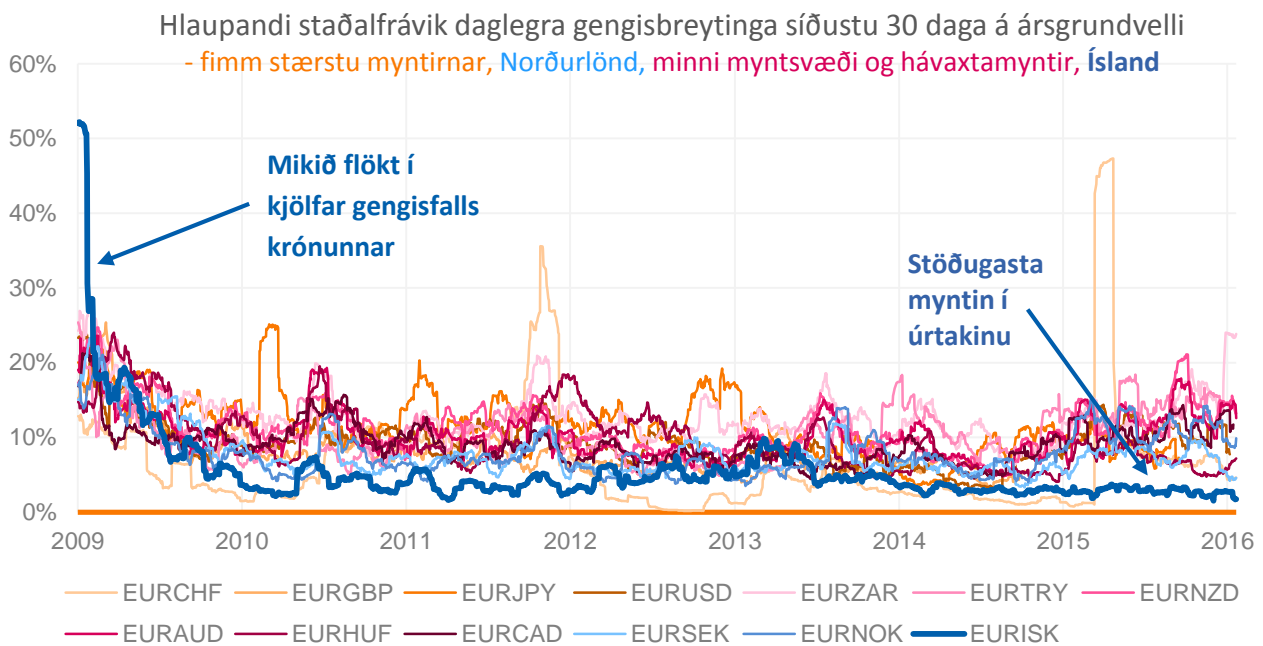


## KRÓNAN: BEISLINU SLEPPT - VERÐUR HÚN FRELSINU FEGIN?

Nú þegar hillir undir afnám gjaldeyrishafta hefur almennur áhugi á krónunni og áhrifaþáttum á gengi hennar aukist allverulega. Segja má að hún hafi þrífist í afar vernduðu umhverfi sl. sjö ár sem endurspeglast í óvenju litlu flökti á gengi hennar gagnvart evru m.v. helstu samanburðarmyntir á tímabilinu.

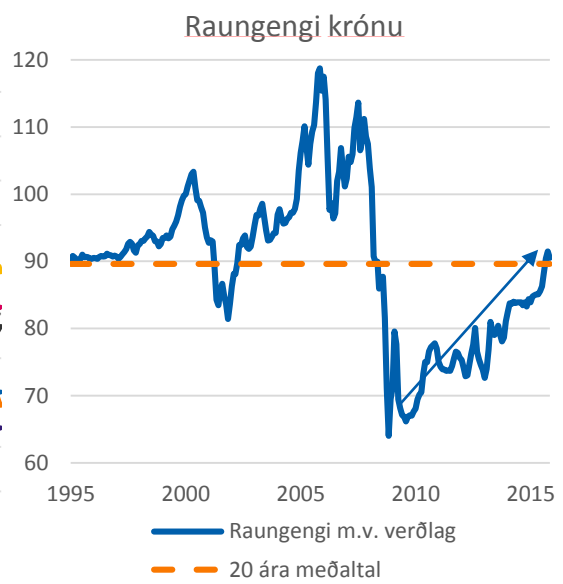
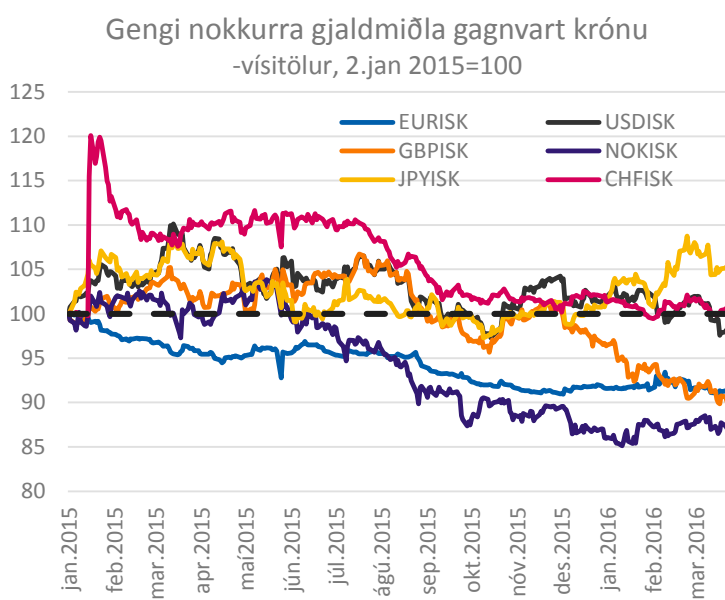


Heimildir: Bloomberg, Greiningardeild Arion banka

Enda hefur markmið Seðlabankans um að safna í gjaldeyrisforðann (með kaupum á evrum) unnið á móti þeim styrkingarþrýstingi sem verið hefur til staðar vegna mikils afgangar á utaríkisviðskiptum seinustu misserin. En útlit er fyrir að krónan verði leyst úr viðjum hafta á þessu ári sem gæti haft neikvæðar afleiðingar hvað varðar gengisstöðugleika. Þó miða allar afnámsáætlanir að því að uppgjör þeirra mála sem út af standa vegna fjármálakreppunnar hafi sem minnst áhrif á gjaldeyrismarkað og opinbert gengi krónunnar. Til lengri tíma litið er þó óumflýjanlegt að frjálsari króna hafi meiri óstöðugleika í för með sér. Að hve miklu leyti Seðlabankinn hyggst leitast við að takmarka slíkan óstöðugleika á enn eftir að koma í ljós.

### Stöðug styrking krónu að undanfögnu

Krónan styrktist þó nokkuð gagnvart breska pundinu, sænsku krónunni, evrunni og sérstaklega norsku krónunni á árinu 2015 en veiktist aftur á móti lítillaga gagnvart bandaríkjadollar, svissneska frankanum og japanska jeninu. Krónan hefur þó styrkst gagnvart dollar það sem af er ári. Verðbólga héraðs mældist einnig nokkru meiri en í helstu viðskiptalöndum okkar á tímabilinu þó hún hafi haldist undir verðbólguþröngum allt árið. Raungengi krónunnar m.v. verðlag hefur því leitað nokkuð skarpt upp á við undanfarið og er nú nálægt 20 ára meðaltali sínu.

