

Krónan sterk en óstöðug

Gengi krónunnar mun áfram einkennast af sveiflum næstu misseri en samt sem áður haldast nokkuð sterkt. Greiningardeild gerir þó ráð fyrir því að krónan taki dýfu um miðbik 2008 við upphaf vaxtalækkunarferils Seðlabankans. Krónan mun þó rétta sig við aftur vegna hás vaxtamunar við útlönd enda verður svigrúm til vaxtalækkana takmarkað.

Krónan sveiflast kringum 116 stig næstu mánuði

Greiningardeild gerir ráð fyrir að gengi krónunnar verði fremur sterkt út árið og að gengisvísitalan sveiflist í kringum 116 stig. Mesta óvissan lýtur að framgangi alþjóðlegra vaxtamunaviðskipta (e. carry trade) og má fastlega gera ráð fyrir áframhaldandi sveiflum.

Vaxtamunur við útlönd helst áfram hár

Vaxtamunur við útlönd mun áfram verða umtalsverður en dragast eilítið saman samkvæmt spá Greiningardeildar, eða úr 9% í 6% árið 2009 (m.v. tveggja ára vaxtamun). Um mitt ár 2008 mun gengi krónunnar taka að veikjast en þá verða merki um kólnun hagkerfisins farin að koma fram og vaxtalækkunarferli Seðlabankans hefst.

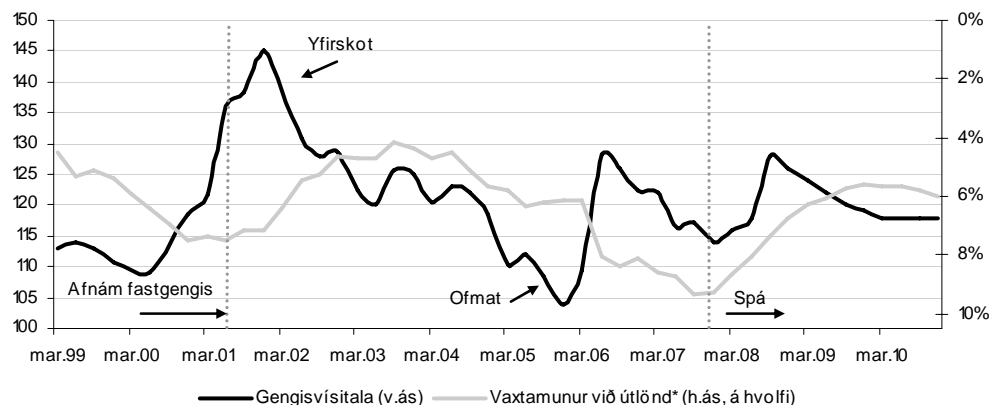
Krónan áfram ofmetin

Krónan gæti talist ofmetin í augnablikinu í ljósi þess að raungengi krónunnar er u.þ.b. 10-15% yfir 10 ára meðaltali sínu. Hins vegar má búast við að raungengið verði áfram bæði hærra og sveiflukenndara í kjölfarið þess að krónan fór á flot 2001 og erlendir spákaupmenn komu inn á gjaldeyrismarkaðinn árið 2004.

Gengissveiflur komnar til að vera

Vegna viðvarandi hás vaxtamunar við útlönd mun krónan áfram flokkast sem hávaxtamynt. Hár viðskiptahalli mun gera það að verkum að krónan verður berskjaldaðri en aðrar myntir gagnvart neikvæðri framvindu á alþjóðamörkuðum.

Gengisspá Greiningardeildar



Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Seðlabanki Íslands, EcoWin

Þórhallur Ásbjörnsson
thorhallur.asbjornsson@kaupthing.com
 Sími 444 6967

Þorbjörn Atli Sveinsson
thorbjorn.sveinsson@kaupthing.com
 Sími 444 6964

Ábyrgðarmaður:

Ásgeir Jónsson
asgeir.jonsson@kaupthing.com
 Sími 444 6957

Þrjár leiðir til að spá fyrir um krónuna

Hægt er að spá fyrir um gengi krónunnar eftir þremur leiðum:

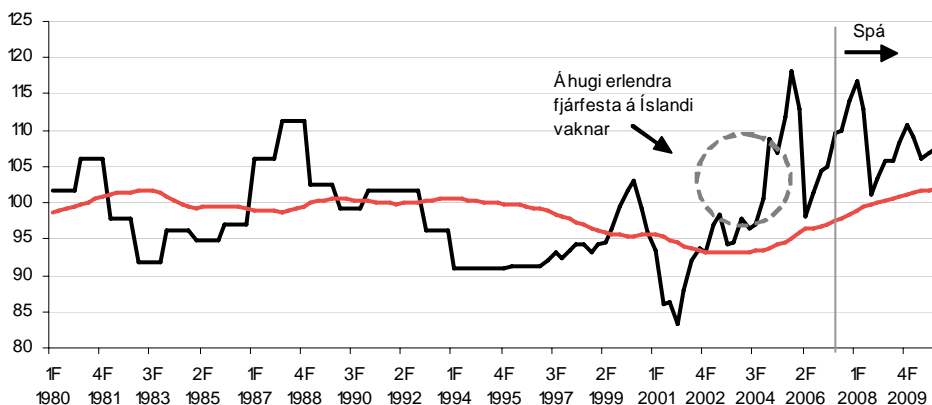
1. Með því að verðleggja krónuna með hliðsjón af verðlagi hérlendis og samkeppnisstöðu íslenskra fyrirtækja gagnvart erlendum aðilum – það er gert með svokölluðu raungengi. Raungengisspár miðast yfirleitt við lengri tíma eða 1-5 ár.
2. Með því að verðleggja krónuna með hliðsjón af íslenskum vöxtum og hagkvæmni þess að taka lán í íslenskum krónum eða fjárfesta í íslenskum eignum – það er gert með því að miða við svokallaðan vaxtamun við útlönd. Vaxtamunarspár miða yfirleitt við 1-3 ár.
3. Með því að verðleggja krónuna með hliðsjón af gengisþróun annarra hávaxtamýnta og gengi vaxtamunarviðskipta í heiminum – það er gert með ýmsum viðmiðunum um áhættufælni og aðstæður í alþjóðlegri fjármögnun. Slíkar spár miðast við 0-1 ár.

