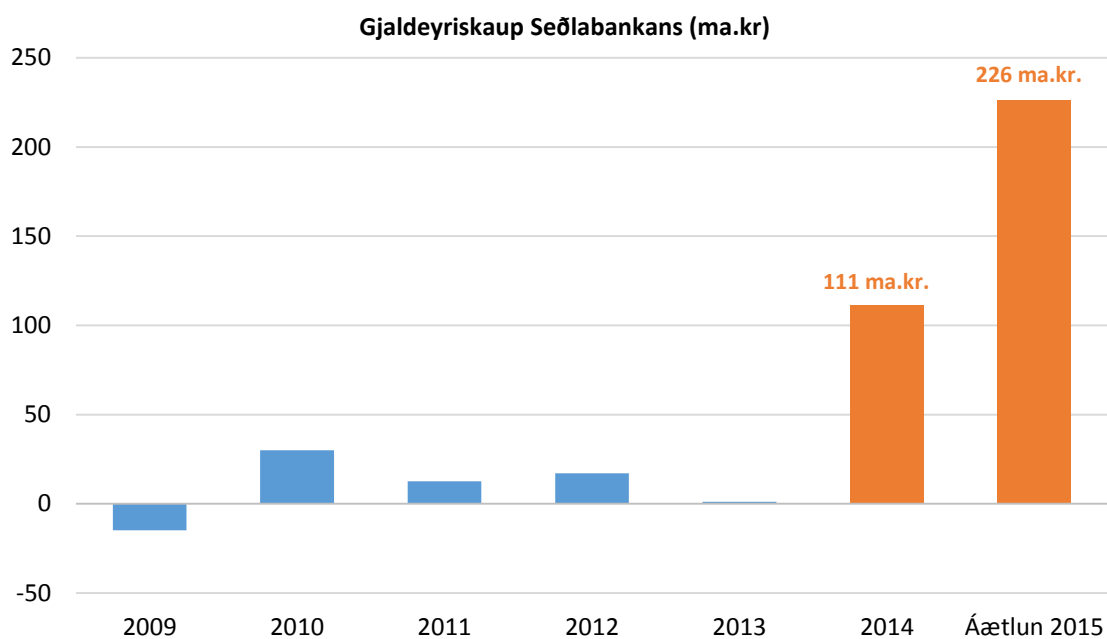


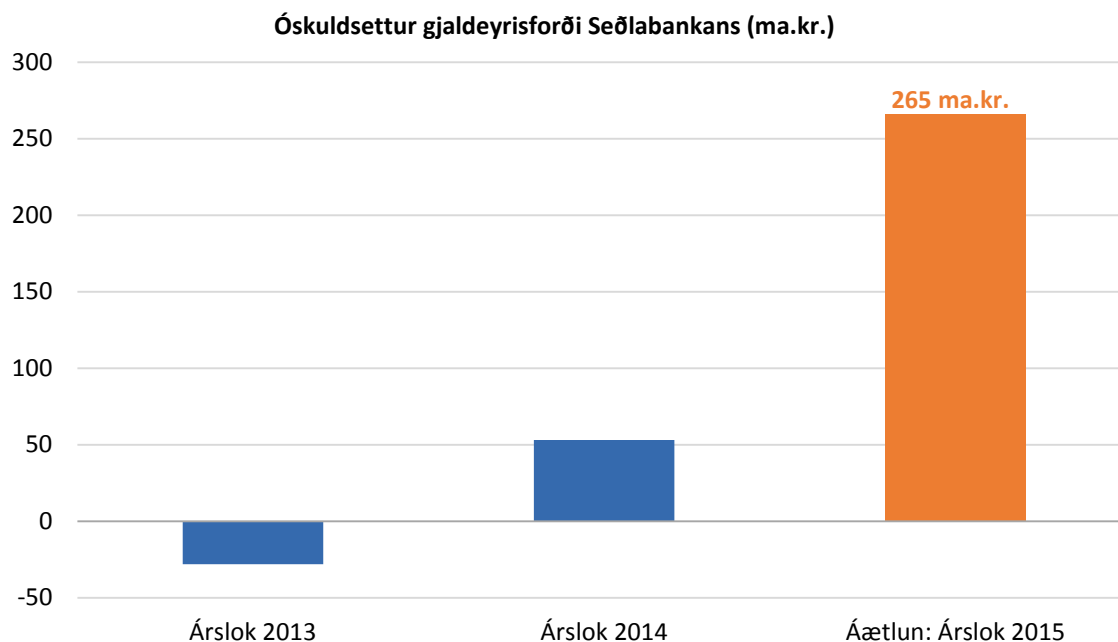
Er Seðlabankinn að draga úr virkni peningastefnunnar?

