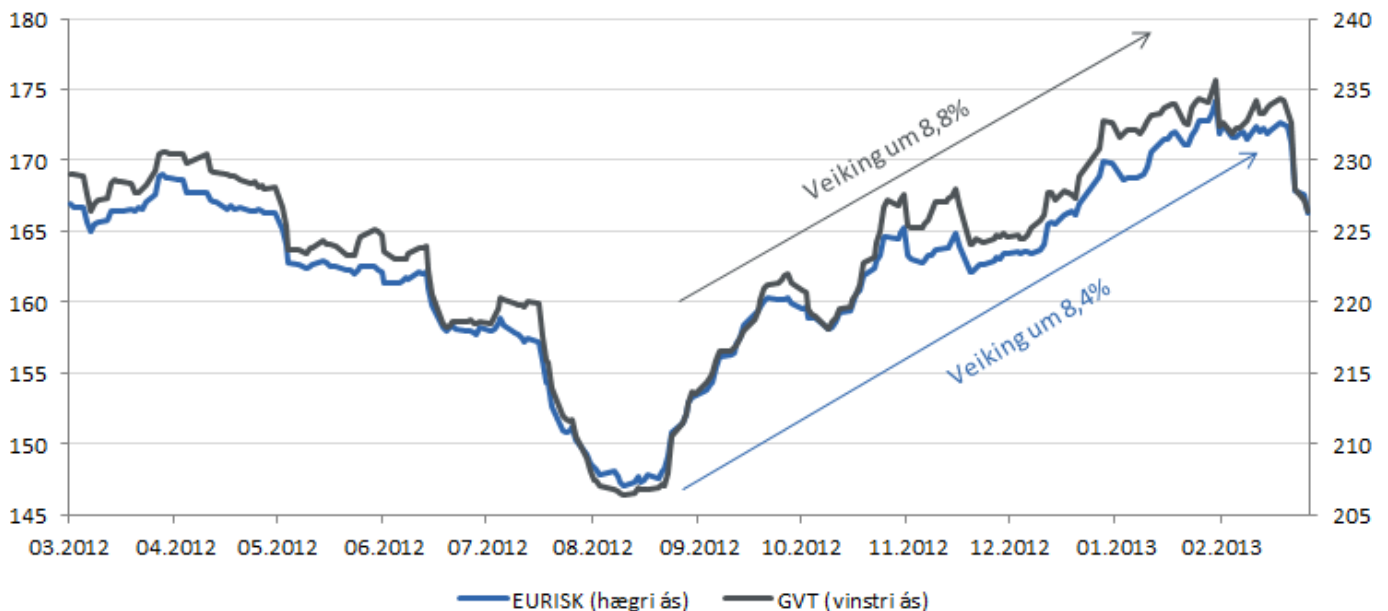


Markaðspunktur í dag:

- Krónan snýr: Árangursrík inngríp eða tilfallandi innflæði?

Krónan snýr: Árangursrík inngríp eða tilfallandi innflæði?

Eftir að hafa veikt nánast samfelld frá síðari hluta ágústmánaðar á síðasta ári hefur orðið algjör viðsnúningur á gengi krónunnar síðustu daga.