Langtímaverðalagning krónunnar

Krónan er nú um 10-15% of hátt verðlögð ef miðað er við meðal raungengi síðustu 10 ára. Þetta þýðir að bæði laun og verðlag á Íslandi hafa hækkað töluvert umfram það sem þekkist í helstu samkeppnislöndum. Hins vegar má velta fyrir sér hve mikla þýðingu það hefur að bera núverandi gengi krónunnar við sögulegt meðaltal. Ljóst er að töluverðar kerfisbreytingar áttu sér stað síðla árs 2004 við innreið erlendra spákaupmanna á íslenskan gjaldeyrismarkað. Frá þeim tíma hefur raungengið bæði hækkað og orðið sveiflukenndara. Í raun má segja að krónan hafi aftengst íslenska hagkerfinu þegar hún fór í flot sem reyndar er velþekkt meðal annarra landa sem hafa farið sömu leið.

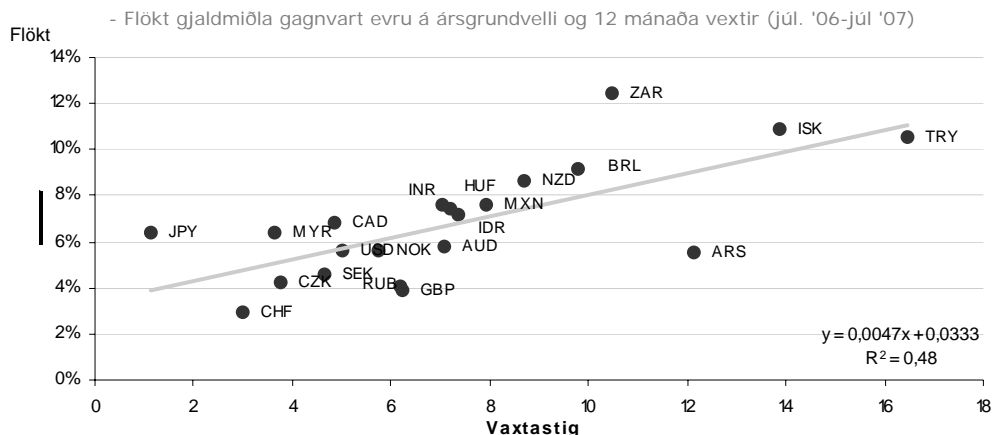
Þannig má segja að gengi krónunnar hafi orðið næmara fyrir vaxtamun við útlönd og framvindu alþjóðamarkaða en ónæmara fyrir stöðu utanríkisviðskipta við hagfelld skilyrði á alþjóðamörkuðum. Þegar harðnar í ári kvikna hinsvegar áhyggjur af lökum undirstöðupáttum s.s. viðskiptahalla sem skilar sér í vaxandi sveiflum á raungengi krónunnar. Ennfremur, ef hagvöxtur heldur áfram að verða hraðari en þekkist í helstu nágrannalöndum og mikill vaxtamunur við útlönd verður viðvarandi er líklegt að krónan verði áfram ofmetin miðað við sögulegt raungengi.

Raungengi krónu og 10 ára hlaupandi meðaltal



Greiningardeild spáir því að mikill vaxtamunur við útlönd muni áfram styðja við gengi krónunnar út spátímabilið í samræmi við spá um áframhaldandi efnahagsumsvif og takmarkað svigrúm Seðlabankans til vaxtalækkana. Greiningardeild spáir fremur skammvinnu og grunnu vaxtalækkunarferli frá maí 2008 fram á árið 2009. Flest bendir því til að vextir á Íslandi næstu árin verði með því hæsta sem þekkt meðal þróaðra ríkja – sem mun áfram hvetja til stöðutöku með krónunni. Mikill vaxtamunur leysir krónuna þó ekki undan gengissveiflum því vel þekkt staðreynd er að óstöðugleiki og vaxtamunur fylgjast að.

Gengissveiflur og vaxtastig

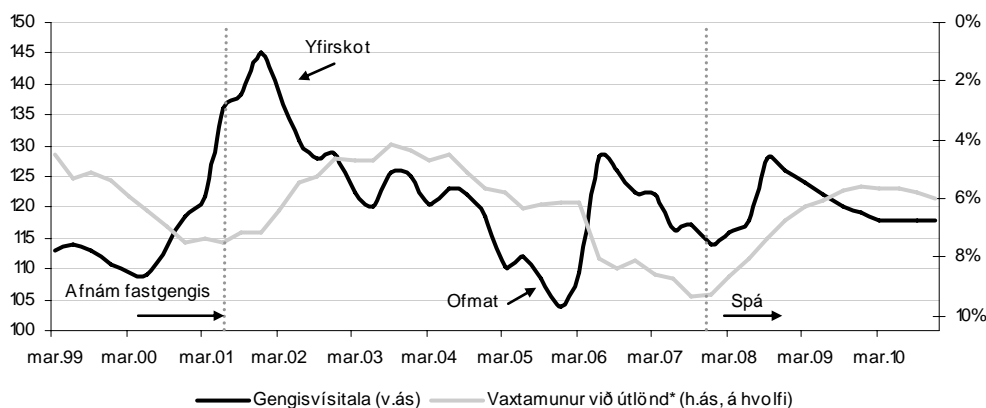


Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Bloomberg, EcoWin

Þeir gjaldmiðlar í heiminum sem bera hæsta vexti eru þeir sem sveiflast einnig mest eins og myndin að ofan sýnir. Ástæðan liggur að stórum hluta í hegðun fjárfesta sem keyra upp verðmæti gjaldmiðlanna í góðæri en selja þá jafnharðan niður í hallæri. Auk hárra vaxta mun hár viðskiptahalli gera það að verkum að krónan verður líklegri en aðrar myntir til að gefa eftir þegar harðnar á dalnum. Það er m.a. af þeim sökum sem Greiningardeild gerir ráð fyrir annarri dýfu á gjaldeyrismarkaði á árinu 2008 – í þann mund sem vaxtalækkunarferlið er að fara hefjast og væntingar standa til minnkandi vaxtamunar.

