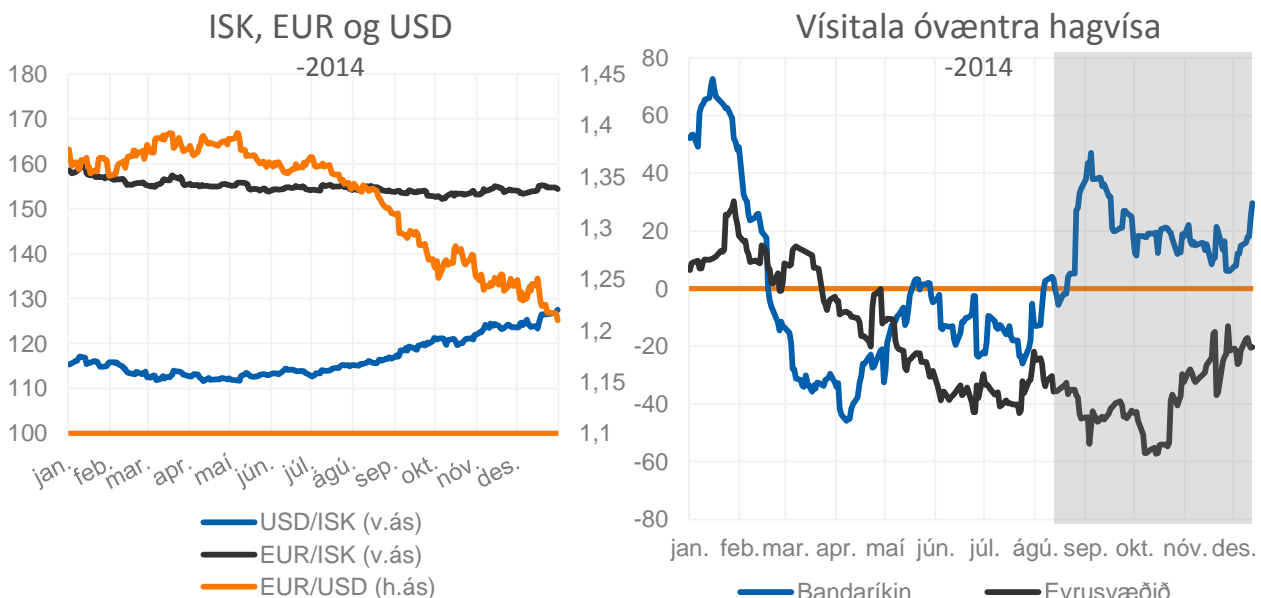


21. janúar 2015

Evran, dollarinn og olían

Eins og fram kom í [nýlegum markaðspunkti](#) Greiningardeildar hefur EURUSD krossinn verið á fleygiferð undanfarna mánuði. En hvers vegna tóku þessir gjaldmiðlar að hreyfast svo skarpt á seinni helmingi síðasta árs? Ástæðurnar geta verið ýmsar, en m.a. hafa hagvísar helstu Evrópulanda ítrekað valdið vonbrigðum seinustu mánuði á meðan hagtölur frá Bandaríkjunum hafa farið fram úr væntingum. Þetta má t.d. sjá í vísitölu óvæntra hagvísar sem Seðlabanki Íslands birtir. Þegar vísitalan er undir 0 eru hagvísar á tilteknu svæði að bregðast væntingum greiningaraðila, en þegar hún er yfir 0 eru hagvísarnir að fara fram úr væntingum.¹ Eins og sjá má á grafinu að neðan til hægri hófu hagvísar í Bandaríkjunum að koma jákvætt á óvart seinasta haust á meðan hagtölur evrusvæðisins ullu frekari vonbrigðum.



Heimildir: Bloomberg, Seðlabanki Íslands

Svipaða sögu er að segja af efnahagshorfum viðkomandi landa. Bandaríkin eru eina landið, fyrir utan Spán, með bætтар hagvaxtarhorfur frá seinasta hausti m.v. nýútgefna uppfærslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins ([World Economic Outlook Update](#)) þar sem hagvaxtarspá sjóðsins fyrir heiminn í heild var færð niður um 0,3 prósentustig í 3,5% fyrir árið 2015. Verri horfur koma aðallega til vegna versnandi efnahagsástands í stórum hagkerfum á borð við Kína (yfirvofandi aðgerðir stjórnvalda þar í landi vegna aukinnar skuldsetningar), Rússland (hrun olíuverðs og pólitísk átök), evrusvæðið (lágt fjárfestingarstig) og Japan (hækkun skatta og hægur vöxtur einkaneyslu). Skv. sjóðnum eru horfur því að jafnaði að versna þrátt fyrir jákvæð áhrif lækkunar olíuverðs á hagkerfi innflytjenda olíu, ekki síst nýmarkaðsríkja. Þá er sérstaklega nefnt að dreifni áhættuþátta gagnvart hagvexti í heiminum sé nú í meira jafnvægi vegna olíuverðslækkunar.