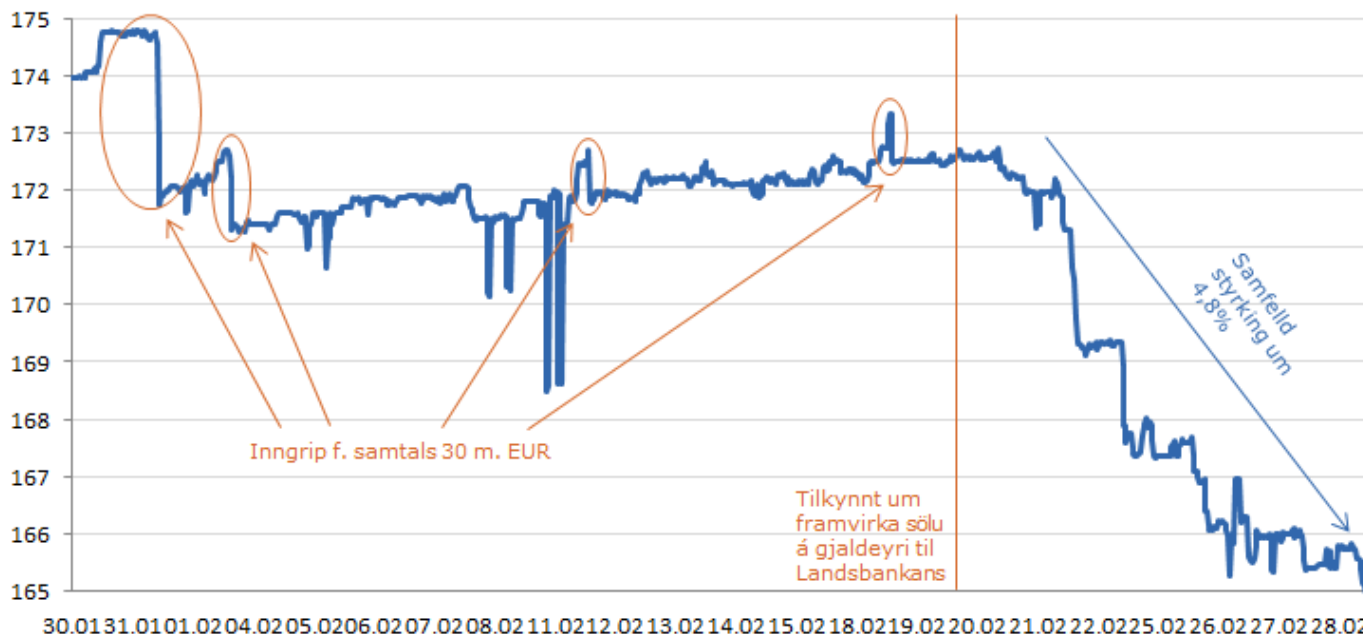
Gengi krónu

Heimild: Seðlabanki Íslands

Styrkingin hefur verið svo mikil og hröð að mynstrið í gengishreyfingunum hefur helst minnt á gjaldeyrisinngríp. Frá 20. febrúar hefur krónan styrkst um 4,8% gagnvart evru í viðskiptum fyrir a.m.k. hátt í 10 ma.kr. og lítið eitt minna gagnvart viðskiptaveginni körfu gjaldmiðla, þ.e. mælt með gengisvísitölunni. Krónan hefur ekki styrkst jafnmikið á fimm viðskiptadögum undanfarið ár.

Á fundi efnahags- og viðskiptanefndar um störf peningastefnunefndar á mánudag staðfesti Seðlabankastjóri hins vegar að styrkingarhrina síðustu viku, sem haldið hefur áfram það sem af er þessarar viku, hafi ekki verið fyrir tilstilli inngrípa bankans. Þvert á móti telur Seðlabankastjóri að styrkingin sé til marks um að inngríp og framvirkur samningur sem bankinn gerði við Landsbankann séu að skila árangri.

Gengi krónu gagnvart evru frá fyrstu inngripum ársins 2013



Heimild: Bloomberg

Af hverju er krónan að styrkjast?

Gjaldeyrismarkaðurinn er svartur kassi, og því er ómögulegt að segja nákvæmlega hvað rekur gengishreyfingarnar. Það má þó velta vöngum yfir nokkrum hugsanlegum skýringum, sem eiga sér stoð bæði í þætti Seðlabankans á markaðnum og öðru, en hugsanlega verka einhverjar skýringanna saman.