Vaxtamunur og gengi krónunnar

- tveggja ára vaxtamunur gagnvart meðalvöxtum EUR, USD og JPY

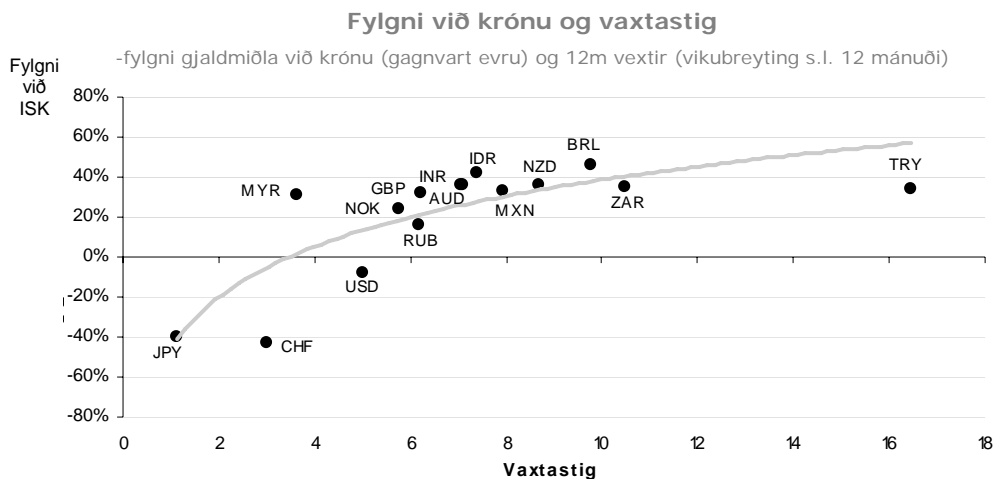


Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Seðlabanki Íslands, EcoWin

Í sjálfu sér er erfitt að tímasetja þessa lækkan – sem að öllum líkindum mun verða hrint af stað vegna áfalla á alþjóðafjármálamörkuðum eða einhverra atburða hérlandis. Hins vegar er það spá Greiningardeildar að vaxtamunurinn muni vinna með krónunni sem mun því styrkjast um miðju vaxtalækkunarferlisins. Vaxtamunur við útlönd verður áfram umtalsverður þótt hann muni dragast nokkuð saman samkvæmt spá Greiningardeildar, eða úr 9% árið 2008 í 6% árið 2009 (m.v. tveggja ára vaxtamun).

Krónan og aðrar hávaxtamyntir: Erfiðari tímar framundan?

Íslenska krónan hefur umtalsverða jákvæða fylgni við aðrar svokallaðar hávaxtamyntir en neikvæða fylgni við lágvaxtamyntir eins og myndin að neðan sýnir. Hávaxtamyntir hegða sér að mörgu leyti eins og hlutabréf; þær styrkjast á tímum bjartsýni fjárfesta og þegar hlutabréfamarkaðir stíga upp á við. Þegar áhættufælni eykst hinsvegar – eins og raunin varð í undirmálslánakrisunni í ágúst síðastliðnum - tekur við söluhrina á þessum mörkuðum með tilheyrandi verðlækkunum.



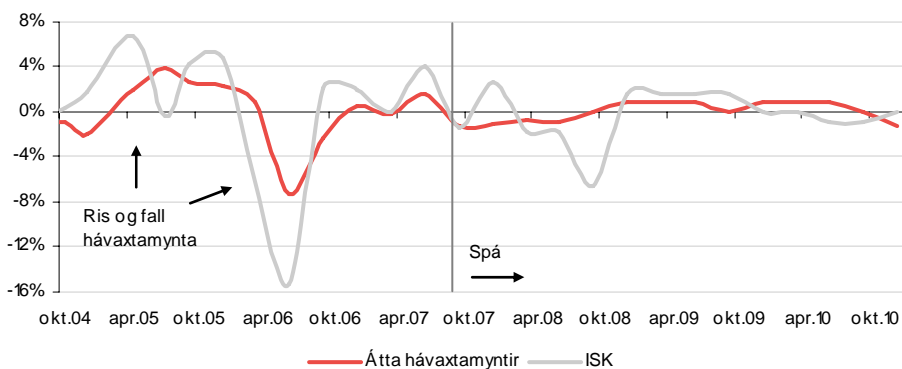
Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Bloomberg, EcoWin

Búist við veikingu hávaxtamynta

Hávaxtamyntir munu að meðaltali veikjast nokkuð á næstunni miðað við meðaltalsspá greiningaraðila (heimild: Bloomberg). Mestri veikingu er spáð fyrir þær myntir sem bera hæstu vextina, þ.e. gjaldmiðla Brasilíu, Tyrklands og Suður-Afríku – eða sem nemur 5-7% veikingu gagnvart evru á fyrri hluta næsta árs. Til samanburðar miðar spá Greiningardeildar ráð fyrir u.þ.b. 10% veikingu krónu gagnvart evru á sama tímabili (heimild: Cairns o.fl. mars 2007).

Gengi krónunnar og meðaltal átta hávaxtamynta

-breyting gagnvart evru milli ársfjórðunga



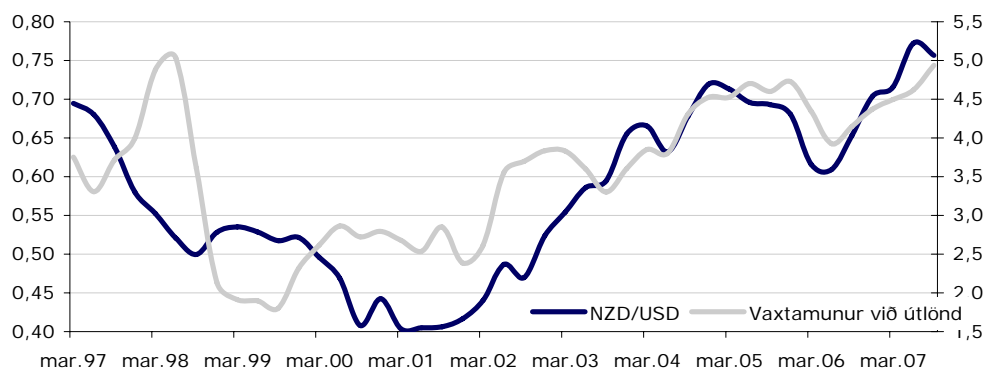
Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Seðlabanki Íslands, Ecowin

Rammagrein - Gefur vaxtamunur vísbendingu um gengisþróun?