Nú þegar ferðamannastraumurinn er sem mestur berast tíðindi af verulegum gjaldeyriskaupum Seðlabanka Íslands. Í raun hefur innflæði gjaldeyris verið með þeim hætti að Seðlabankinn hefur meira og minna legið á kauphliðinni frá því í september 2013, að undanskildum tveimur viðskiptadögum, þ.e. keypt gjaldeyri í skiptum fyrir íslenska krónur til að koma í veg fyrir verulega styrkingu krónunnar. Ef fram fer sem horfir þá er útlit fyrir að gjaldeyriskaup Seðlabankans á þessu ári einu og sér geti numið vel yfir 200 mö.kr.



Heimildir: Seðlabanki Íslands, útreikningar efnahagssviðs

Gjaldeyrisforðinn er að mestu skuldsettur og því fagnaðarefni að Seðlabankanum hafi tekist að auka við óskuldsettan forða. Áætlað efnahagssvið að hreinn gjaldeyrisforði Seðlabankans verði líklega nálægt 265 mö.kr. í árslok 2015.

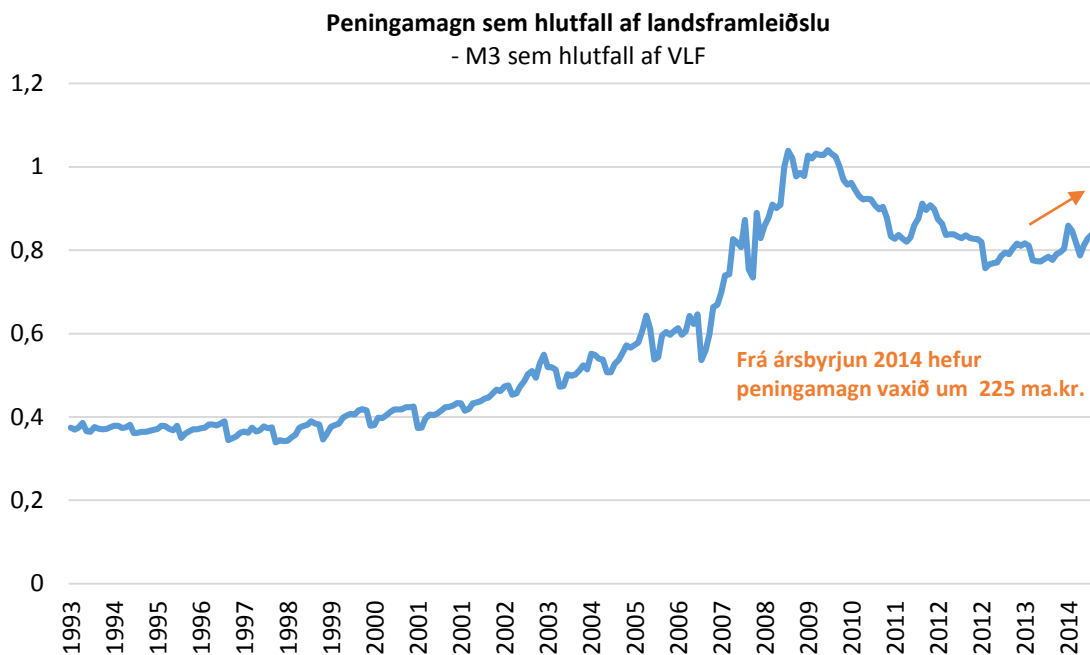


Heimildir: Seðlabanki Íslands, útreikningar efnahagsviðs

Inngrip Seðlabankans eru þó ekki án kostnaðar en Seðlabankinn greiðir gjaldeyriskaup sín með „peningarentun“, m.ö.o. auka inngrip Seðlabankans peningamagn í umferð. Inngrip Seðlabankans eru um þessar mundir að mestu leyti óstýfð inngrip en það þýðir að Seðlabankinn grípur ekki til mótvægisáðgerða til að