¹ Vísitalan segir ekki til um hvort hagvísarnir séu jákvæðir eða neikvæðir heldur einungis hvort þeir séu undir eða yfir væntingum.

Hagvöxtur

			Spá AGS		Breyting frá októberspá	
	2013	2014	2015	2016	2015	2016
Bandaríkin	2,2	2,4	3,6	3,3	0,5	0,3
Evrusvæðið	-0,5	0,8	1,2	1,4	-0,2	-0,3
Japan	1,6	0,1	0,6	0,8	-0,2	-0,1
Bretland	1,7	2,6	2,7	2,4	0	-0,1
Rússland	1,3	0,6	-3	-1	-3,5	-2,5
Kína	7,8	7,4	6,8	6,3	-0,3	-0,5
Indland	5	5,8	6,3	6,5	-0,1	0

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn

Aukin sundurleitni er með hagkerfum Bandaríkjanna annars vegar og evruríkjanna hins vegar, en væntingar standa til að meiri kraftur færist í einkaneyslu vestra, vegna bættra hagvaxtarhorfa og lægra olíuverðs, á meðan fjárfestingar á evrusvæðinu eru í lægð sökum slakra horfa til meðallangs tíma.

Fleira gæti útskýrt styrkingu dollars en nýlegar jákvæðar hagtölur. Seðlabanki Bandaríkjanna hóf t.a.m. að draga úr peningalegri örvun í formi skuldabréfauppkaupa á markaði á seinasta ári. Skuldabréfakaupum bankans, sem numu um \$4.500 milljörðum áður en yfir lauk, var þannig loks hætt í október eftir sex ára viðveru. Endalok slíkra verðbólguhvetjandi aðgerða (sem gjarnan eru nefndar „QE“ eða „quantitative easing“) ættu að öðru jöfnu að styrkja gjaldmiðilinn, en sú staðreynd að peningamálayfirvöld hafi loks hert peningalegt aðhald þykir góðs viti fyrir bandarískt hagkerfi m.a. vegna skilaboðanna sem í endalokum aðgerðanna eru fólgin – þ.e.a.s. að peningamálayfirvöld telji ekki lengur þörf á örvandi aðgerðum. Að vísu eru áhrif aðgerðanna mjög umdeild og munu þau eflaust verða efni í rannsóknarritgerðir hagfræðinga næstu áratugina.

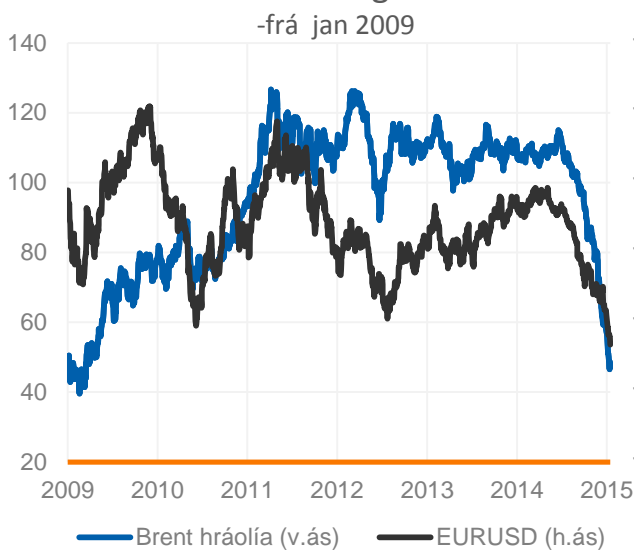
Á svipuðum tíma og seðlabanki Bandaríkjanna dró úr peningalegri örvun urðu raddir sífellt háværari um að evrópski seðlabankinn hygðist hefja svipaðar aðgerðir, þ.e. uppkaupt skuldabréfa á markaði til að koma í veg fyrir verðhjöðnun og efnahagslega stöðnun á evrusvæðinu. Þrátt fyrir mótmæli Þjóðverja veitti Evrópudómstóllinn nýverið evrópska seðlabankanum heimild fyrir aðgerðunum. Við það fengu áætlanirnar aukinn trúverðugleika sem leiddi m.a. til þess að mikill sölubrýstingur myndaðist á evru gagnvart svissneska frankanum. Eins og nú er kunnugt hvarf seðlabanki Sviss því frá fastgengisstefnu sinni, en svissneski frankinn hafði þá verið festur við evru á EURCHF genginu 1,2 í um þrjú ár. Við þær fréttir veiktist evran talsvert gagnvart frankanum og standa gjaldmiðlarnir nú nokkurn veginn á pari, eða á EURCHF genginu 1,00.