Vaxtamunur við útlönd er ein þeirra vísbendinga sem Greiningardeild hefur helst notað til að skýra gengi krónunnar. Vaxtamunur milli landa ætti að einhverju leyti að endurspegla væntingar um gengislækkun gjaldmiðils sem ber hærri vexti gagnvart þeim sem ber lægri vexti. Áhugavert er að skoða hvort þessi nálgun hafi skýringargildi fyrir aðrar myntir sem krónan er gjarnan borin saman við. Gjaldmiðlar Nýja-Sjálands, Ástralíu og Noregs hafa umtalsverða fylgni við krónunna og hafa a.m.k. á einhverjum tímum flokkast sem hávaxtamyntir. Myndirnar hér að neðan sýna glögglega að gengisþróun þessara gjaldmiðla hefur haldist í hendur við vaxtamunur við önnur ríki (í öllum tilvikum er um að ræða tveggja ára nafnvaxtamunur af vegnu meðaltali evru, dollars og jens).

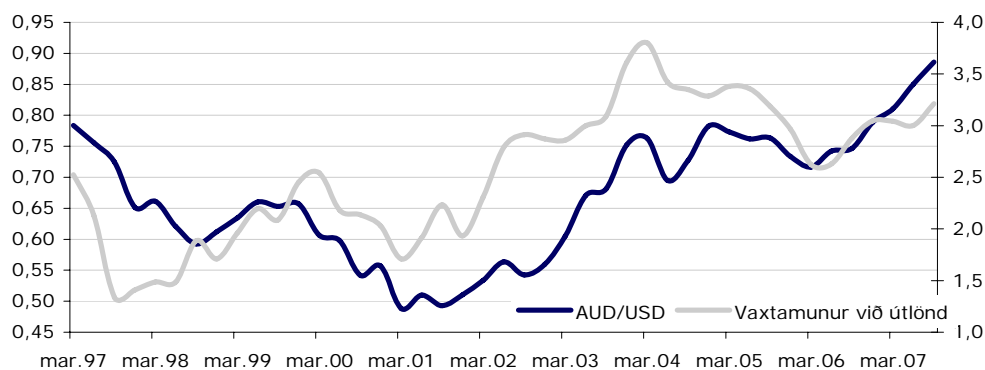
Nýja Sjáland

-Vaxtamunur við útlönd og gengi gagnvart dollar



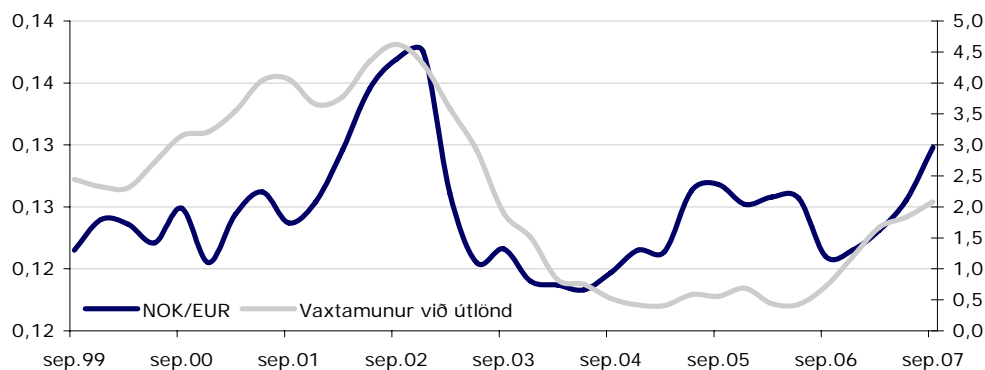
Ástralía

-Vaxtamunur við útlönd og gengi gagnvart dollar



Noregur

-Vaxtamunur við útlönd og gengi gagnvart evru



Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Seðlabanki Íslands, EcoWin

Vaxtamunarviðskipti komin til að vera – lakari skammtímahorfur

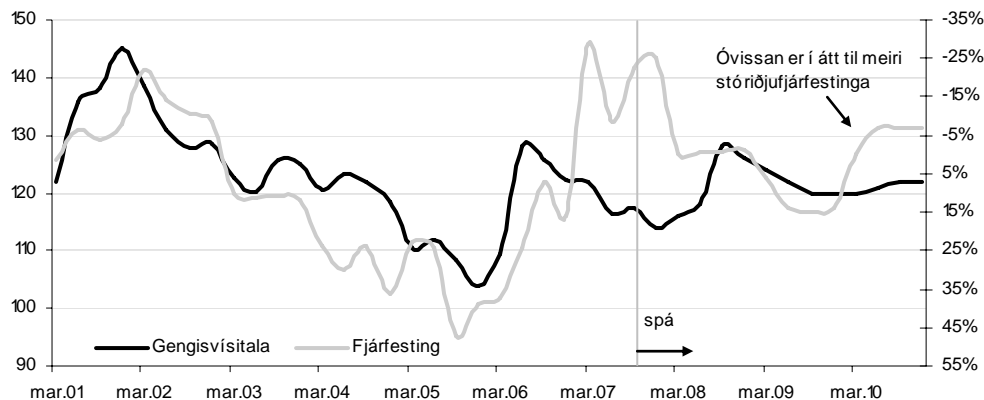
Að mati Greiningardeildar skyldi ekki búast við meiriháttar kollsteypu í vaxtamunarviðskiptum á meðan hagvöxtur í heiminum er ríflegur og stoðir alþjóðlegs fjármálakerfis eru traustar. Það gefur tilefni til a.m.k. hóflegar bjartsýni að enn er spáð tiltölulega miklum hagvexti í heiminum og að miðað við verðkennitölur er verðlagning hlutabréfa í heiminum almennt tiltölulega sanngjörn í sögulegu samhengi. Eftirköst undirmáslánakrísunnar eiga þó eftir að koma í ljós að fullu og má því búast við sveiflum á hlutabréfa- og gjaldeyrismörkuðum enn um sinn.

Fjárfesting styður krónu en viðskiptahallinn ekki

Um þessar mundir dregur hratt úr fjárfestingu en engu að síður er útlit fyrir að umfangsmiklar fjárfestingar muni áfram styðja við gengi krónunnar. Á það ekki síst við um fjárfestingar í stóriðju, atvinnuhúsnæði og opinberum framkvæmdum. Raunar virðist óvissa um fjárfestingar á næstu árum hníga frekar í átt að meiri fjárfestingum en minni. Ef t.d. hægir á hagkerfinu er sennilegt að opinberar framkvæmdir fái hraðari framvindu en ella. Ennfremur er möguleiki að ráðist verði í fleiri stóriðjuframkvæmdir en gert er ráð fyrir í spá Greiningardeildar.