draga úr aukningu peningamagns. Þessu til viðbótar fylgir því kostnaður fyrir ríkið af miklum vaxtamun, einkum þegar stjórnvöld og í raun Seðlabankinn hafa lofað nánast óbreyttri krónu.

Til marks um það má nefna að innistæður fjármálastofnana bundnar til mánaðar í senn nema tæpum 116 mö.kr. og hafa lítið breyst samhliða inngripum Seðlabanka. Kaup Seðlabankans upp á 200 ma.kr. frá ársbyrjun 2014 eru því hrein viðbót við það peningamagn sem er nú þegar í umferð og ef fram fer sem horfir verður aukningin orðin tæpir 340 ma.kr. í lok árs miðað við okkar áætlanir.

Seðlabankinn er því í nokkuð undarlegri stöðu. Annars vegar er hann byrjaður að hækka stýrivexti á ný og boðar frekari vaxtahækkunar á næstu mánuðum, en um leið eykur hann peningamagn í umferð með inngripum á gjaldeyrismarkaði. Verðlagsáhrif þess að auka peningamagn í umferð eru þau sömu og ef Seðlabankinn lækkar vexti, því slíkt stuðlar að verðbólgu, lækkar virði krónunnar til lengri tíma lítið og skapar þrýsting á markaðsvexti til lækkunar. Seðlabankinn er því m.ö.o. að draga úr áhrifum sinna eigin vaxtahækkana með inngripum á gjaldeyrismarkað.



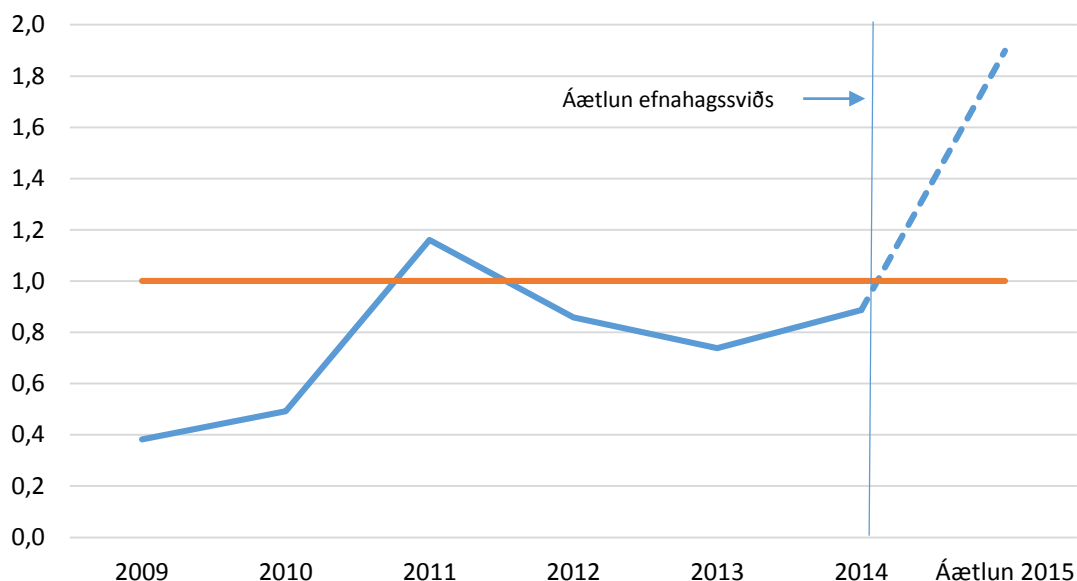
Heimildir: Seðlabanki Íslands, útreikningar efnahagssviðs