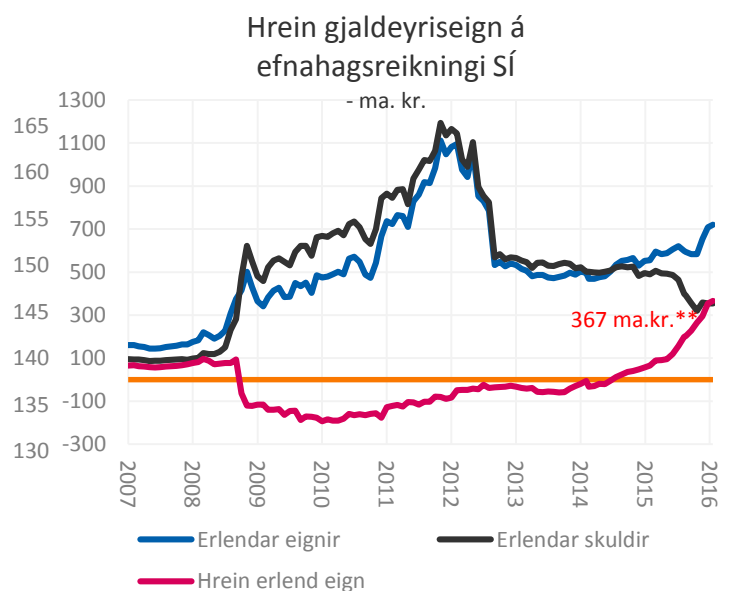
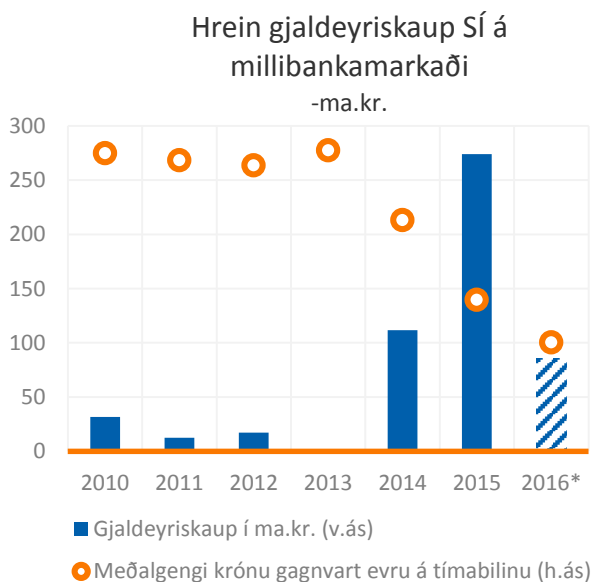


Heimildir: Seðlabanki Íslands Greiningardeild Arion banka

## Mikil inngríp Seðlabanka Íslands á gjaldeyrismarkaði að undanfögnu

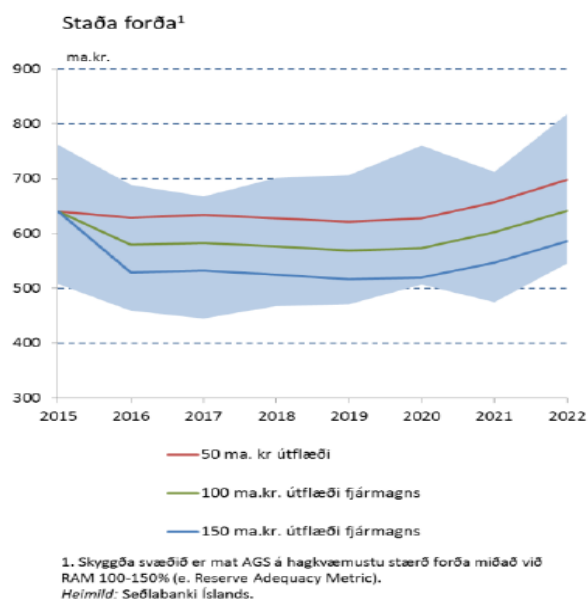
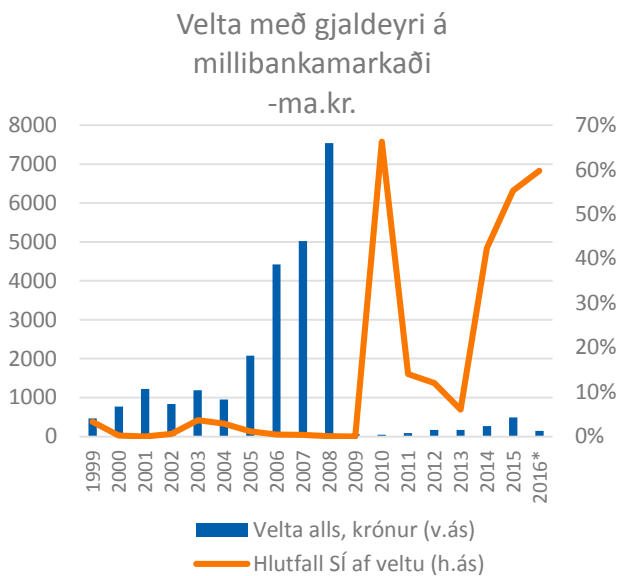
Árið 2015 var mikilvægt ár fyrir gjaldeyrisorða Seðlabankans. Þökk sé miklu gjaldeyrissinnflæði, aðallega vegna afgangis á þjónustuviðskiptum, námu hrein gjaldeyriskaup SÍ á millibankamarkaði um 274 ma.kr., sem er talsvert meira en árið 2014 þegar þau námu um 112 ma.kr. Einnig var þó nokkuð greitt niður af erlendum skuldum, m.a. voru eftirstöðvar við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn greiddar upp að fullu. Jókst hrein gjaldeyriseign SÍ um 248 ma.kr. á árinu og var jákvæð um 295 ma.kr. í lok árs 2015. Í byrjun árs 2016 hefur aukist enn við forðann og við lok febrúar stóð óskuldsettur forði bankans í um 367 ma.kr.

Hluti forðans verður notaður í útboði fyrir svokallaða aflandskrónueigendur sem mun að öllum líkindum fara fram á fyrri helmingi þessa árs, en hversu stór hluti það verður liggur enn ekki fyrir. Nú er þó ljóst að uppgjör slitabúa föllnu bankanna mun ekki hafa teljandi áhrif á greiðslujöfnuð landsins þar sem stöðugleikaframlög búanna tryggðu hlutleysi gagnvart krónumarkaði skv. mati Seðlabankans.



Heimildir: Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Arion banka, \*til 17. mars 2016, \*\*í lok febrúar 2016

Í greinargerð SÍ um áhrif uppgjöra slitabúanna á greiðslujöfnuð var m.a. að finna mat á stöðu erlendra eigna bankans m.v. mismunandi forsendur um útlæði fjármagns. Miðað við ákjósanlega stærð forða SÍ skv. AGS ætti bankinn að vera nokkuð vel í stakk búinn til að mæta því útlæði sem gæti átt sér stað á næstu árum. Að loknu aflandskrónuútboðinu, sem mun fara fram á fyrri helmingi þessa árs skv. Seðlabankastjóra, ætti því að vera hægt að afnema höft á innlenda aðila með tiltölulega skjóttum hætti, vonandi eigi síðar en í haust.

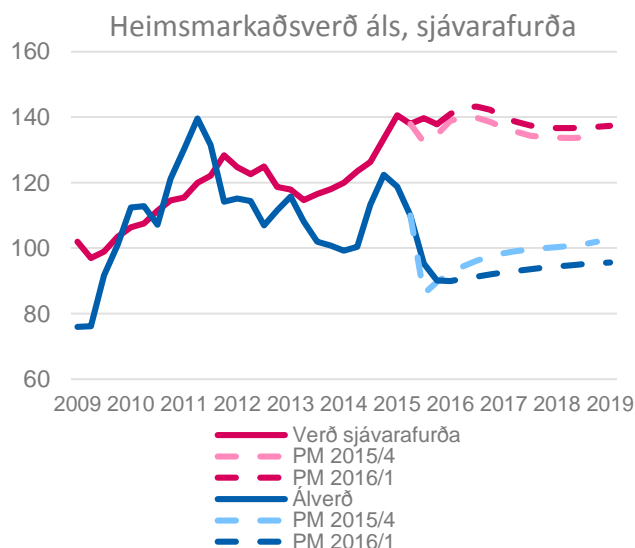
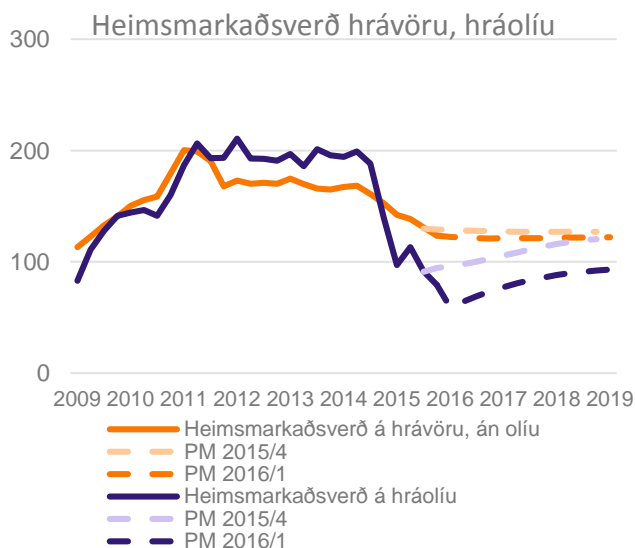
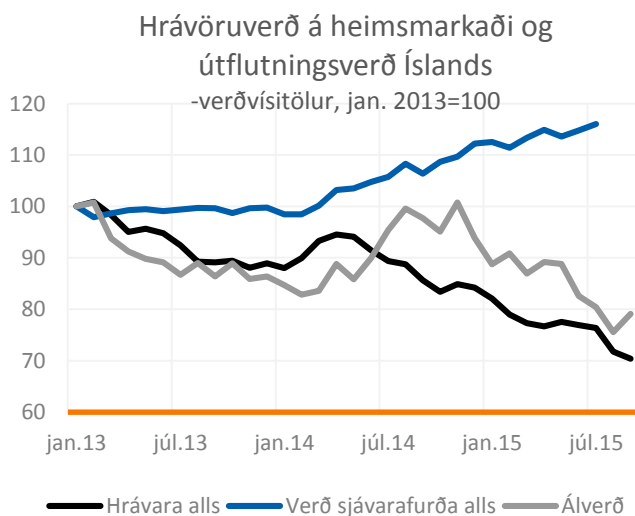
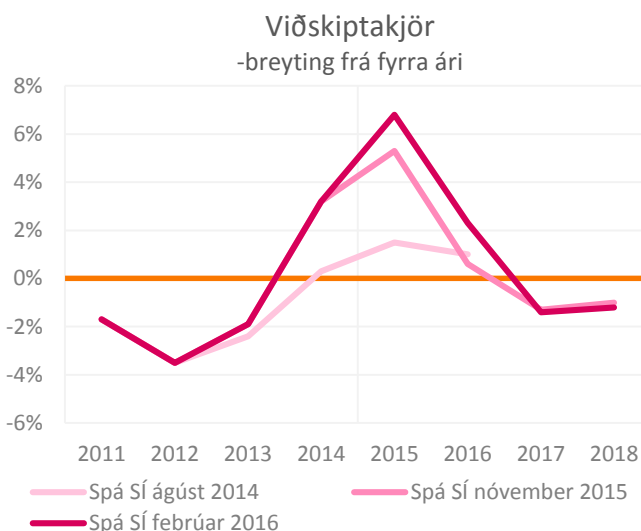


Heimildir: Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Arion banka, \*til 21. mars 2016

## Væntingar um afgang á utanríkisviðskiptum á þessu ári

Burtséð frá því hver stefna Seðlabankans verður í gjaldeyrismálum eru ýmsir þættir í raunhagkerfinu sem munu hafa áhrif á gjaldeyrisflæðið. Þættir tengdir vöru- og þjónustuviðskiptum hafa þar mikið að segja:

**Viðskiptakjör** þjóðarbúsins bötnuðu töluvert á seinasta ári (+6,8%), en þar fóru saman hagfelld þróun útflutningsverðs (sjávarafurðaverð hækkaði) og innflutningsverðs (olíuverð og verð annarrar hrávöru lækkaði). Seðlabankinn áætlar að viðskiptakjör haldi áfram að batna á þessu ári (+2,3%) en versni eilítið árin þar á eftir. Nýjustu spár gera ráð fyrir hærra sjávarafurðaverði en áður, en lægra verði áls, hráolíu og hrávöru almennt.



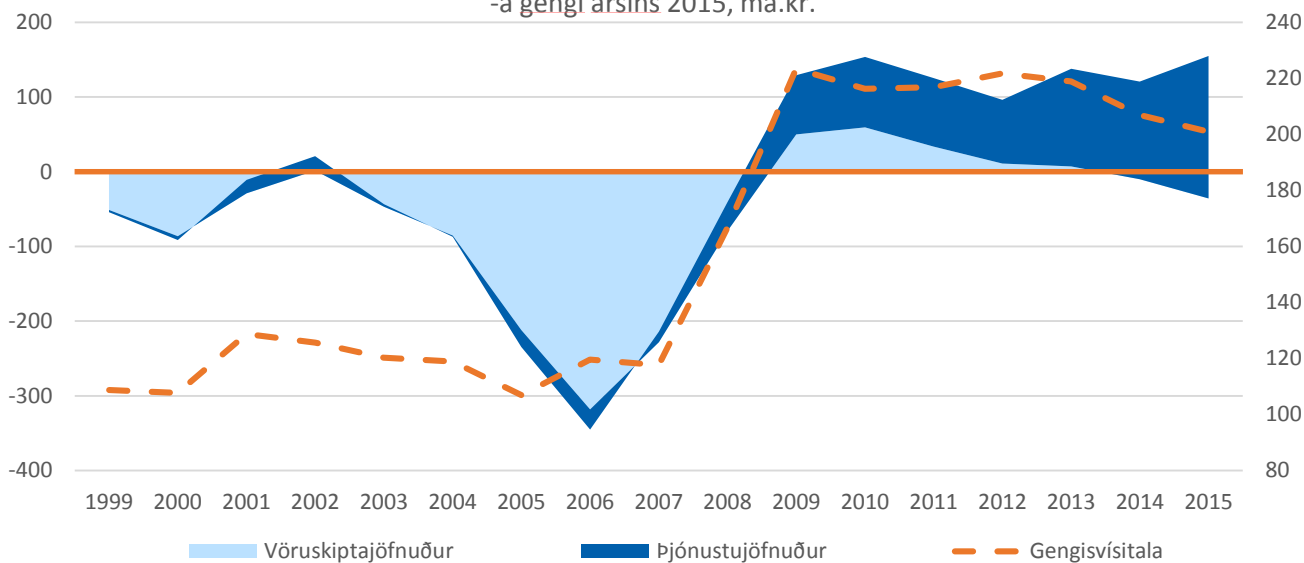
Heimildir: Seðlabanki Íslands (*Peningamál*), Greiningardeild Arion banka

**Vöru- og þjónustujöfnuður** var jákvæður um 155 ma.kr. á árinu 2015 og hefur hann raunar verið jákvæður frá 2009, eða frá því að gengi krónunnar féll allverulega í kjölfar fjármálakreppunnar. Gengið hefur styrkst nokkuð sl. tvö ár en enn sem komið er sér ekki á vöru- og þjónustujöfnuðinum. Það er þó eingöngu þökk sé þjónustuviðskiptum, en eins og flestum er kunnugt um hefur verið mikill vöxtur í ferðaþjónustu á tímabilinu. Stærstur hluti afgangis á utanríkisviðskiptum undanfarin ár hefur verið vegna þjónustuútflutnings (191 ma.kr. afgangur á þjónustuviðskiptum árið 2015 en 36 ma.kr. halli á vöruviðskiptum) en hækki raungengið mikið er hætta á að tekjur af ferðaþjónustu skerðist, innflutningur aukist enn frekar og afgangur af utanríkisviðskiptum minnki.

Væntingar standa þó til þess að áframhaldandi afgangur verði á utanríkisviðskiptum næstu misseri og jafnvel ár vegna áframhaldandi vaxtar í ferðaþjónustu. Vert er þó að hafa í huga að þjóðhagslíkön halda gengi gjaldmiðla jafnan föstu. Því má gera ráð fyrir að ef krónan styrkist að ráði verði minni afgangur en ella, og öfugt.

## Vöru- og þjónustujöfnuður

-á gengi ársins 2015, ma.kr.

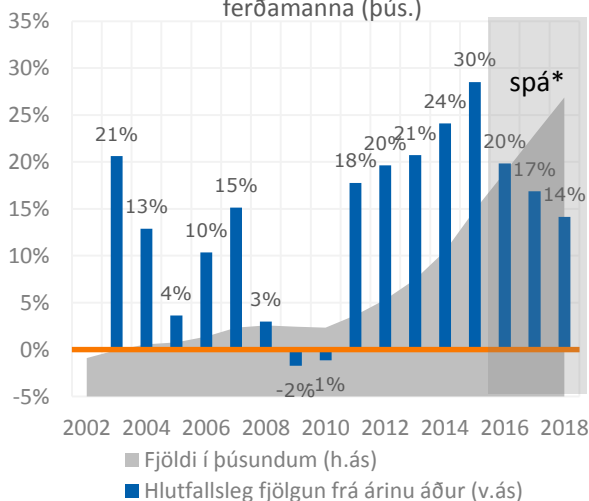


Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Arion banka

**Ferðaþjónusta** hefur átt sinn þátt í því að draga vagn hagkerfisins að undanfögnu en hún er nú orðin stærsta útflutningsgrein Íslands. Árið 2015 var 30% vöxtur milli ára í komum ferðamanna og var það í kjölfar mikils vaxtar allt frá árinu 2011. Greiningardeild Arion banka gerir ráð fyrir áframhaldandi vexti í komum ferðamanna á næstu árum, þó ekki jafn örum og á seinasta ári. Þó má gera ráð fyrir að spáin verði færð upp á við í ljósi nýrra upplýsinga um stórauðna tíðni í millilandaflugi á árinu. Áætlanir um aukið flugframboð styðja því vissulega við spá um mikinn vöxt í ferðaþjónustu fyrir þetta ár, og er fjölgun ferðamanna það sem af er ári 34% milli ára. Þróun hagvaxtar í heimshagkerfinu, olíuverð og raungengi krónunnar gætu þó haft töluverð áhrif á þróun og vaxtarmöguleika ferðaþjónustu á Íslandi á næstu árum.

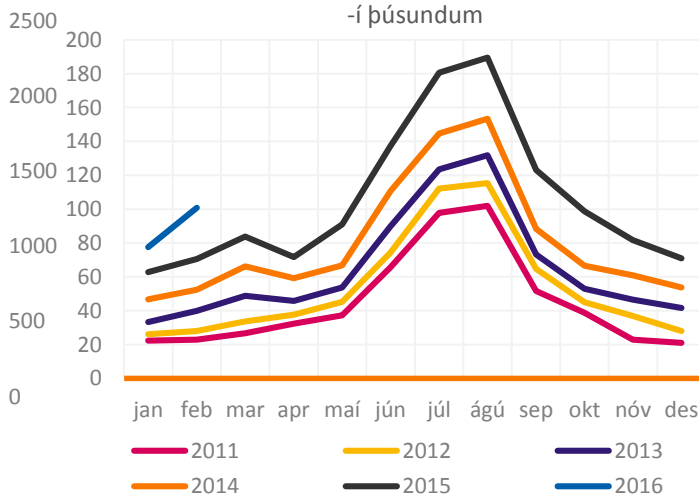
### Fjöldi ferðamanna

-hlutfallsleg fjölgun frá árinu áður, komur ferðamanna (þús.)



### Fjöldi erlendra gesta um Keflavíkurflugvöll

-í þúsundum



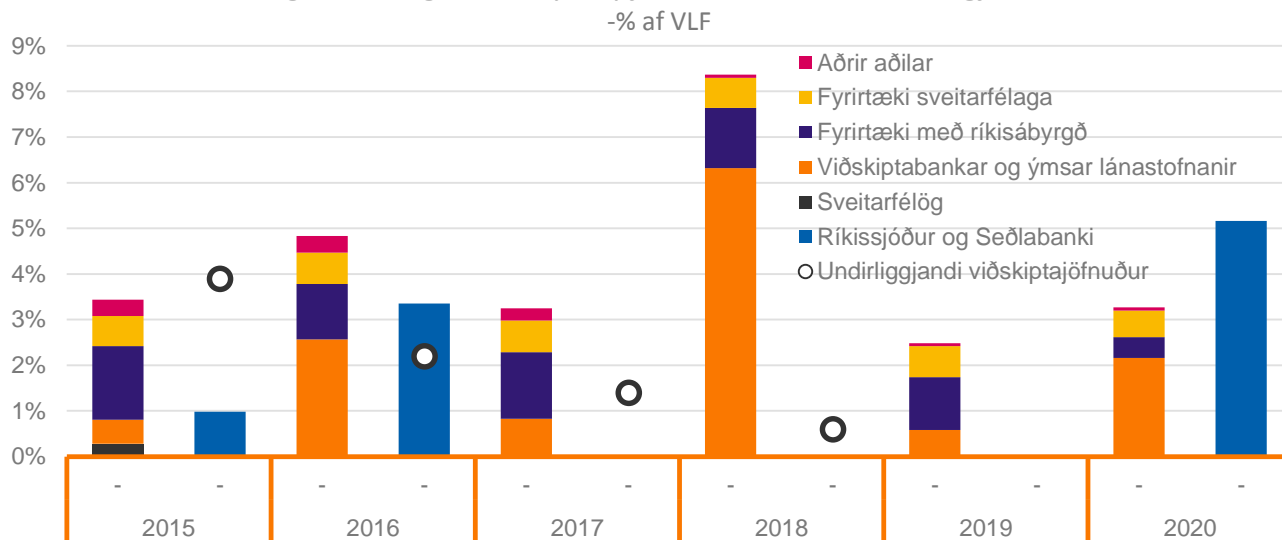
Heimildir: Ferðamálastofa, Greiningardeild Arion banka, \*spá frá september 2015

## Lífeyrissjóðir fá auknar heimildir til fjárfestinga

Innlendir lífeyrissjóðir hafa þegar fengið auknar heimildir til erlendra fjárfestinga. Á seinni hluta árs 2015 fengu sjóðirnir samtals heimild til kaupa á erlendum eignum fyrir 10 ma.kr. en á fyrstu fjórum mánuðum þessa árs nemur heimildin 20 ma.kr. Líkur eru á að lífeyrissjóðir fái frekari heimildir eftir því sem líða tekur á árið en þær munu velta á þróun gjalddeyrisforða og viðskiptajafnaðar. Miðað við ástand á erlendum mörkuðum hafa verið uppi efasemdir um að lífeyrissjóðirnir hafi áhuga á að auka hlutfall erlendra eigna af miklum þunga. Á næstu árum er þó líklegt að vilji sé til þess hjá lífeyrissjóðum að auka vægi erlendra eigna úr um 25% í um 33-50% af hreinni eign.<sup>1</sup> Því er líklegt að þeir muni nýta hvert tækifæri til að þökast nær því markmiði án þess að taka endilega sterka afstöðu til virði erlendra eignamarkaða hverju sinni. Það á þó eftir að koma í ljós eftir því sem auknar heimildir verða veittar eða höftum á erlendar fjárfestingar lífeyrissjóðanna aflétt.

Erfitt er að segja til um mögulegt útlæði annarra innlendra aðila eftir að höft verða losuð. Samningsbundin greiðslubyrði þjóðarbúsins í erlendum gjaldmiðlum er þó ekki lengur sérstakt áhyggjuefni. Eins og sakir standa er búist við því að undirliggjandi viðskiptajöfnuður verði jákvæður til ársins 2018 og ætti greiðslubyrðin því að vera viðráðanleg. Sérstaklega þegar tekið er tillit til þess að aðgengi að erlendum lánsfjármörkuðum hefur batnað þó nokkuð seinustu misseri og að líkur eru á að hluti erlendra skulda verði endurfjármagnaður á næstu árum á batnandi kjörum. Viðskiptabankarnir þrír hafa t.a.m. allir gefið út skuldabréf í erlendum myntum með góðum árangri að undanfögnu.

### Samningsbundin greiðslubyrði þjóðarbúsins í erlendum gjaldmiðlum



Heimildir: Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Arion banka (gögn frá byrjun september 2015)

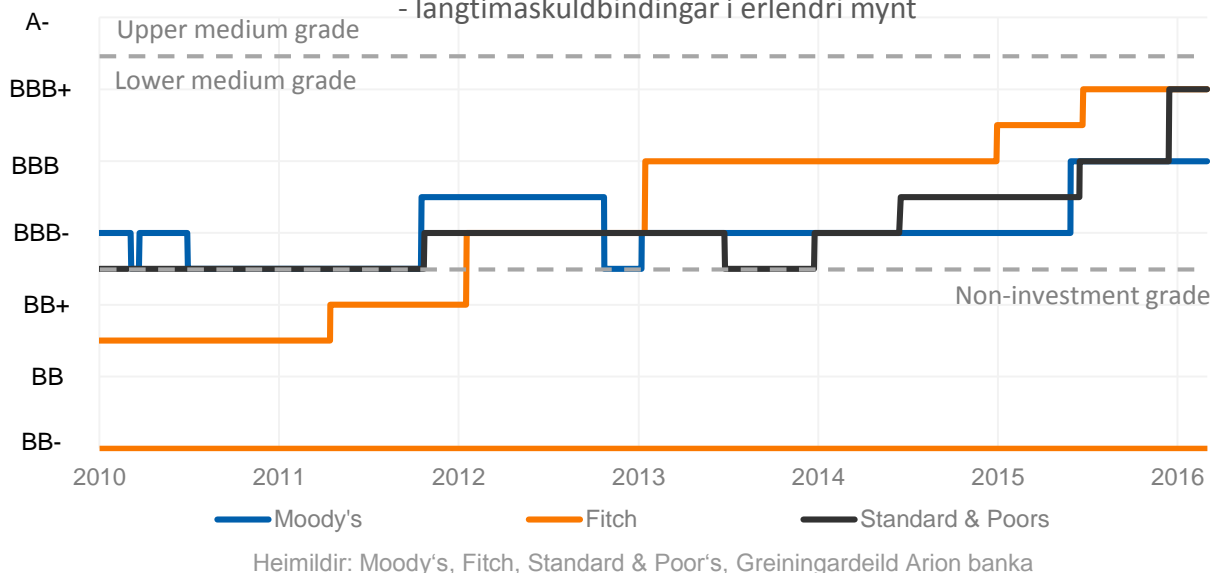
## Lánshæfismat ríkissjóðs á uppleið

Standard & Poor's uppfærðu í janúar sl. [lánshæfismat ríkissjóðs](#) á meðan Fitch Ratings héldu [lánshæfismati sínu óbreyttu](#) og mátu horfur enn stöðugar. Líkur eru á að eftir því sem afnámi hafta vindur fram muni lánshæfi ríkissjóðs vera fært frekar upp á við. Ríkissjóður nálgast því að komast í flokk þeirra útgefenda sem eru í „upper medium grade“ fjárfestingarflokki, sem mun að líkindum einnig hafa jákvæð áhrif á lánakjör innlendra fyrirtækja sem og áhuga erlendra fjárfesta á Íslandi. T.a.m. gætu erlendir sjóðir sem áður höfðu ekki heimildir til að fjárfesta á Íslandi farið að horfa til landsins þegar lánshæfismat ríkissjóðs er fært upp um flokk í „upper medium grade“. S&P töldu jákvæð skref varðandi afnám hafta sem og skuldalækkun ríkissjóðs gefa tilefni til hækkunar lánshæfis, en ríkissjóður greiddi niður skuldir fyrir um 15% af VLF á seinasta ári. Væntingar standa til að skuldir ríkisins verði lækkaðar enn frekar og allverulega á næstu árum eftir því sem tækifæri gefast til að nýta stöðugleikaframlög slitabúa föllnu bankanna.

<sup>1</sup> Þetta byggjum við t.d. á erlendri eignastöðu lífeyrissjóða OECD landa þar sem sjóðasöfnun er viðhöfð, [svörum stjórnenda lífeyrissjóða](#) frá árinu 2013 og samsetningu einkaneyslu hér á landi eftir gjaldmiðlum.

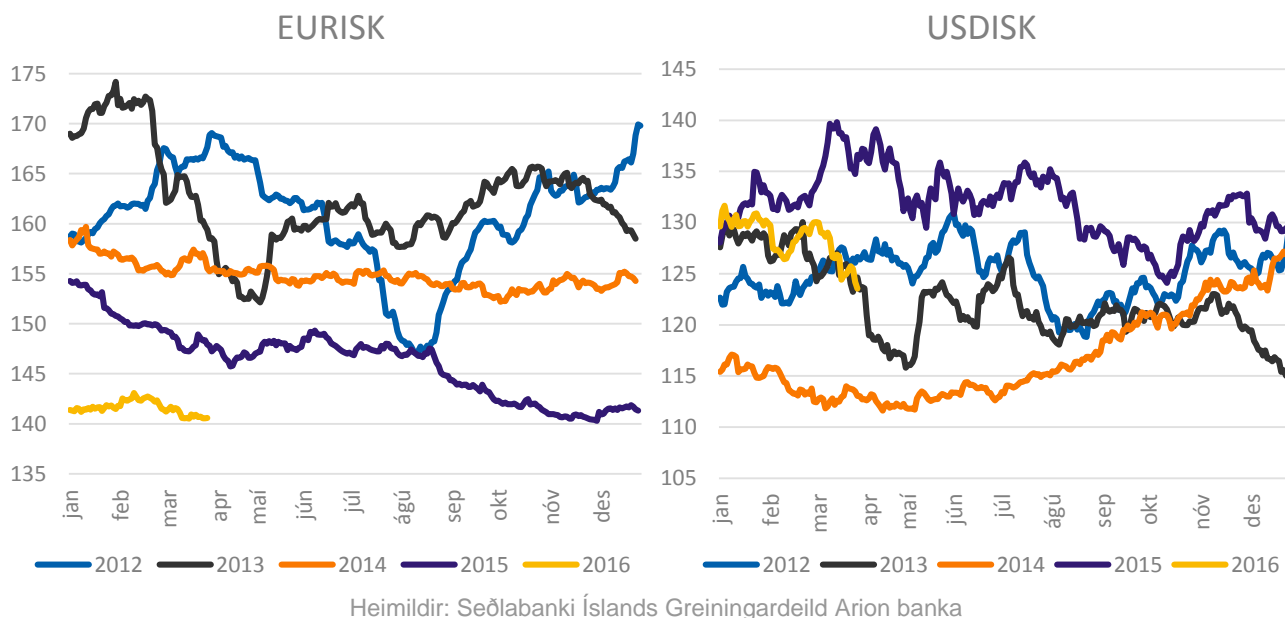
# Lánshæfismat ríkissjóðs

- langtímaskuldbindingar í erlendri mynt



## Næmni krónu gagnvart evru og dollar

Á árinu 2015 styrktist krónan um 8,4% gagnvart evru en veiktist aftur á móti um 1,2% gagnvart dollar. Á sama tímabili veiktist evran um 9,5% gagnvart dollar. En hvernig ætli hreyfingar í evru-dollar krossinum endurspeglar að jafnaði í gengi krónu gagnvart þessum tveimur gjaldmiðlum?



Til að reyna að meta að hve miklu leyti hreyfingar í EURUSD krossinum koma fram í EURISK annars vegar og USDISK hins vegar var framkvæmt eftirfarandi stuðlamat fyrir tímabilið jan.2011-jan.2016:<sup>2</sup>:

$$\Delta \ln(ISK/USD_t) = \alpha + \beta \Delta \ln(EUR/USD_t) + \varepsilon_t$$

og

$$\Delta \ln(ISK/EUR_t) = \delta + \gamma \Delta \ln(USD/EUR_t) + \varepsilon_t$$

Niðurstöður stuðlamatsins, stikarnir  $\beta \approx 0,82$  og  $\gamma \approx 0,18$ , gefa til kynna að ef EURUSD hækkar um 1%:

- hækki EURISK um 0,18%
- en USDISK lækki um 0,82%

að öllu öðru óbreyttu.

<sup>2</sup> Sama aðferðarfræði og Greiningardeild notaði í sérefni um krónu í ársbyrjun 2014. Aðferðarfræðin er í samræmi við rammagrein Evrópska Seðlabankans frá 2006: [How close are the co-movements of main currencies?](#)



Dependent Variable: DLOG(ISKUSD)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/19/16 Time: 09:52  
 Sample (adjusted): 1/20/2011 1/18/2016  
 Included observations: 1303 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.46E-05	9.46E-05	0.577033	0.5640
DLOG(EURUSD)	0.824769	0.016724	49.31650	0.0000
R-squared	0.651498	Mean dependent var	-8.02E-05	
Adjusted R-squared	0.651230	S.D. dependent var	0.005779	
S.E. of regression	0.003413	Akaike info criterion	-8.520991	
Sum squared resid	0.015154	Schwarz criterion	-8.513052	
Log likelihood	5553.426	Hannan-Quinn criter.	-8.518013	
F-statistic	2432.118	Durbin-Watson stat	2.069046	
Prob(F-statistic)	0.000000			

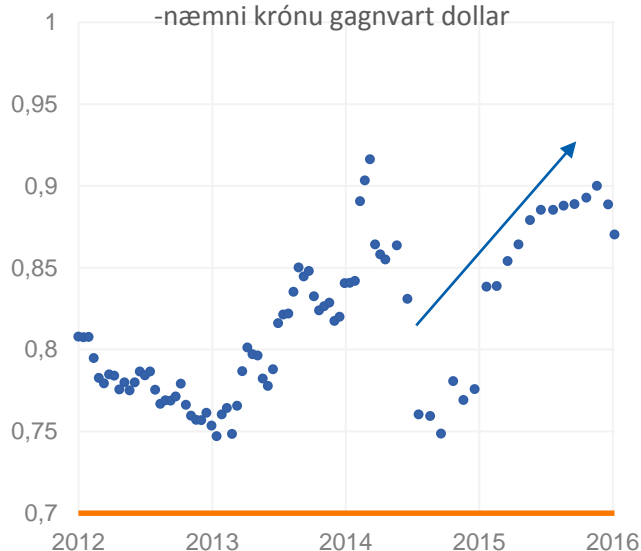
Dependent Variable: DLOG(ISKEUR)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/19/16 Time: 09:48  
 Sample (adjusted): 1/20/2011 1/18/2016  
 Included observations: 1303 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.32E-05	8.04E-05	0.661256	0.5086
DLOG(USDEUR)	0.182890	0.014223	12.85892	0.0000
R-squared	0.112764	Mean dependent var	8.31E-05	
Adjusted R-squared	0.112082	S.D. dependent var	0.003080	
S.E. of regression	0.002902	Akaike info criterion	-8.844989	
Sum squared resid	0.010960	Schwarz criterion	-8.837050	
Log likelihood	5764.510	Hannan-Quinn criter.	-8.842011	
F-statistic	165.3519	Durbin-Watson stat	1.710877	
Prob(F-statistic)	0.000000			

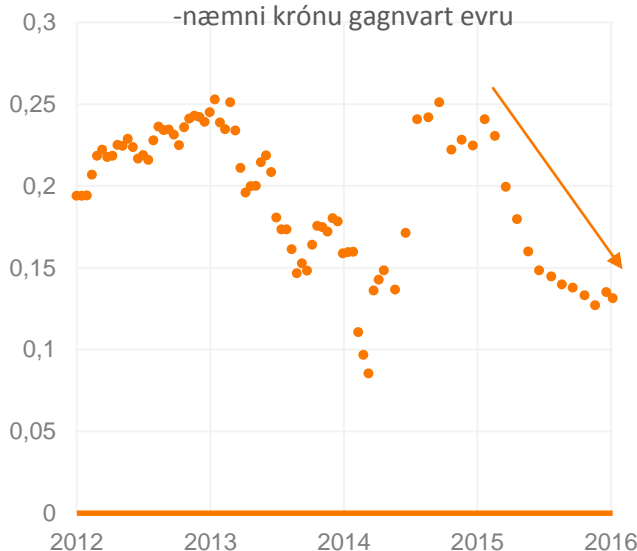
Heimild: Greiningardeild Arion banka

Yfir lengri tíma virðist þetta hlutfall haldast nokkuð stöðugt. Stuðlamatið sem framkvæmt var fyrir tveimur árum gaf nánast sömu niðurstöður, en þá voru einnig notuð gögn yfir fimm ára tímabil. Hlutfallsleg næmni virðist þó breytast lítillega með tíma sé styttra tímabil skoðað. Sé sams konar aðhvarf framkvæmt með 252 daga hlaupandi glugga má sjá að næmni krónu gagnvart bandaríkjadal hefur aukist á síðastliðnu ári. Því lítur út fyrir að áhætta fyrirtækja með dollaramisvægi hafi aukist nokkuð m.v. áhættu fyrirtækja með evrumisvægi.

Hlaupandi 252 daga aðhvarf  $\beta$   
 -næmni krónu gagnvart dollar



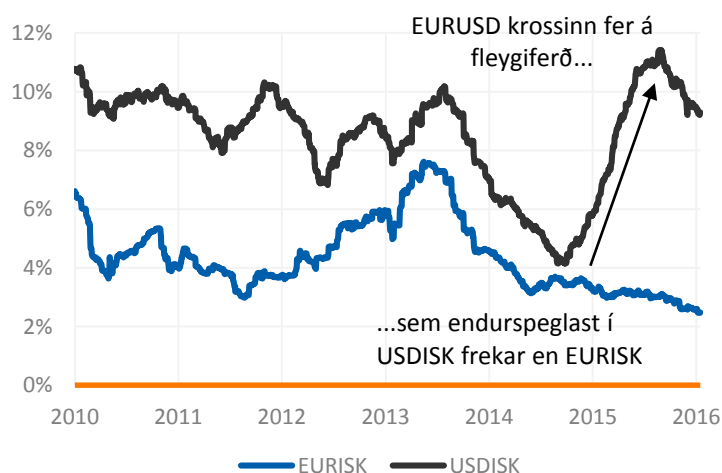
Hlaupandi 252 daga aðhvarf  $\gamma$   
 -næmni krónu gagnvart evru



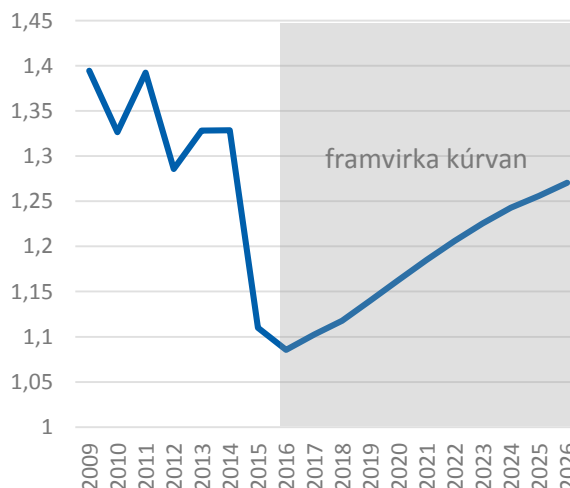
Heimild: Greiningardeild Arion banka

Flökt USDISK hefur verið talsvert meira en flökt EURISK um langa hríð og má t.a.m. glöggjt sjá skarpa aukningu í flökti USDISK krossins í kjölfar mikilla hreyfinga á evru-dollar krossinum sem hófust á árinu 2014. Miðað við framvirka gjaldmiðlasamninga er frekar búist við því að evran styrkist hægt og bitandi gagnvart dollar á næstu árum en að sjálfsgöðu er ógjörningur að segja til með nokkurri vissu um þróun EURUSD næstu mánuði, hvað þá næstu tíu árin.

Hálfsársflökt (sigma) á ársgrundvelli

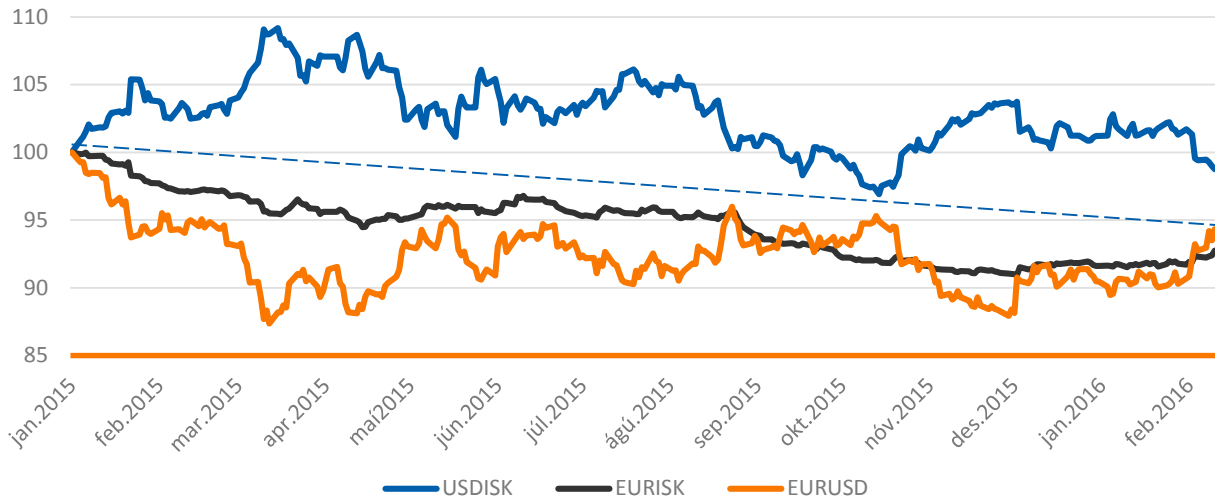


EURUSD



# Evra, dollar og króna

-vísitölur, 2. jan 2015 = 100

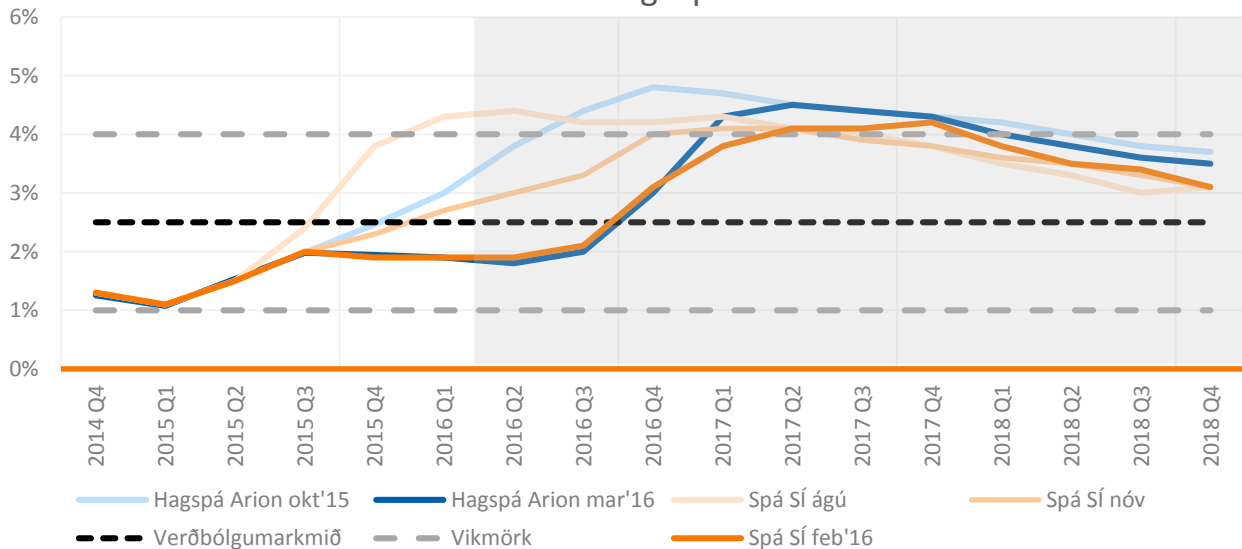


Heimildir: Seðlabanki Íslands, Bloomberg, Greiningardeild Arion banka

## Helstu áhrifaþættir á krónuna á komandi misserum

Óhætt er að segja að aukið óvissuástand muni ríkja hvað varðar gengi krónunnar í kjölfar afléttingar hafta þó stórum óvissuatriðum hafi vissulega verið svo gott sem eytt, s.s. áhrifum föllnu bankanna og aflandskróna á greiðslujöfnuð þjóðarþúsins. Gert er ráð fyrir að verðbólga hérlendis verði meiri en í helstu viðskiptalöndum á næstu misserum. Verðbólguþáttur hafa þó heldur færst niður á við að undanförunni vegna sterkari krónu, lækkandi olíuverðs og lakari hagvaxtarhorfa í heimshagkerfinu. Að öðru jöfnu ætti verðbólga sem er langt umfram verðbólgu í viðskiptalöndum að setja þrýsting á veikingu nafngengis í gegnum sterkara raungengi. Mætti því segja að létt hafi að einhverju leyti á veikingarþrýstingi sökum minni hækkunar raungengis en ef verðbólga hefði reynst meiri.

## Verðbólguþáttur



Heimildir: Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Arion banka

Enn er gert ráð fyrir að verðbólgan aukist á næstu misserum og að hún fari yfir verðbólguþáttur Seðlabankans seinna á þessu ári. Því gæti Seðlabankinn enn ákveðið að bregðast við verðbólguþrýstingi með frekari vaxtahækkunum sem væru til þess fallnar að auka vaxtamun við útlönd frekar og laða erlent fjármagn til landsins, sem setti styrkingarþrýsting á nafngengið. Ef Seðlabankinn vildi aftur á móti stemma stígu við slíku innflæði eru a.m.k. tveir möguleikar í stöðunni. Hægt væri að:

- hleypa innlendum aðilum s.s. lífeyrissjóðum út með gjaldeyri í meiri mæli
- eða hamla innflæði fjármagns erlendra aðila, t.a.m. með bindiskyldu á innlenda fjárfestingu eða e-s konar skatti.

Ólíklegt er þó að Seðlabankinn grípi til mjög fjandsamlegra aðgerða gagnvart nýjum erlendum fjárfestum og mætti því telja e-s konar bindi- eða tilkynningaskyldu líklegri heldur en fjárfestingarhamlandi skatt á innflæði. Einnig hefur Seðlabankastjóri talað um að slík tól beri að nota með varúð. Úr ræðu Más Guðmundssonar á ársfundi Seðlabanka Íslands 17. mars sl.:

„Fjárstreymistæki til að hamla vaxtamunarviðskiptum og fjármagnshreyfingum sem stuðla að óstöðugleika geta þó ekki nema við mjög óvenjulegar aðstæður orðið hluti af fyrstu víglínunni í baráttunni gegn verðbólgu og þjóðhagslegu ójafnvægi. Slík tæki munu hafa neikvæðar



hliðarverkanir og geta farið að mörkum alþjóðlegra skuldbindinga. En fjárstreymistæki þurfa að vera til taks ef á þarf að halda. Fyrsta víglínan hlýtur yfirleitt að vera hefðbundin hagstjórn peninga- og ríkisfjármála, studd af skipulagsumbótum og réttum efnahagslegum hvötum. Næsta víglína felst þá í fjármálalegum varúðarreglum og því sem hefur verið kallað þjóðhagsvarúðartæki sem miða að því að hamla óhóflegri skuldsetningu, efla viðnámsþrótt fjármálakerfisins og draga úr sveiflumögnun þess. Fjárstreymistækin eru svo yfirleitt í þriðju víglínu og ætlað að styðja við aðra þætti hagstjórnar ef þess gerist þörf.“

Vænta má að tilkynnt verði um útfærslu þessara fjárstreymistækja á næstu vikum eða mánuðum.

## Óneitanlega styrkingarþrýstingur um þessar mundir

Miðað við spár um verðbólgu, viðskiptakjör, utanríkisviðskipti og það sem virðast vera farsæl þáttaskil í sögu gjaldeyrishafta hér á landi mætti ætla að horfur fyrir krónuna næstu misseri bentu mun frekar til styrkingar en veikingar. Við það má bæta að afborgunarferill erlendra skulda hefur fegrast til muna að undanfögnu og aðgengi að erlendum lánsfjármörkuðum er töluvert betra en sést hefur hér á landi árum saman. Að hve miklu leyti innlendir aðilar munu leita úr landi á árinu veltur á því hvers konar heimildir verða veittar af yfirvöldum, en einnig á aðstæðum á fjármálamörkuðum hér heima og erlendis. Það er því samspil margra þátta annarra en utanríkisviðskipta sem mun ráða því hvernig gengi krónu hreyfist á komandi mánuðum. Í því samhengi verður gagnlegt að fylgjast vel með framvindu peningastefnu og afnáms gjaldeyrishafta í náinni framtíð.

### Greiningardeild Arion banka

Anna Hrefna Ingimundardóttir  
anna.ingimundardottir@arionbanki.is

Hrafn Steinarsson  
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

Erna Björg Sverrisdóttir  
erna.sverrisdottir@arionbanki.is

Konráð S. Guðjónsson  
konrad.gudjonsson@arionbanki.is

Elvar Ingi Möller  
elvar.moller@arionbanki.is

### Forstöðumaður

Stefán Broddi Guðjónsson  
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

[Hér má finna fyrirvara](#)