Vöxtur fjárfestingar og gengi krónunnar

-vöxtur fjárfestingar milli ára

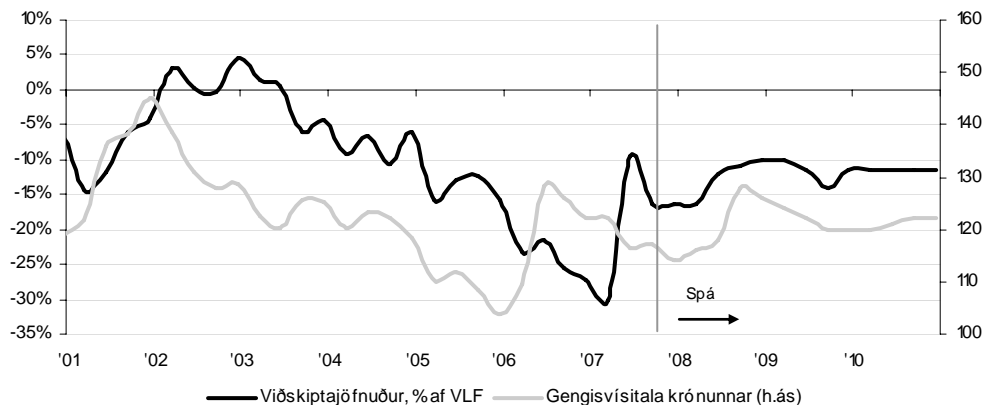


Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

Viðskiptahalli verður hinsvegar áfram hár í alþjóðlegum samanburði sem mun gera krónuna viðkvæmari gagnvart áföllum – jafnvel þótt hallinn verði að hluta fjárfestingadrifinn en sá hluti hallans telst í raun sjálfbær.

Viðskiptahalli og gengi krónunnar

-viðskiptahalli sem % af VLF

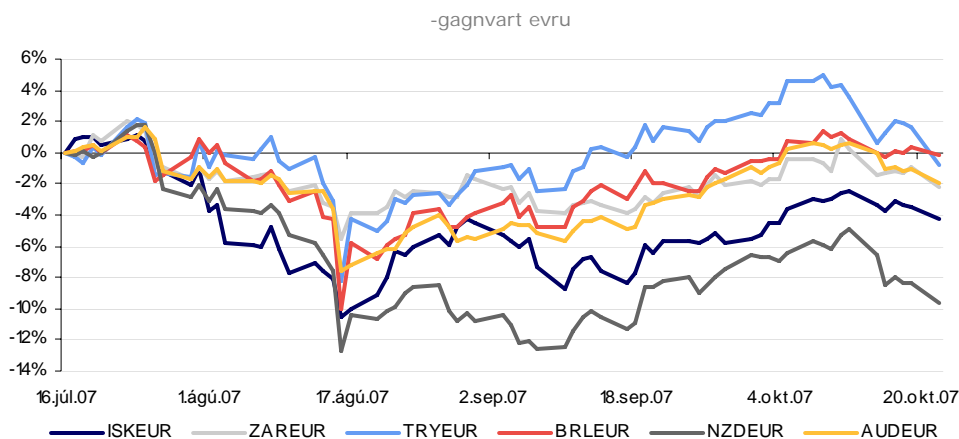


Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands

Pegar áhættufælni eykst reynir á undirstöðurnar

Gengi krónunnar hefur á köflum þróast á veg sem ekki er hægt að útskyra með hefðbundnum vísbendingum s.s. raungengi, vaxtamun eða viðskiptajöfnuði. Gengisfall krónunnar í ágústmánuði, í svokallaðri undirmálslánakrisu á alþjóðamörkuðum, minnti hressilega á að gengi krónunnar er farið að ráðast af alþjóðlegum þáttum í síauknum mæli. Athygli vakti að gengi krónunnar hagaði sér að mörgu leyti eins og aðrar hávaxtamyntir – þ.e. að veikjast gagnvart öðrum helstu gjaldmiðlum eins og myndin að neðan sýnir.

Veiking hávaxtamynta frá 15. júlí 2007



Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, EcoWin

Hávaxtamyntir með háttalag hlutabréfa

Hávaxtamyntir haga sér eins og hlutabréf að því leyti að þær styrkjast á tímum bjartsýni fjárfesta og þegar hlutabréfamarkaðir stíga upp á við. Þegar áhættufælni eykst hinsvegar tekur við söluhrina á þessum mörkuðum með tilheyrandi verðlækkunum. Á myndinni að neðan sést viðbragð heimhlutabréfavísitalu MSCI og meðalgengis tíu hávaxtamynta gagnvart evru við aukinni áhættufælni. Mælikvarðinn á áhættufælni fjárfesta á alþjóðamörkuðum sem hér er notaður er VIX vísitalan sem gefur vísbendingu um vænt flókt í S&P500 hlutabréfavísitalunni.

Áhættufælni, hlutabréf og hávaxtamyntir



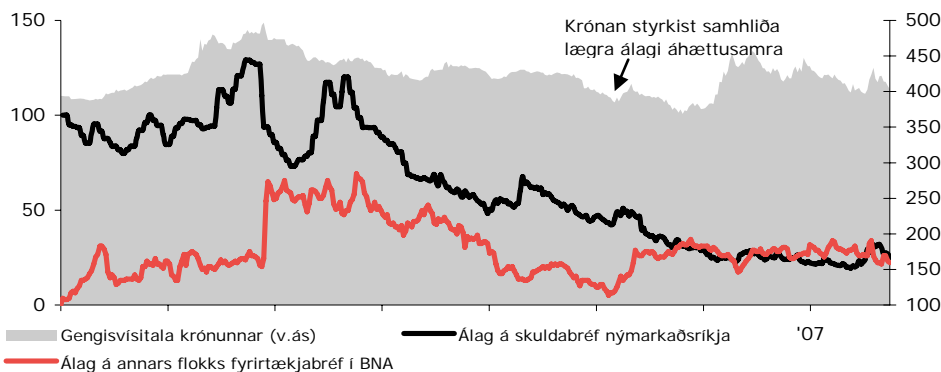
Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Bloomberg, EcoWin

Hér sést t.d. að hlutabréf og hávaxtamyntir urðu sérstaklega fyrir barðinu á áhættufælni í undirmálslánakrisunni í ágúst sl. og í júní 2006 – skömmu eftir fall krónunnar.