En hvernig tengjast bandaríkjadollar og hráolía?

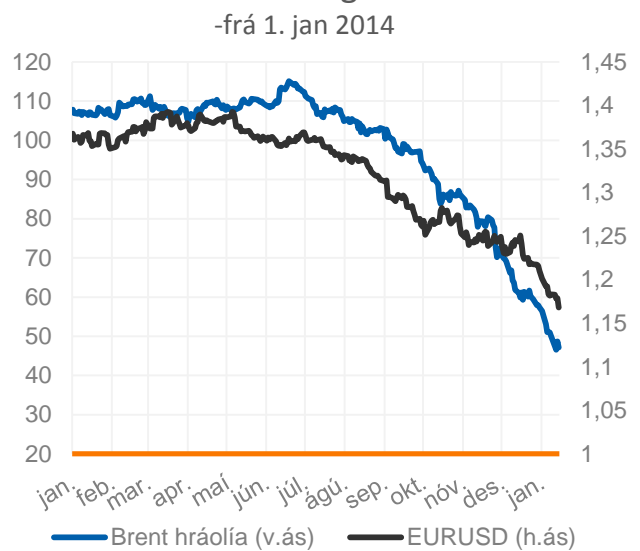
Um það leyti sem EURUSD gjaldmiðlakrossinn hóf sína nýlegustu lækkun tók hráolíuverð einnig skarpa dýfu. Hvort tveggja hefur verið í nánast samfelldum lækkunarfasa síðan þá. Er þetta tilviljun ein eða hvernig tengjast gjaldmiðlar hráolíuverði? Er olíuverð að lækka af því að dollarinn er að styrkjast eða er því öfugt farið? Er kannski hvort tveggja rétt?

Árið 2008, eftir að olíuverð hafði hækkað úr \$65 á tunnu í \$120 á 12 mánaða tímabili, og dollarinn fallið um 15% gagnvart evru á sama tíma, skrifaði hagfræðingurinn [Martin Feldstein](#) grein þar sem þessi tengsl voru rakin. Á þeim tíma var mikil eftirspurnaraukning eftir hráolíu frá nýmarkaðsríkjum og stórum hagkerfum á borð við Kína og Indlandi. Nú er eftirspurn aftur á móti að dragast saman á meðan framboð hefur nokkuð óvænt aukist á sama tíma.

Brent hráolía og EURUSD



Brent hráolía og EURUSD



Heimild: Bloomberg

Í grein Feldstein kom fram að þar sem markaðurinn fyrir hráolíu væri heimsmarkaður endurspeglaði hann alla eftirspurn eftir og allt framboð á hráolíu í heiminum. Gjaldmiðillinn sem viðskiptin fara fram í ætti því ekki að geta haft langtímaáhrif á verð hráolíu þar sem einungis væri um nafnáhrif að ræða. Ef verð hráolíu yrði skyndilega tiltekið í evrum í stað dollars myndi það aðeins endurspeglast í hlutfallslegu virði evrunnar gagnvart dollar, sem veltur á óteljandi þáttum fyrir utan hráolíumarkað.

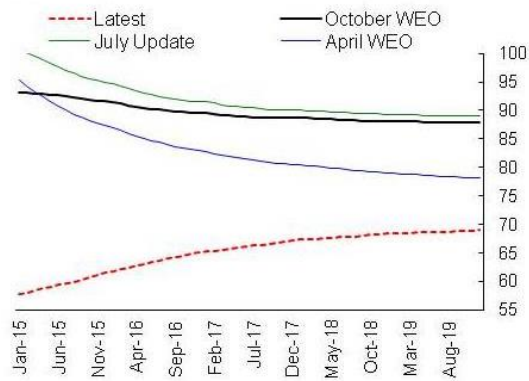
[Shryder og Peersman](#) við Ghent háskóla í Belgíu voru ekki sannfærð og framkvæmdu nákvæma greiningu á tengslum bandaríkjadollars við eftirspurn eftir hráolíu árið 2012. Þau komust að þeirri niðurstöðu að ekki væri einungis um nafnáhrif að ræða - þvert á móti. Þau fundu út að breytingar á raungengi dollars hefði sterk áhrif á eftirspurn eftir olíu í löndum sem flytja inn olíu, en nota dollar ekki sem viðskiptamynt. Raunar höfðu sveiflur í gengi dollars meiri skammtímaáhrif á eftirspurn eftir olíu heldur en sveiflur í olíuverði! Skv. niðurstöðum þeirra mætti því gera ráð fyrir að þegar dollarinn styrktist myndi eftirspurn eftir olíu minnka í þeim löndum sem flytja inn olíu, en notast ekki við dollar, en aukast þegar dollarinn veiktist. Þetta væri einfaldlega vegna þess að þegar dollar styrktist væri olía dýrari fyrir þau lönd sem ekki notast við dollar og þ.a.l. minnkaði eftirspurnin. Þegar eftirspurn dregst saman, en framleiðslustig helst hátt, eða jafnvel hækkar eins og verið hefur raunin að undanfögnu, er viðbúið að olíuverð lækki í kjölfarið.

Fleira kemur til í sambandi bandaríkjadollars við olíuverð. Þegar eftirspurn eftir olíu minnkar og verð hennar lækkar hefur það jákvæð raunáhrif á hagvöxt og viðskiptajöfnuð þeirra landa sem eru nettó innflytjendur hráolíu. Þó að olíuinnflutningur hafi farið minnkandi vestra undanfarin ár flytja Bandaríkjamenn enn inn milljónir tunna af hráolíu á hverju ári. Raunáhrifin af lækkandi olíuverði eru því til þess fallin að styrkja hagkerfið og þ.a.l. gjaldmiðilinn enn frekar.

Skv. nýlegri grein eftir [Rabah Arezki og Olivier Blanchard](#), sem birtist á vef Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, mun lækkun olíuverðs hafa jákvæð áhrif á hagvöxt í heiminum sem nemur um 0,3-0,7% á þessu ári, m.v. ef hráolíuverð hefði ekki lækkað, þó að hagvaxtarhorfur í heiminum hafi engu að síður færst til verri vegar. Hvert ætli hráolíuverð fari héðan? Að sjálfsögðu eru margir óvissuþættir sem taka þarf tillit til og þróun bæði framboðs og eftirspurnar eftir hráolíu næstu misseri munu ráða verðþróuninni. Þessi mikla óvissa endurspeglast í fólginni dreifni verðs framvirkra samninga með hráolíu, eins og sést hægra megin á myndinni hér að neðan. M.v. verð framvirkra samninga með hráolíu um áramótin voru taldar 95% líkur á að verð hráolíu yrði á hinu breiða bili \$38 til \$115 á tunnu árið 2019.²

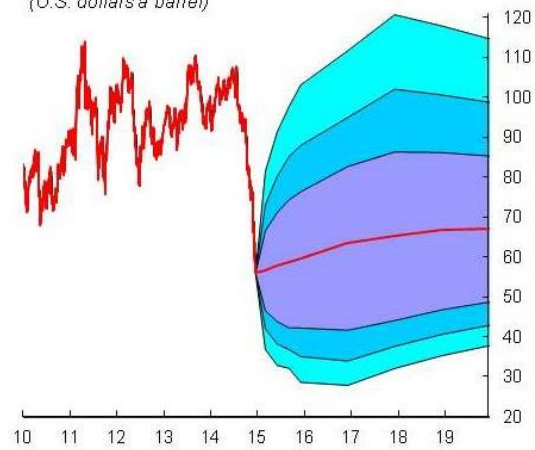
² 68% öryggisbil fyrir verðið árið 2019 er frá \$48-\$85 á tunnu af hráolíu. 95% öryggisbilið er frá \$38-\$115 á tunnu af hráolíu.

WTI Futures Curves, 2014
(\$ per barrel)



Source: Bloomberg, L.P.; and staff calculations.

WTI Crude Oil
(U.S. dollars a barrel)



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn

Framvirkir samningar með hráolíu gefa til kynna að mikilla hækkana olíuverðs sé ekki að vænta á næstu mánuðum þó ekki þurfi nema eina ákvörðun frá OPEC ríkjunum til að gjörbreyta þeirri mynd. Skv. niðurstöðum Shryder og Peersman má áætla að eftirspurn dragist enn frekar saman eftir því sem dollarinn styrkist frekar. Verði það raunin mun einhver aðlögun þurfa að eiga sér stað á framboðshliðinni, hvort sem það verður af fúsum og frjálsum vilja eða ekki, en það er aðlögunarferli sem gæti tekið einhvern tíma. Líkur eru því á að nettó innflytjendur olíu, s.s. Bandaríkin, muni halda áfram að njóta góðs af lágu olíuverði í náinni framtíð í formi hærri ráðstöfunartekna heimila, lægri framleiðslukostnaðar og bættra viðskiptakjara.

Greiningardeild Arion banka

Anna Hrefna Ingimundardóttir
anna.ingimundardottir@arionbanki.is

Hrafn Steinarsson
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

Forstöðumaður

Regína Bjarnadóttir
regina.bjarnadottir@arionbanki.is
444-6969

[Hér má finna fyrirvara](#)