- **Aukinn trúverðugleiki inngripa hefur hreyft við væntingum um gengisþróun.** Seðlabankastjóri viðurkenndi á nefndarfundinum á mánudag að trúverðugleiki inngripa hafi í fyrstu verið lítil, ekki síst af því að aðilar á markaði finni strax hvort yfirlýsingar Seðlabankans um að þrýstingur á gengið sé tímabundinn eigi við rök að styðjast. Við vöruðum við einmitt þessu eftir inngrip bankans á síðasta degi síðasta árs; að stærð og tíðni inngripanna nægði ekki til að búa til botn undir gengisvæntingar á markaðnum (sjá [Krónan rekur sig í gólfjalirnar](#)). Frá og með 31. janúar hefur bankinn aftur á móti gefið nokkuð rækilega í við inngripin og haldið evrunni undir 172-173 krónum með afli. Þessi kraftur í inngripunum getur hafa haft þau áhrif að eigendur gjaldeyris hafi aðlagð væntingar sínar, hætt að búast við frekari veikingu, og ákveðið að koma inn á markaðinn með gjaldeyrinn.
- **Landsbankasamningurinn hefur dregið úr þörf á gjaldeyrissöfnun og hreyft enn frekar við væntingum.** Seðlabankinn tilkynnti um [samning](#) um að selja Landsbankanum evrur fyrir andvirði sex milljarða króna í framvirkum viðskiptum þann 19. febrúar. Eftir því sem fram kom í yfirlýsingu frá Landsbankanum varð samningurinn til þess að hann komst vel inn fyrir hámarksskekkiu gjaldeyrisjafnaðar (15% af eiginfjárgrunni bankans), en gjaldeyrisjöfnuður bankans skekktist mikið um áramótin þegar skilyrt skuldabréf var fært úr krónum í evrur í bókum bankans. Á nefndarfundinum á mánudag fullyrði Seðlabankastjóri að þetta hafi orðið til þess að Landsbankinn þyrfti ekki að safna gjaldeyri til að haldast innan reglna um gjaldeyrisjöfnuð þegar endanleg ákvörðun verður tekin fyrir lok mars um virði skuldabréfsins. Aðgerðin gæti hafa haft tvöföld áhrif, bæði bein og óbein, þar sem hún dregur bæði úr gjaldeyrisöfnun Landsbankans og úr áhyggjum annarra eigenda gjaldeyris af gjaldeyrisöfnun Landsbankans.
- **Íslandsbanki og Arion banki að draga úr gjaldeyrismisvægi.** Íslandsbanki átti undir lok síðasta árs erlendar eignir umfram skuldir að andvirði 28 ma.kr., en Arion banki átti erlendar eignir umfram skuldir að andvirði 29 ma.kr í lok þriðja fjórðungs. Hafi þessar fjármálastofnanir ákveðið að draga úr gjaldeyrismisvægi sínu með sölu gjaldeyris, t.d. til að bregðast við nýrri stöðu í ljósi inngripa Seðlabankans og samningsins við Landsbankann, þá gæti það hafa stutt við gengi krónunnar. Erlend lántaka Arion banka sem tilkynnt var um föstudaginn 22. febrúar gæti

einnig hafa átt þar hlut að máli síðustu daga.

- **Fjölgun ferðamanna yfir vetrartímann.** Mikil fjölgun ferðamanna undanfarna mánuði gæti verið að skila sér. Sennilega er þó mjög hæpið að krónan styrkist jafnmikið á jafnstuttum tíma og raun ber vitni vegna þessa, nema ef ske kynni að einhverjir ferðapjónustuaðilar hafi viljað skipta gjaldeyri þegar krónan var sem veikust. Innstreymi ferðamannagjaldeyris hefur þó í það minnsta ekki skemmt fyrir.
- **Aðstæður útflutningsatvinnuvega.** Viðskiptakjör hafa verið lök á fyrsta fjórðungi ársins, auk þess sem fréttir hafa borist af birgðasöfnun íslenskra útflytjenda vegna sölutregðu á fiskmörkuðum við miðjarðarhafið. Lítið gjaldeyrisinnstreymi vegna þessara þátta gæti hafa leikið hlutverk í afleitri gengisþróun frá áramótum. Ef eitthvað er að rofa til á erlendum mörkuðum gæti lítilsháttar innstreymi gjaldeyris þannig hafa stutt við krónuna á síðustu dögum, enda gjaldeyrismarkaðurinn grunnur. Þá hefur kvóti í uppsjávarfiski verið aukinn mikið í febrúar, svo hugsanlega munu tekjur vegna kvótaaukningarinnar styðja við krónuna þegar greiðslur vegna útflutningsins fara að skila sér. Við höfum þó ekki tilefni til að ætla að viðsnúningur á fiskmörkuðum hafi verið lykilþáttur í gengisþróuninni síðustu daga.
- **Veidigjald á gjalddaga.** Veidigjald vegna margra tegunda sem úthlutað er eftir september er á gjalddaga um þessar mundir, en að auki má búast við að veidigjald verði lagt á vegna loðnuúthlutunarinnar í febrúar á næstunni. Ef útgerðarfélög hafa verið að skipta gjaldeyri til að eiga fyrir veidigjaldinu, þá getur það einnig hafa haft áhrif, þótt heildarupphæð gjaldsins sé ekki verulega stór; um eða yfir 2 milljarðar króna.
- **Gjaldeyrissöfnun langt komin.** Það er ómögulegt að vita hversu langt stór fyrirtæki og sveitarfélög eru komin í því að safna upp í nálæga gjalddaga erlendra lána. Ef tekið er að hylla undir lok gjaldeyrissöfnunar einhverra stórra aðila í bili, þá sljakkar í útlæði gjaldeyris og þrýstingur á krónuna minnkar.
- **Sjálfsuppfyllandi væntingar og hjarðhegðun.** Öll ofantöld atriði geta hafa orðið til þess að styrkingin hófst. Um leið og krónan tók að styrkjast getur svo ennfremur hugsast að fleiri hafi stokkið á vagninn af þeirri ástæðu einni að krónan styrktist, því þeir eigendur gjaldeyris sem vita að þeir munu þurfa krónur í fyrirsjáanlegri framtíð tapa eftir því sem lengra líður á styrkingarfasann. Þannig skapist eins konar endurvarp, þar sem fleiri koma inn á markaðinn með gjaldeyri eftir því sem krónan styrkist hraðar, og hún styrkist hraðar eftir því sem fleiri koma inn á markaðinn.

Virkuðu þá inngríp Seðlabankans?

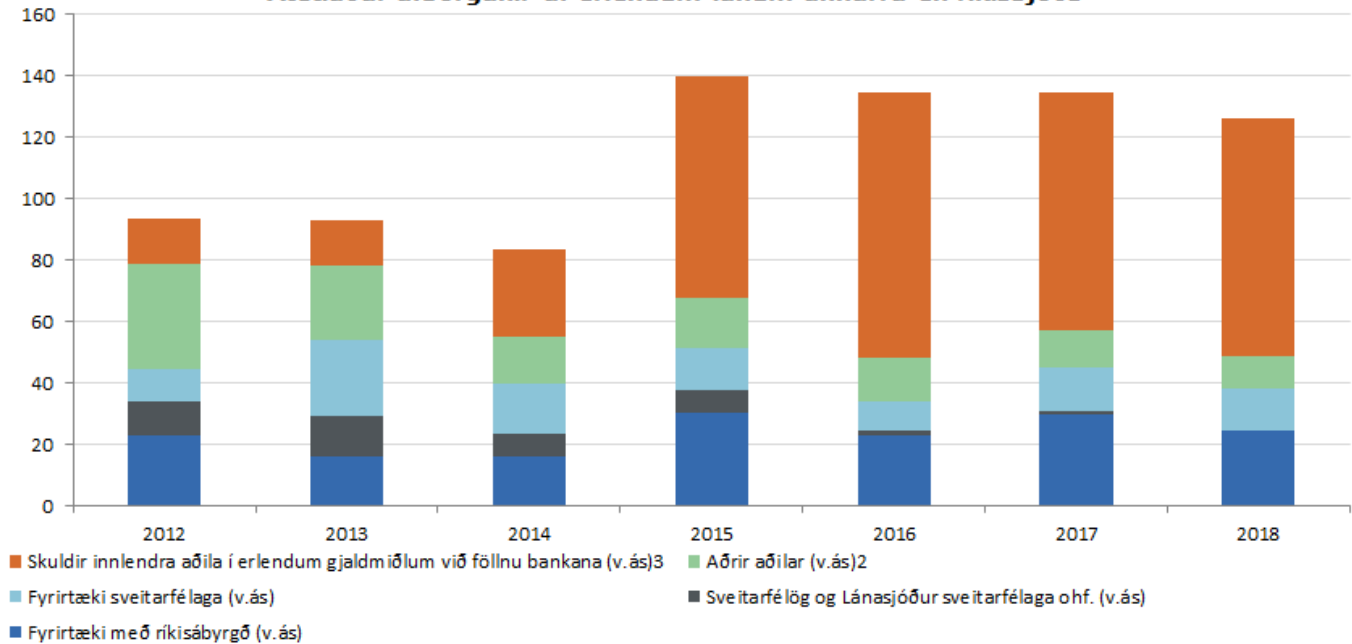
Það er ekki annað að sjá en að inngríp Seðlabankans og samningurinn við Landsbankann hafi átt þátt í skarpri styrkingu krónunnar undanfarna daga, þótt eflaust hafi tilfallandi innflæði gjaldeyris (og hugsanlega minnkandi útlæði) hjálpað til. Það þarf hins vegar lengri tími að líða áður en hægt verður að fullyrða að skynsamlega hafi verið að inngrípunum staðið.

Við höfum lagt mikla áherslu á að erlendar skuldir Seðlabankans eru meiri en erlendar eignir hans, og því þurfi að fara afar gætilega við inngríp sem krefjast þess að gengið sé á gjaldeyrisforða bankans. Þannig er lykilatriði að bankinn geti keypt til baka þann gjaldeyri sem hann ver til inngrípa þegar krónan styrkist. Hvort sú verður raunin á enn eftir að koma í ljós, en fyrr verður ekki hægt að fullyrða neitt um að inngrípin hafi heppnast. Styrkingin síðustu daga gefur þó meira tilefni til bjartsýni en ella.

Hvað er framundan?

Þar sem ekkert er vitað um hversu langt fyrirtæki og sveitarfélög eru komin í gjaldeyrissöfnun vegna nálægra gjalddaga erlendra lána er erfitt að segja til um hvort styrkingin nú er tímabundin eða varanleg. Ekki er hægt að útiloka að krónan veikist aftur, en á árunum 2010-2012 veiktist gengið að meðaltali allt fram í mars-apríl og tók þá að styrkjast. Ef um varanlega styrkingu er að ræða er hún því snemma á ferðinni í ár.

Áætlaðar afborganir af erlendum lánum annarra en ríkissjóðs



Heimild: Fjármálastöðugleiki Seðlabankans

Við teljum þó víst að Seðlabankinn muni áfram grípa inn á svipuðu gengi og verið hefur, og því liggja eins konar botn undir gengi krónunnar einhverstaðar nærri 170 krónum á evruna, hvað sem annars kann að gerast. Það styrkir þá skoðun okkar að Seðlabankastjóri hafi í inngangsorðum sínum fyrir nefndarfundinn lagt áherslu á kaup bankans á andvirði tæplega 60 milljarða króna í gjaldeyri umfram sölu á árunum 2010 til 2012, sem bendir til þess að litið sé á þann stabba sem n.k. óskuldsettan forða – ekki síst þegar gripið var til þeirrar myndlíkingar að bankinn ætti nóg af „púðri“ í þessum uppsöfnuðu kaupum.

Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

| | | |
|--------------------------|-------------------------------------|----------|
| Ásdís Kristjánsdóttir | asdis.kristjansdottir@arionbanki.is | 444-6968 |
| 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 öfugt. Einnig skal bent á að árangur í fortíð er ekki örugg vísending 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