Rammagrein - Áhættusækni fleytti krónunni í 100 stig

Styrkingu krónunnar árið 2004-2005 má að hluta til skýra með aukinni áhættusækni fjárfesta í heiminum. Aukinni áhættusækni á þessum tíma má t.d. lýsa með lækkun álags á annars flokks fyrirtækjaskuldabréf í Bandaríkjunum og skuldabréf nýmarkaðsríkja. Hækkunarir á helstu mörkuðum, s.s. hráefnis- og hlutabréfamörkuðum, juku arðsemi hjá þeim sem fjárfestu á þessum mörkuðum og hvöttu þannig til enn frekari sóknar í áhættusamar eignir.

Álag áhættumeiri skuldabréfa og gengi krónunnar

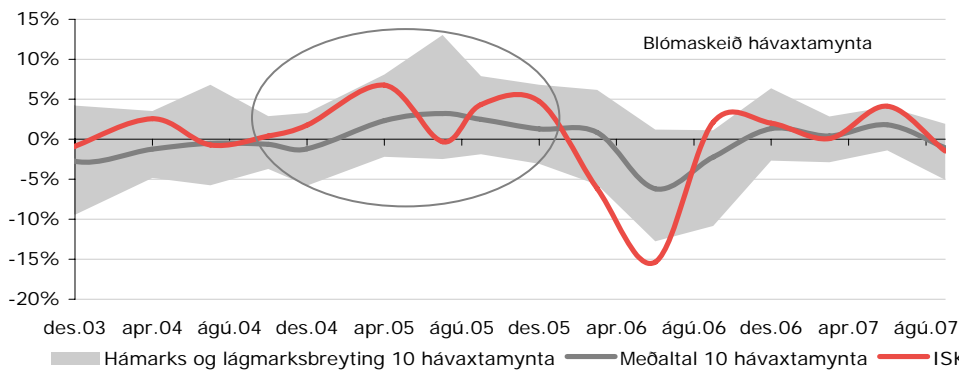


Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Seðlabanki Íslands, Bloomberg, EcoWin

Aukin áhættusækni endurspegladist meðal annars í blómstrandi vaxtamunarviðskiptum með tilheyrandi styrkingu hávaxtagjaldmiðla. Auk þess kom sígandi áhættufærni fram í hækkandi verði á ýmsum öðrum áhættusömum eignum s.s. á hlutabréfamörkuðum – ekki síst í hagkerfum svokallaðra hávaxtamunna.

Gengi krónu og meðalgengi 10 hávaxtamunna gagnvart EUR

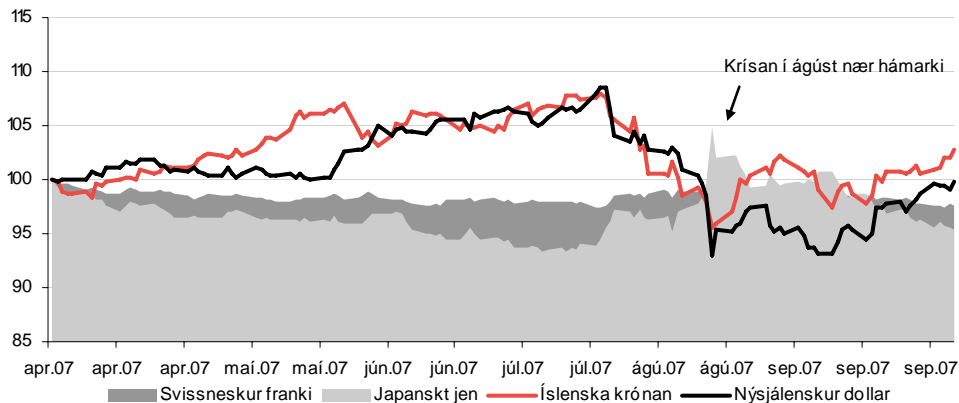
-breyting milli ársfjórðunga. Skyggt svæði sýnir hámarks og lágmarksbreytingu í úrtakinu



Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Seðlabanki Íslands, EcoWin

Síðastliðinn ágústmánuður er dæmi um tímabil þar sem áhættufælni fjárfesta jókst. Ekki voru það einungis hávaxtamyntir sem lækkuðu í verði heldur styrktust lágvaxtamyntirnar japanska jenið og svissneski frankinn töluvert. Þetta skýrist af því að menn drógu úr stöðum sínum í hávaxtamyntum og leituðu í áhættuminni fjárfestingar. Gengi krónunnar veiktist því um 25% gagnvart jeni á einum mánuði en aðeins um 12% gagnvart evru. Framvinda af þessu tagi kemur því einna verst við þá sem stunda svokölluð vaxtamunarviðskipti, en þar skuldsetja fjárfestar sig í lágvaxtamynt til að ávaxta í hávaxtamynt.

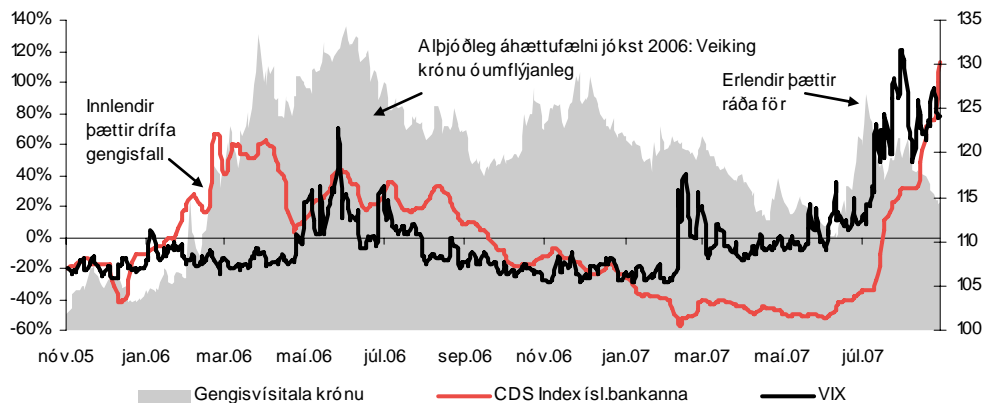
Hávaxta- og lágvaxtamyntir í undirmálslánakrísunni



Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Seðlabanki Íslands, EcoWin

Undirmálslánakrisan í ágúst var ólík bankafárinu svokallaða árið 2006 að því leyti að þar var gengisveiking krónunnar drifin áfram af innlendum þáttum. Alþjóðleg áhættufælni fór hinsvegar á kreik skömmu eftir fall krónunnar. Jafnvel þótt að ekki hefði komið til bankafársins árið 2006 er því líklegt að krónan hefði tekið á sig skell (sjá rammagrein).

