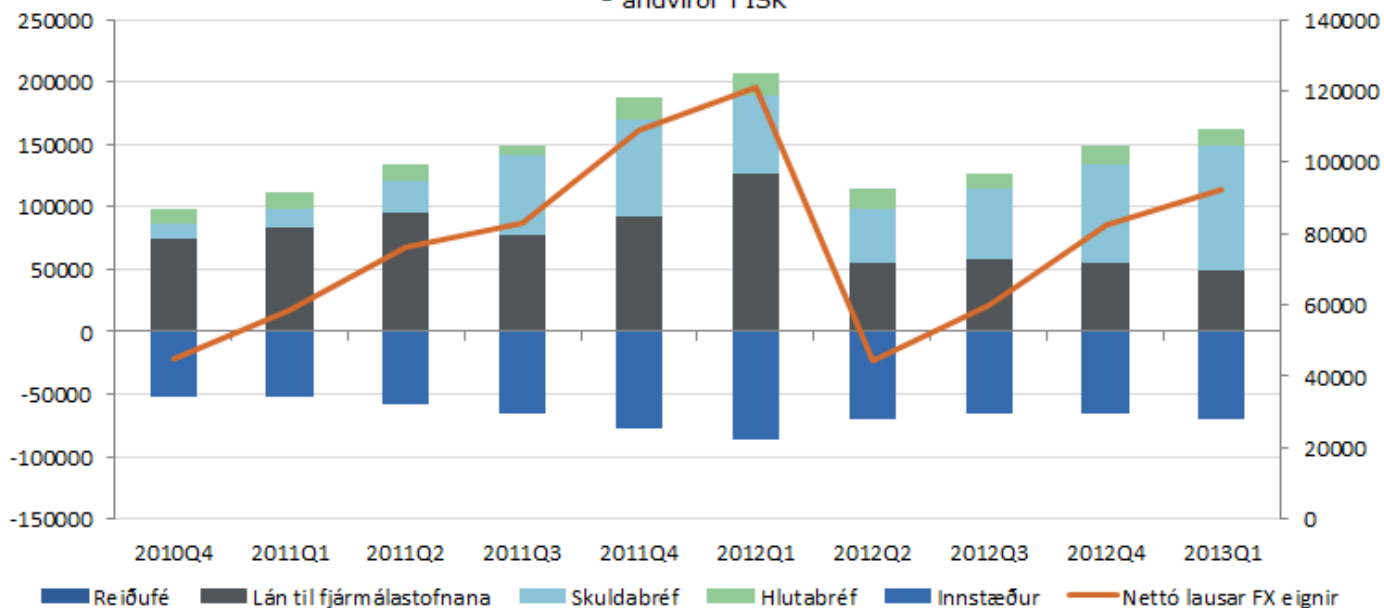


Heimild: Árshlutareikningar banka

Sennilegast eru Íslandsbanki og Arion banki nokkuð sáttir við þær stöður sem þeir hafa opnar, þótt reyndar muni hálfársuppgjör bankanna leiða það betur í ljós, en gjaldeyrisjöfnuður Arion hefur a.m.k. haldist nær óbreyttur eftir að hann komst inn fyrir þau takmörk sem reglur Seðlabankans setja bönkunum. Landsbankinn aftur á móti verið að bæta við sig gjaldeyri eftir að skilyrt skuldabréf milli gamla og nýja bankans var fært í erlenda mynt í bókum bankans um áramótin – en sennilegast er honum umhugað um að eiga sem mest af lausum gjaldeyri til að mæta gjalddögum í erlendri mynt á árunum eftir 2014 (þetta er reyndar nátengt fyrsta liðnum hér að ofan). Okkur reiknast til að Landsbankinn gæti nokkuð hæglega greitt upp gjalddaga árána 2014 og 2015 til gamla bankans með þeim lausu gjaldeyrisseignum sem hann átti umfram innlán á fyrsta fjórðungi – þótt hér sé auðvitað um mjög hráa útreikninga að ræða án þekkingar á seljanleika eigna í hverjum flokki.

Lausar FX eignir Landsbankans

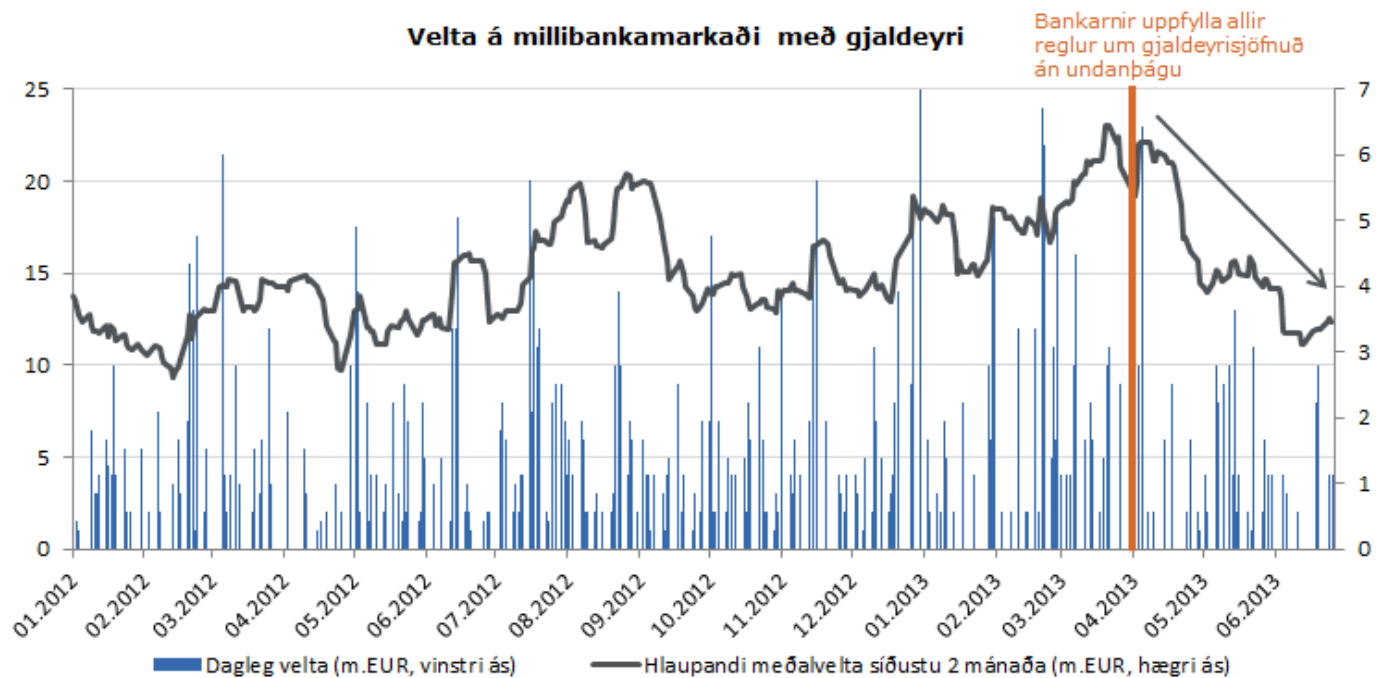
- andvirði í ISK



Heimild: Árshlutareikningar Landsbankans

Þá má jafnframt merkja hversu æstir bankarnir eru að bæta við eða losa sig við gjaldeyri af veltunni á millibankamarkaði með gjaldeyri, en það hefur orðið áberandi samdráttur í veltu eftir að bankarnir uppfylltu reglurnar um gjaldeyrisjöfnuð í lok fyrsta fjórðungs.

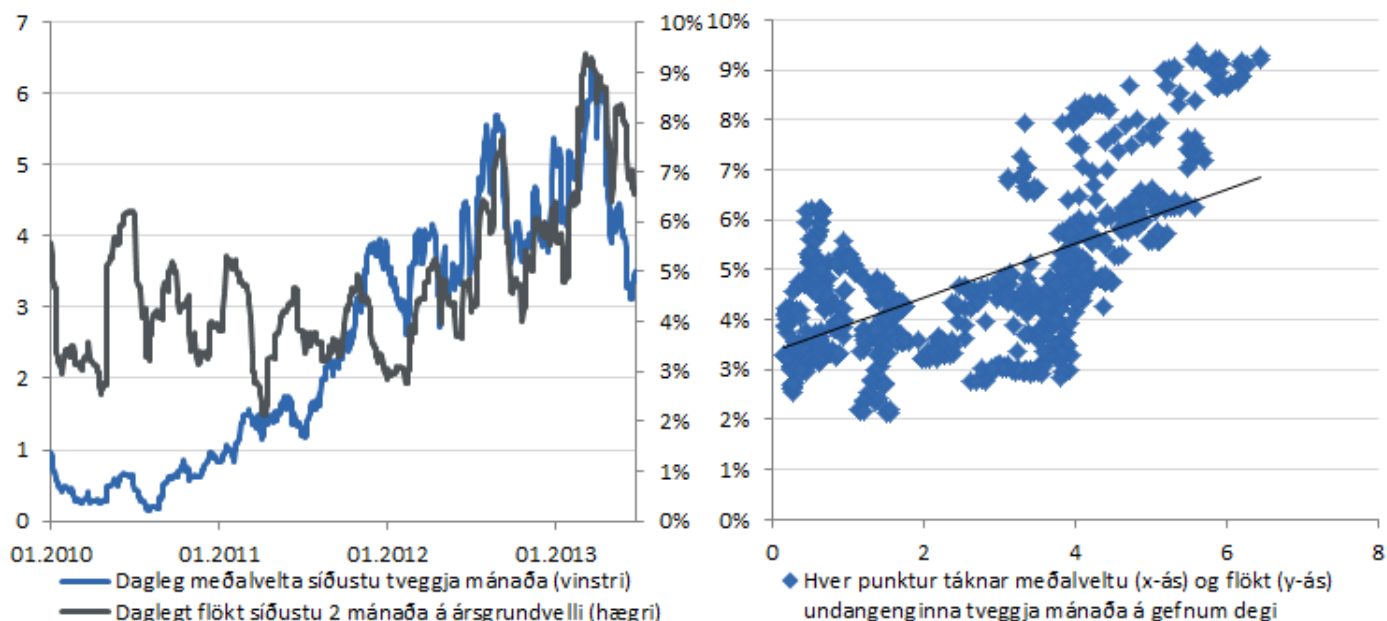
Velta á millibankamarkaði með gjaldeyri



Heimild: Hagtölur Seðlabankans, útreikningar greiningardeildar

Áhrif gjaldeyrisviðskipta bankanna á gengi krónunnar eru greinileg, en líkt og sjá má á myndinni hér að neðan er nokkuð skýrt samband á milli veltunnar á millibankamarkaði með gjaldeyri og sveiflna í gengi krónunnar.

Dagleg meðalvelta á millibankamarkaði með gjaldeyri og staðalfrávik daglegra gengisbreytinga - í m. EUR og %

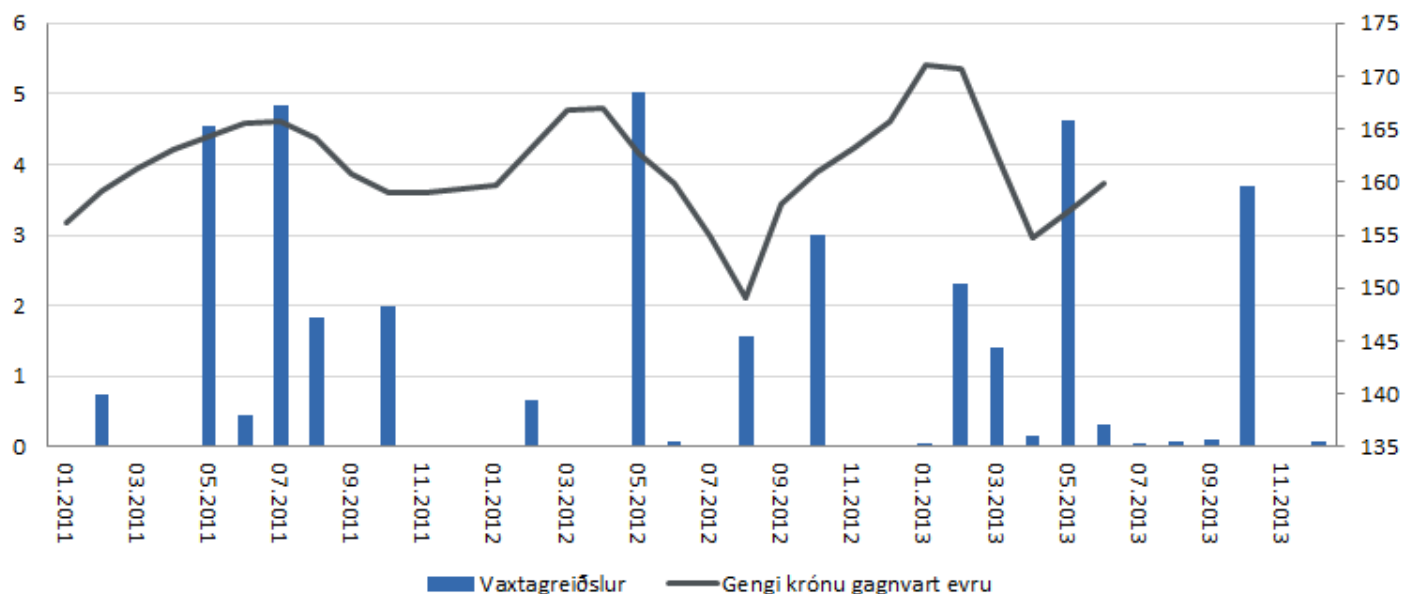


Heimild: Hagtölur Seðlabankans, útreikningar greiningardeildar

5) Vaxtagreiðslur til erlendra aðila

Erlendum aðilum sem eiga íslensk verðbréf er heimilt að skipta vaxtagreiðslum í erlendan gjaldeyri, jafnvel þótt þeim sé óheimilt að fara með höfuðstól eignanna úr landi. Þannig geta stórir gjalddagar ríkisskuldabréfa t.d. skapað þrýsting á krónuna, jafnvel strax í aðdraganda þeirra þegar fjármálastofnanir búa sig undir úststreymi vegna þeirra, en óvissa leikur jafnan á að hversu stórum hluta og hversu hratt þessu fé er skipt í erlendan gjaldeyri. Þetta virðist þó leika lítið hlutverk í gengisþróuninni, en fylgni milli vaxtagreiðslna og gengishreyfinga í gefnum mánuði hefur verið um -0,14 frá ársbyrjun 2011.

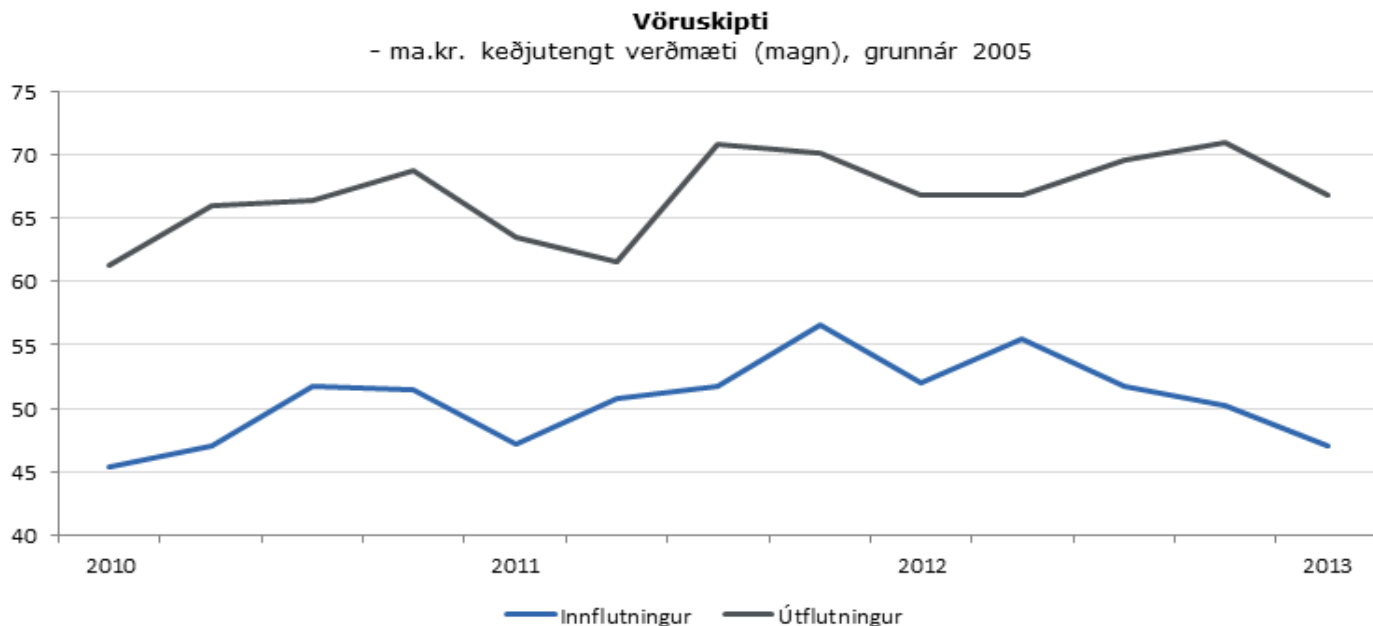
Vaxtagreiðslur til erlendra aðila af ríkisbréfum og gengi krónu - ma.kr.



Heimild: Útreikningar greiningardeildar

6) Eftirspurn eftir innflutningi og útflutningi

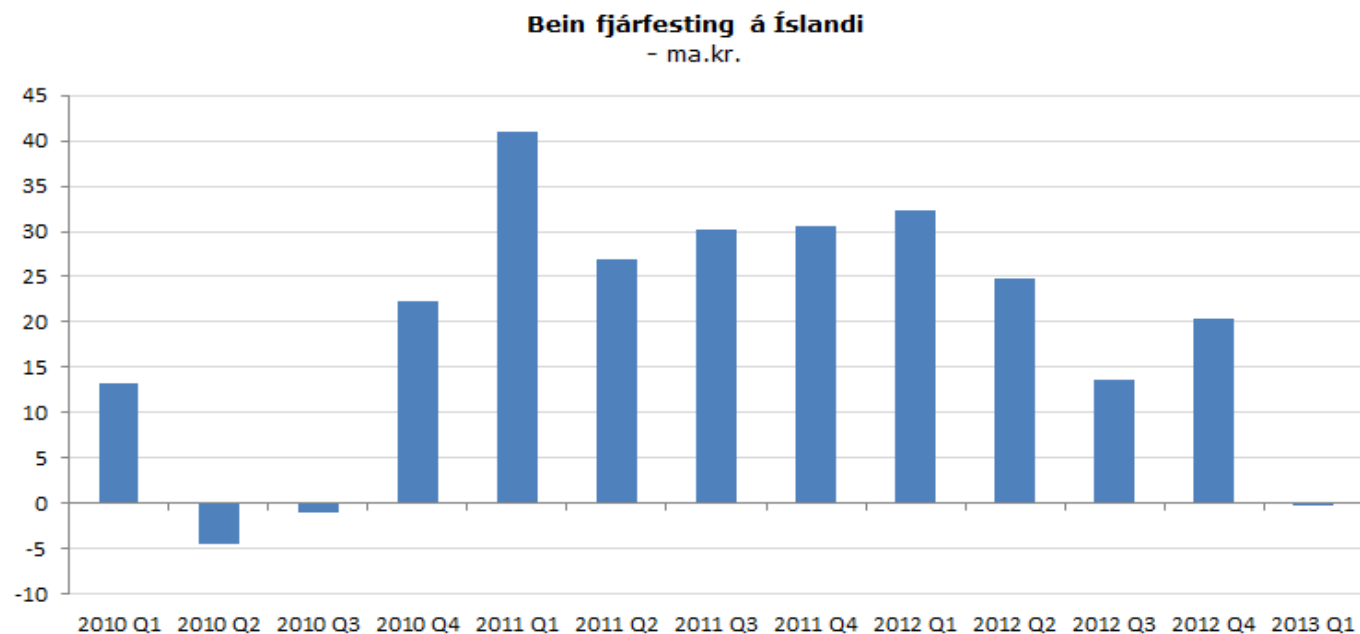
Eftirspurn eftir inn- og útflutningi ákvarðast samtímis og gengi krónunnar² en að öðru óbreyttu getur vöxtur þjóðarútgjalda, t.d. vegna aukinna ríkisútgjalda, haft þau áhrif að veikja krónuna, þar eð þau leka út úr hagkerfinu í formi aukins innflutnings.



Heimild: Þjóðhagsreikningar Hagstofunnar

7) Annað inn- og útflæði fjármagns

Þótt margar tegundir fjármagnshreyfinga milli landa séu óheimilar vegna haftanna, þá er fjármagnsjöfnuðurinn ekki dauður úr öllum æðum, en þar er um veigamikinn farveg gjaldeyris inn og út úr landinu að ræða. Bein fjárfesting í landinu hefur t.d. numið um 20 mö.kr. á fjórðungi undanfarin 3 ár ef marka má hagtölur Seðlabankans (þótt óvíst sé hversu miklum gjaldeyri er skipt vegna þessa), en slíkt innflæði verkar á móti útflæði t.d. vegna sammingsbundinna afborgana sem viðskiptajöfnuðurinn hverju sinni dekkar ekki. Þannig kemur þolinmótt fjármagn inn á móti óþolinmóðu, enda þótt erlend staða þjóðarbúsins taki ekki breytingum fyrir vikið, og hindrar þannig að krónan veikist vegna þess arna. Ýmsar aðrar fjármagnshreyfingar, t.d. lántökur og endurfjármögnun erlendis, hafa sömu áhrif.

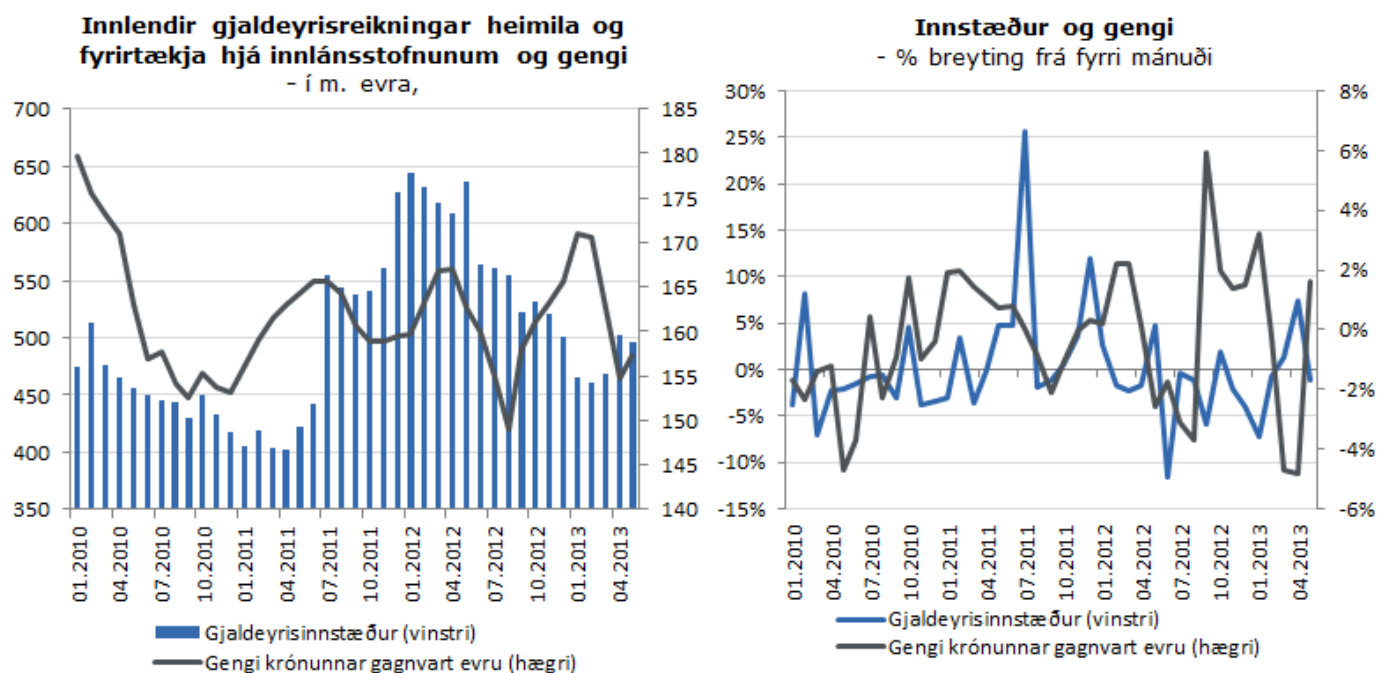


Heimild: Hagtölur Seðlabankans

² Þetta veldur raunar vanda við mat á áhrifum þessa vegna samtímajöfnubjögunar (e. simultaneous equation bias), og því eftirlátum við öðrum að rannsaka áhrifin betur. Lauslegir útreikningar benda ekki til þó ekki til þess að um ráðandi þátt hafi verið að ræða á umliðnum árum, en lág tíðni gagna um magnbreytingar inn- og útflutnings auðveldar útreikningana ekki.

8) Tímasetning gjaldeyrisviðskipta innlendra aðila

Þar sem skilaskylda, en ekki skiptiskylda, hvílir á gjaldeyrisveigum innlendra aðila hafa þeir umtalsvert svigrúm til þess að tímasetja sölu gjaldeyris. Þetta á t.d. við um útflutningsfyrirtæki sem hafa verulegar tekjur í erlendri mynt og háa innlenda kostnaðarhlutdeild. Þau munu að öðru jöfnu frekar vilja skipta erlendum gjaldeyri í krónur til að standa skil á innlendum kostnaði hverju sinni þegar þeir telja gengi krónunnar veikt (þ.e. þegar sem flestar krónur fást fyrir hverja einingu erlends gjaldeyris). Fræðilega séð gætu einhver þeirra jafnvel frekar viljað taka skammtímalán í krónum ef þau telja að gengið sé beinlínis of sterkt, og greiða það svo upp þegar gengið veikist, en þar með myndu þau „de facto“ taka skortstöðu í krónunni. Þannig geta stýrivextir jafnframt haft áhrif á gengi krónunnar þrátt fyrir höftin. Þetta gangverk er auðvitað ekki nándar nærri jafnskilvirkt og viðskipti spákaupmanna á erlendum fjármálamörkuðum, en getur að einhverju leyti þjónað svipuðu hlutverki í gengismyndun gjaldmiðilsins. Það er þó ekki sterkt samband á milli breytinga á gjaldeyrisinnistæðum heimila og fyrirtækja og gengis krónunnar, og því sennilega ekki um afgerandi þátt að ræða.



Heimild: Hagtölur Seðlabankans

Niðurstöður

Að öllu ofansögðu töldu er það nú okkar mat að of mikið suð sé í gengismyndun krónunnar til að hægt sé að fullyrða um eða treysta á að fyrirsjáanleg og stöðug árstíðasveifla sé í krónunni, eins og sést hefur á þróun hennar frá áramótum. Þá efumst við einnig um gagnsemi þess að reyna að leita skýringa í afmörkuðum þáttum til að skýra gengisþróun hverju sinni, þegar fjöldi þátta hefur samverkandi áhrif samtímis sem erfitt og jafnvel ómögulegt getur verið að aðgreina þrátt fyrir fjármagnshöftin (þótt auðvitað geti verið undantekningar frá þessu og einn þáttur ráðið meiru en aðrir á mismunandi tímabilum).

Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Brynjar Ólafsson	brynjar.olafsson@arionbanki.is	444-6262
Elvar Ingi Möller	elvar.moller@arionbanki.is	444-6981
Erna Sverrisdóttir	erna.sverrisdottir@arionbanki.is	444-6991
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 ófugt. 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