Það kostar að halda úti stórum gjaldeyrisforða

Þau mistök voru gerð á árunum fyrir hrun að ekki var safnað nægilegum gjaldeyrisforða til að mæta því skammtímainnflæði sem safnast hafði upp. Við virðumst ætla að læra af þeim mistökum en miðað við mat Seðlabankans þá er gjaldeyrisforðinn í dag næstum því tvöfalt stærri en allar erlendar skammtímaskuldir þjóðarbúsins¹.

¹ Horft framhjá skammtímaeignum erlendra aðila sem eru bundin innan hafta öðrum en innistæðum aflandskrónueigenda. Þar sem áætlun um losun hafta mun taka á þeim vanda með öðrum hætti.

Gjaldeyrisforði sem hlutfall af erlendum skammtímaskuldum þjóðarbúsins - Guidotti Greenspan hlutfall



Heimildir: Seðlabanki Íslands, útreikningar efnahagssviðs

Hið mikla gjaldeyrisinnflæði síðustu missera má að mestu leyti rekja til afgangsskiptum við útlönd en uppsafnaður viðskiptaafgangur frá ársbyrjun 2014 og fram til ársloka 2015 verður líklega í kringum 170 ma.kr. gangi áætlanir Seðlabankans eftir. Slíkt innflæði er í grunninn langtíma innflæði og kallar því ekki endilega á aukinn gjaldeyrisforða.

Því fylgir verulegur kostnaður fyrir ríkissjóð að halda úti stórum gjaldeyrisforða. Skuldsettur gjaldeyrisforði stendur í dag í ríflega 460 mö.kr. og hreinn vaxtakostnaður af honum er í um 20 ma.kr á ári.

Efnahagssviðs telur því fulla ástæðu til þess nú að velta þremur þáttum fyrir sér,

- 1) Getur Seðlabankinn áfram beitt inngripum á gjaldeyrismarkaði og aukið peningamagn án mótvægisáðgerða?
- 2) Er þörf fyrir svo stóran gjaldeyrisforða ?
- 3) Er þörf á að hleypa innlendum aðilum út í gegnum greiðslujöfnuðinn á móti því innflæði sem nú kemur?

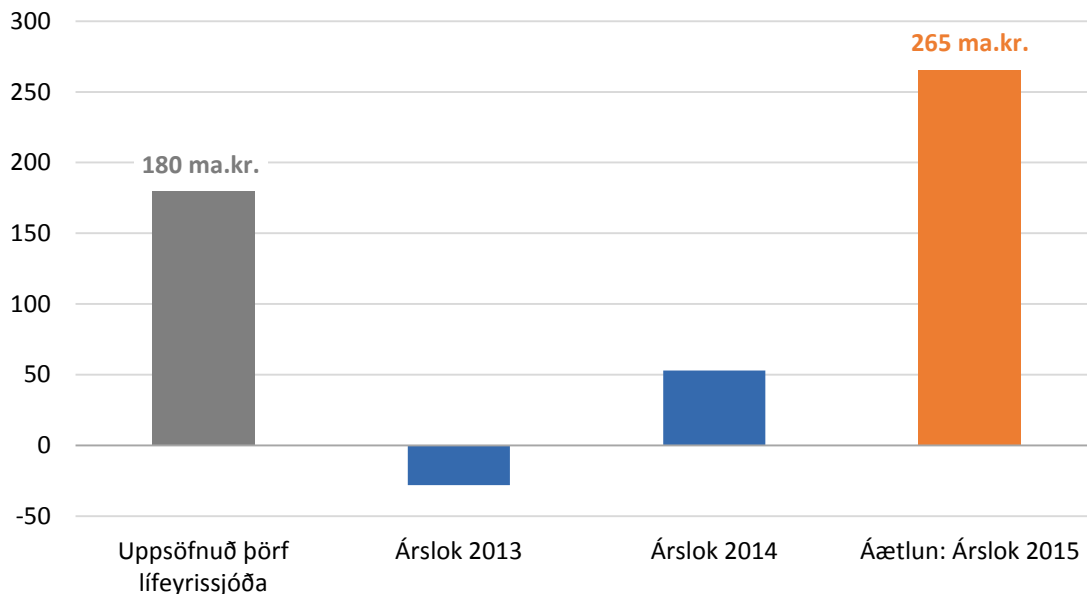
Hvað er framundan

Í aðgerðaáætlun stjórnvalda er gert ráð fyrir að útboð verði haldið í haust þar sem aflandskrónueigendum verða boðnar þrjár leiðir, skuldabréfaskipti í krónum og evrum eða gjaldeyrisútboð þar sem þeir geta skipt aflandskrónum yfir í evrur. Gjalddeyrisforðinn verður nýttur til að mæta þeim krónum sem fara í gegnum gjaldeyrisútboð Seðlabankans en stærð útboðsins verður ekki kunn fyrir en í útboðinu sjálfu. Innistæður aflandskrónueigenda standa í dag í 116 mö.kr. og geta

gefið ágæta vísbending um umfangið en færur allar þær krónur í gegnum útboðið væri í raun verið að draga úr peningamagni um sem nemur þeirri upphæð. Þrátt fyrir að svo færi hefði peningamagn skv. áætlun okkar aukist um 225 ma.kr. frá ársbyrjun 2014 til loka þessa árs vegna inngrípa Seðlabankans. Ólíklegt er því að gjaldeyrisútboð Seðlabankans muni eitt og sér duga sem mótvægisáðgerð gegn þeirri aukningu peningamagns sem verið hefur.

Allt bendir því til þess að Seðlabankinn þurfi að huga að frekari mótvægisáðgerðum til að draga úr peningamagni eða að öðrum kosti að stöðva peningaprentun. Seðlabankinn gæti selt eignir úr eignasafni sínu og þar með dregið úr peningamagninu. Jafnframt mætti hugsa sér að í stað þess að Seðlabankinn myndi áfram kaupa þann gjaldeyri sem kemur til landsins þá yrði losað frekar fyrir kaup annarra innlendra aðila. Gert er ráð fyrir í aðgerðaáætlun stjórnvalda að á næsta ári verði vinna hafin við að losa í skrefum höft á gjaldeyriskaup, en velta má fyrir sér hvort við höfum efni á að bíða svo lengi. Í því samhengi má nefna að uppsöfnuð erlend fjárfestingapörf lífeyrissjóða er metin í kringum 180 ma.kr.² Í aðgerðaáætlun um losun hafta er gert ráð fyrir að lífeyrissjóðum verði hleypt út fyrir 10 ma.kr. árlega sem er aðeins í dropi í hafið í hlutfalli við þann gjaldeyri sem streymir inn í landið. Svigrúmið mætti auka og vera meira í takt við þá þróun sem verið hefur.

Óskuldsettur gjaldeyrisforði Sí og uppsöfnuð þörf lífeyrissjóða (ma.kr.)



Heimildir: Seðlabanki Íslands, útreikningar efnahagssviðs

Ekki verður betur séð en að Seðlabankinn sé að auka peningamagn markvert með inngrípum sínum á gjaldeyrismarkaði og stefnir í að svo verði áfram þar sem eftir lifir árs. Mikilvægt er að bregðast við þeirri stöðu til að styðja við virkni peningastefnunnar.

² Miðað við að hlutfall erlendra eigna af heildareignasafni verði í kringum 30% sem er svipað hlutfall og áður en til fjármagnshafta kom.