Áhættufælni og gengi krónunnar



Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Seðlabanki Íslands, Bloomberg, EcoWin

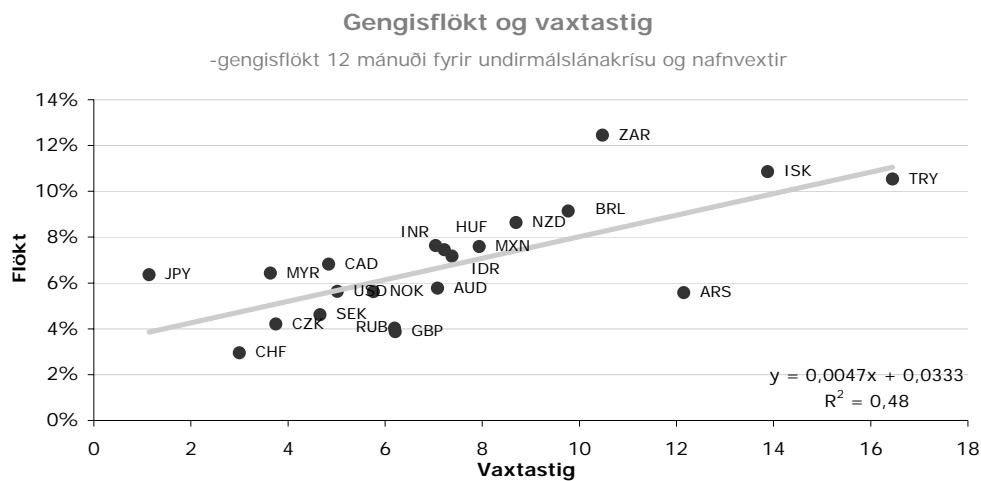
Rammagrein - Bankafárið 2006: Athygli beinist að undirstöðum gjaldmiðla

Styrking krónunnar árið 2005 hlýtur að teljast talsvert umfram það sem t.d. má skýra með væntingum um vaxtamun við útlönd. Á sama tíma fór viðskiptahalli gríðarlega hratt vaxandi sem hlaut að teljast vísbending um ofmat á krónunni.

Hinsvegar komu áhrif þessara vísbendinga ekki strax fram. Snemma árs 2006 gerðist það hinsvegar að umræða um ytri jöfnuð hagkerfa fór af stað meðal alþjóðlegra fjárfesta á sama tíma og áhyggjur vöknudu um fjármögnun íslensku bankanna. Afleiðingin varð snörp gengisveiking íslensku krónunnar og nýsjálenska dollarans enda viðskiptahalli í hagkerfum landanna mikill. Raunar féllu flestar hávaxtamyntir töluvert í verði á vormánuðum 2006 samhliða aukinni áhættufælni á alþjóðamörkuðum sem t.a.m. mátti lesa úr VIX vísitölunni. Hefði bankafárið ekki orðið að veruleika er því hætt við að krónan hefði samt sem áður tekið einhvern skell á árinu 2006.

Krónan er berskjölduð gagnvart áhættufælni

Möguleg aukning í áhættufælni á alþjóðamörkuðum mun bitna einna harðast á íslensku krónunni eins og sakir standa. Ástæðan er í fyrsta lagi einfaldlega sú að krónan er hávaxtamynt en vaxtastig hefur ákaflega skýra fylgni við gjaldehyrisflökt. Á tólf mánaða tímabili á undan undirmáslánakrisunni hafði einungis suður-afríska randið flökt meira gagnvart evru heldur en íslenska krónan í úrtaki 22 mynta sem hér er notast við.

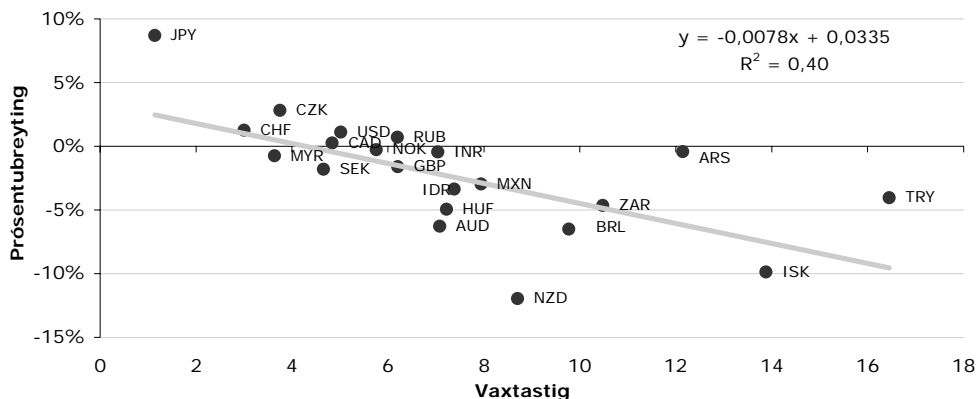


Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Bloomberg, EcoWin

Þar sem hávaxtamyntir flökta meira en aðrar myntir ætti ekki að koma á óvart að þær hafi orðið harðast úti þegar áhættufælni jókst í undirmáslánakrisunni í ágúst síðastliðnum, eins og myndin að neðan sýnir.

Gengisbreyting í undirmáslánakrísu og vaxtastig

- gengisbreyting gagnvart evru 17. júlí til 18. ágúst ásamt nafnvöxtum

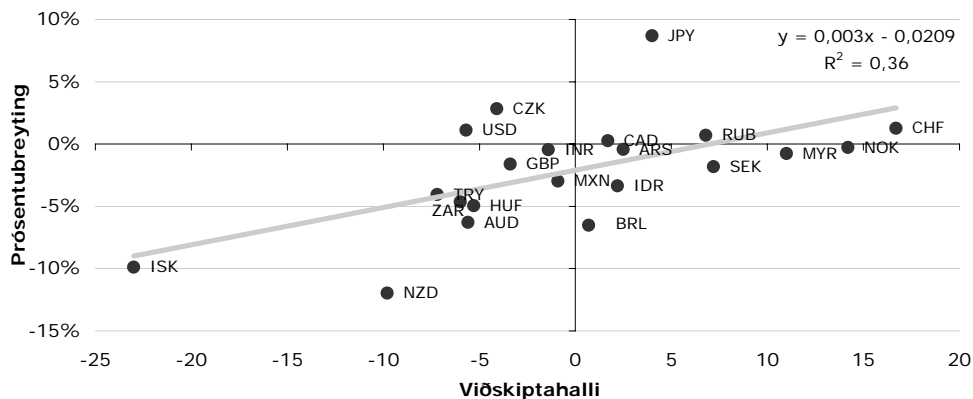


Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Bloomberg, EcoWin

Í nýlegri skýrslu frá Alþjóða greiðslubankanum¹ (BIS) er einmitt komist að þeirri niðurstöðu að skammtíamvaxtastig ráði mestu um viðbragð Kyrrahafsgjaldmiðla við aukna áhættufælni. Möguleg ástæða fyrir þessu sambandi liggur í viðbrögðum fjárfesta, sem spila á vaxtamun milli landa, þegar áhættufælni eykst. Eins og bent var á hér að ofan eiga slíkir fjárfestar fótum sínum fjör að launa á tímum áhættufælni vegna þess að hávaxtamýntir veikjast þá meira gagnvart lágvaxtamýntum en öðrum gjaldmiðlum. Væntingar meðal fjárfesta um slíka þróun ýkja því sveifluna enn frekar. Önnur helsta niðurstaða fyrrnefndrar skýrslu er að viðskiptajöfnuður hafi umtalsverð áhrif á næmni mynta gagnvart áhættufælni. Þannig eru lönd með mikinn viðskiptahalla, eins og t.d. Ísland, meira berskjölduð gagnvart áhættufælni en önnur. Vegna lítills eða jákvæðs viðskiptahalla í Indónesíu, Mexíkó og Indlandi reyndust áhrif óróa á mörkuðum hinsvegar minni þrátt fyrir hátt vaxtastig. Þetta er í samræmi við niðurstöður Greiningardeildar um þróun 22 gjaldmiðla í undirmáslánakrísunni í ágúst síðastliðnum. Gjaldmiðlar landa sem hafa mestan viðskiptahalla eru einmitt þeir gjaldmiðlar sem harðast urðu úti, einkum þó íslenska krónan og nýsjálenski dollarinn með um 10-12% gengisveikingu gagnvart evru á mánaðar tímabili. Einnig er athyglisvert að á svipuðum tíma og krísan gekk yfir voru stærstu gjalddagar krónu- og kiwibréfa – sem mögulega olli verri útkomu en ella fyrir þessa gjaldmiðla.

Gengisbreyting í undirmáslánakrísu og viðskiptajöfnuður

- gengisbreyting gagnvart evru 17. júlí til 17. ágúst ásamt viðskiptahalla



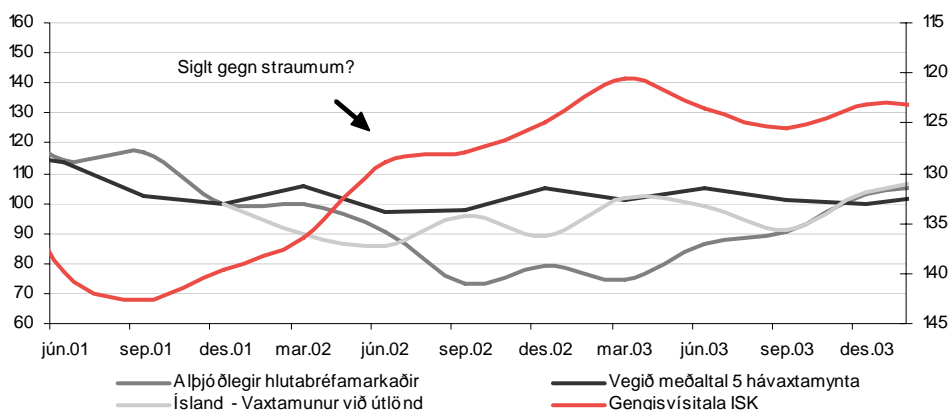
Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, EIU, EcoWin

Rammagrein - Yfirs kotið 2001

Gengi krónunnar féll ákaflega skarpt í kjölfar þess að Seðlabankinn hvarf frá fastgengisstefnu og tók upp verðból gumarkmið í staðinn. Mikil óvissa ríkti um "eðlilega" verðlagningu krónunnar á þessum tíma en sennilega er óhætt að kalla veikingu krónunnar á þeim tíma yfirs koti miðað við þáverandi vaxtamun við útlönd. Þessu til stuðning má benda á að gengi krónunnar styrktist á sama tíma og vaxtamunur við útlönd fór hratt minnkandi og umtalsverðar lækkanir áttu sér stað á hlutabréfamörkuðum og helstu hávaxtamyntum. Miðað við verðlagningu krónunnar og vaxtamun var stöðutaka með krónunni talin álitlegur kostur þrátt fyrir slök ytri skilyrði.

Gengi krónunnar og ytri skilyrði

- Vísitala 100=2001 (v.ás) og gengisvísitala krónu (h.ás)

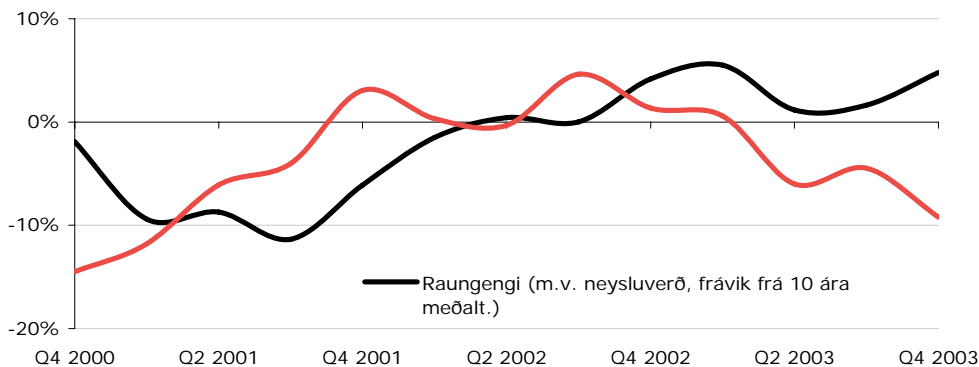


Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Seðlabanki Íslands, EcoWin, Bloomberg

Grundvallarþættir studdu þá skoðun að styrking krónunnar á þessum tíma væri réttlætanager. Raungengi krónunnar fór upp fyrir 10 ára meðaltal sitt og viðskiptahalli íslenska hagkerfisins hafði snúist í afgang eins og myndin að neðan sýnir.

Raungengi og viðskiptajöfnuður

- prósentubreyting milli ársfjórðunga



Heimildir: Greiningardeild Kaupþings, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands