



Fimm ástæður fyrir því að krónan er of sterk

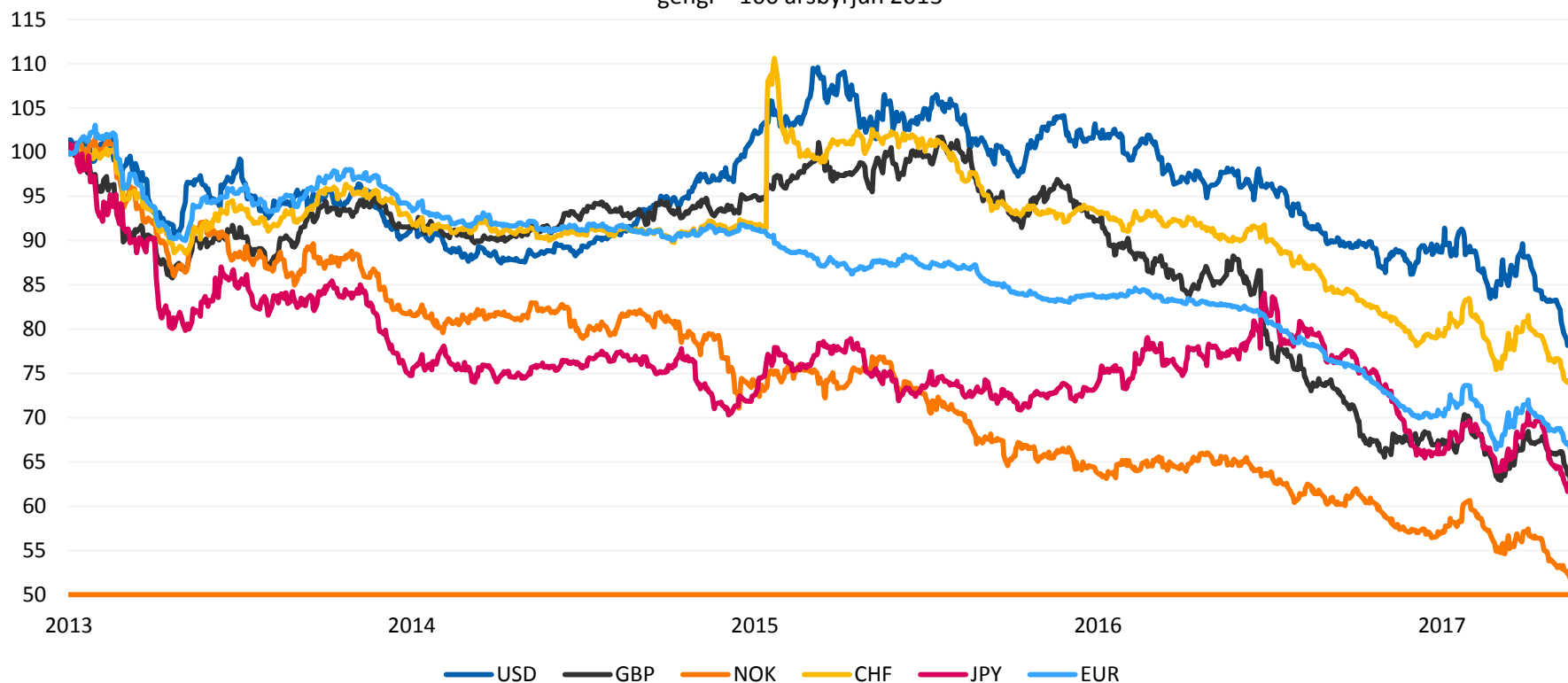
Greiningardeild Arion banka
30. maí 2017

Hröð gengisstyrking síðustu misseri – nafngengi krónunnar hefur aldrei styrkst jafn mikið á 12 mánaða tímabili frá a.m.k. 1961

Pundið um helmingi ódýrara en í ársbyrjun 2013 – evran um þriðjungi ódýrari

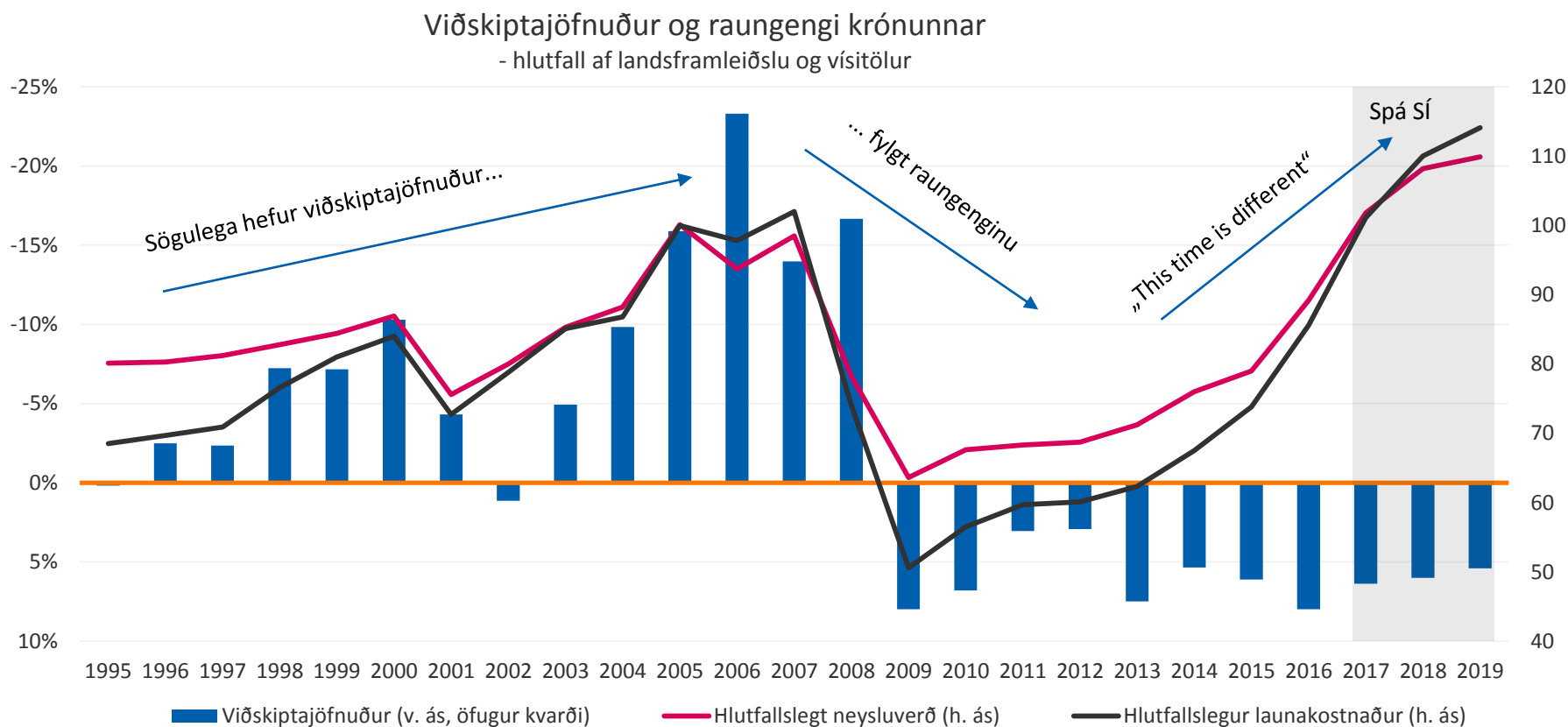
Gengi krónunnar gagnvart helstu myntum

- gengi = 100 ársbyrjun 2013



Spurningin sem vaknar er: Ræður hagkerfið við þetta gengi án tilfinnanlegrar aðlögunar?

Seðlabankinn telur að hagkerfið muni búa við ríflegan viðskiptaafgang þegar raungengið er í hæstum hæðum



Við teljum að raungengi krónunnar sé líklega orðið of hátt

Óvissan er talsverð en innstæðan fyrir frekari styrkingu er a.m.k. orðin lítil

- Fimm ástæður fyrir því að krónan er orðin of sterk:
 1. Ísland er að líkindum dýrasta land í heimi
 2. Laun á Íslandi eru með því allra hæsta sem gerist
 3. Afkoma í útflutningsgreinum fer hratt versnandi
 4. Talsverður skammtímameðbyr með krónunni síðustu mánuði
 5. Krónan er líklega komin yfir jafnvægisraungengið
- Með sterkri krónu skapast gott svigrúm fyrir lífeyrissjóði til að auka verulega við erlendar fjárfestingar sínar.
- Það má velta því fyrir sér hvort Seðlabankinn hafi verið of fljótur að hægja á gjaldeyriskaupum þar sem krónan hefur styrkst nokkuð hratt frá því í byrjun febrúar. Það er ekki útilokað og gæti verið skynsamlegt fyrir Seðlabankann að gefa aftur í á gjaldeyrismarkaði ef krónan styrkist enn frekar.
- Er krónan þá að fara að veikjast? Nei líklega ekki mikið á næstunni, þvert á móti teljum við að til skemmri tíma sé hægfara styrking líklegri. Líkur á miklu gengisfalli eru einnig litlar. Við getum þó orðað það þannig að **við teljum að líkurnar á því að krónan verði veikari eftir fimm ár vera meiri en líkurnar á því að hún verði sterkari.**

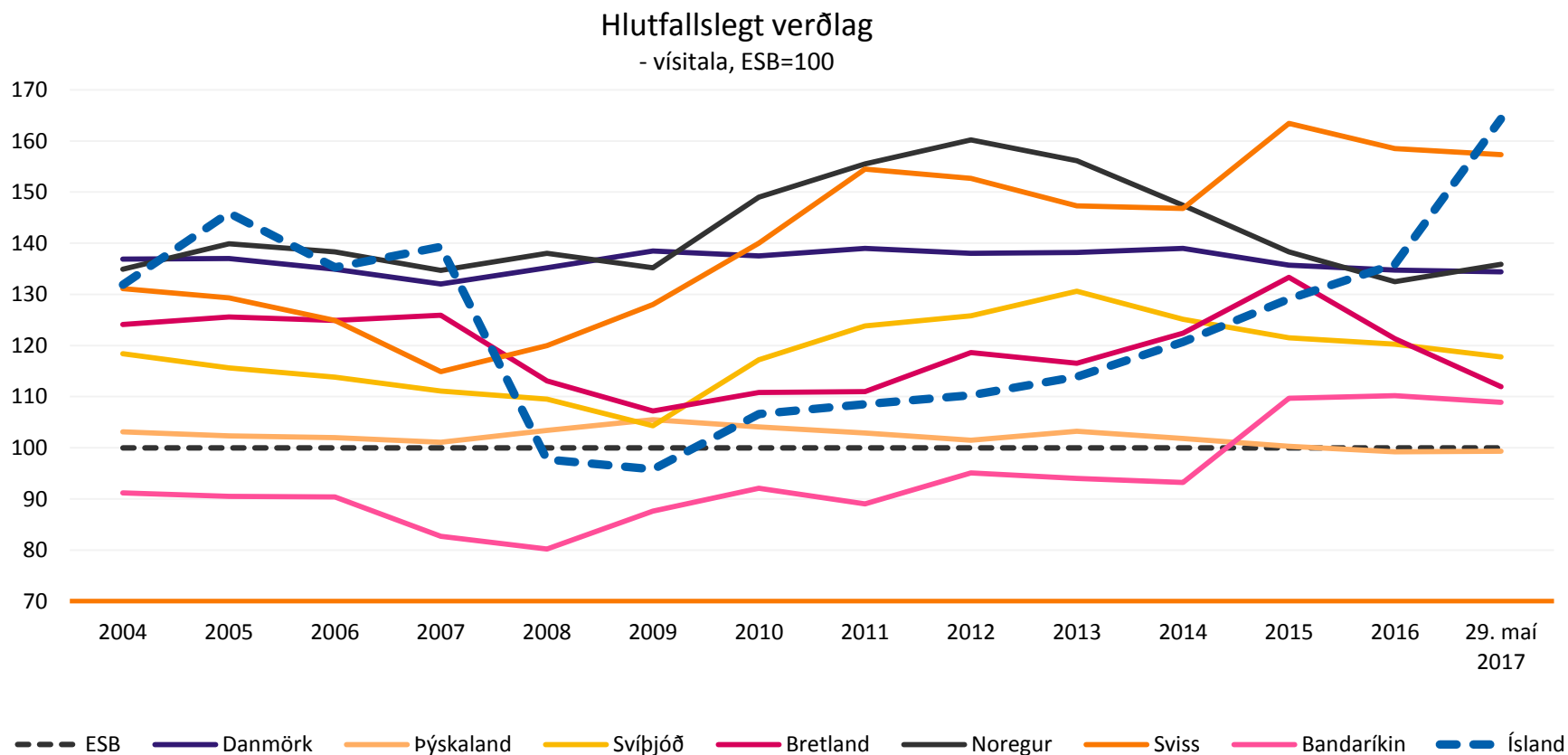
1. Ísland er að líkindum dýrasta land í heimi

Verðlag á vörum og þjónustu í erlendri mynt er sérlega hátt hér um þessar mundir sökum sterkari krónu.

Kenningin um kaupmáttarjöfnuð, eða að hlutfallslegt verðlag sé til lengri tíma nokkuð fast milli landa, er ein af þeim sem fræðimenn eru helst sammála um að geti útskýrt gengi gjaldmiðla til lengri tíma.

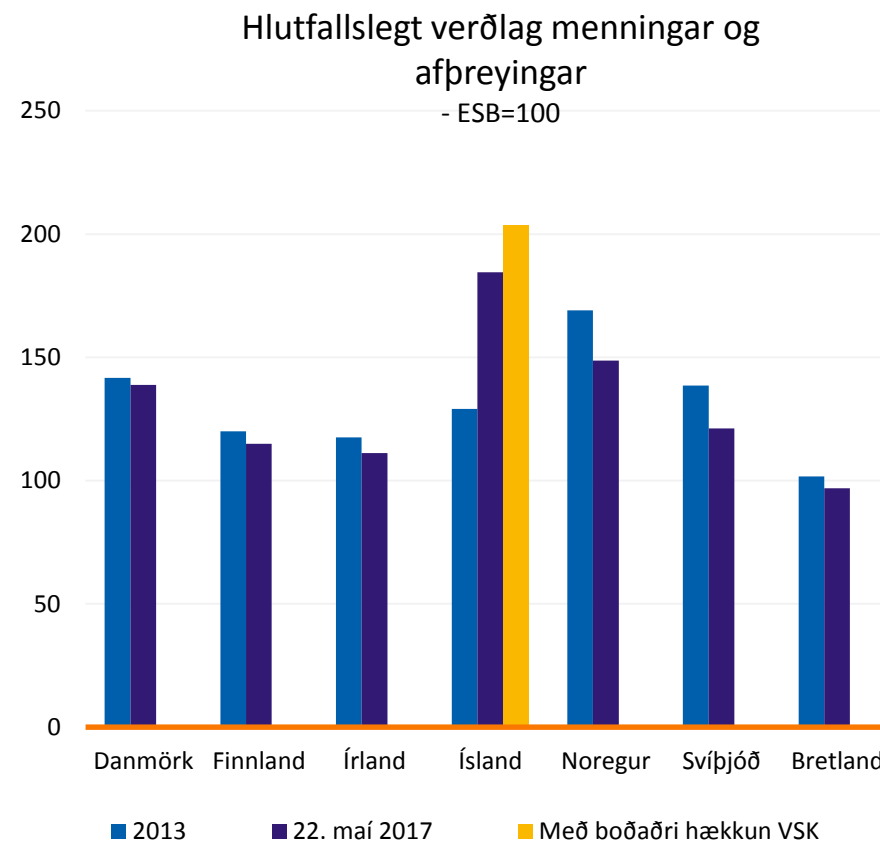
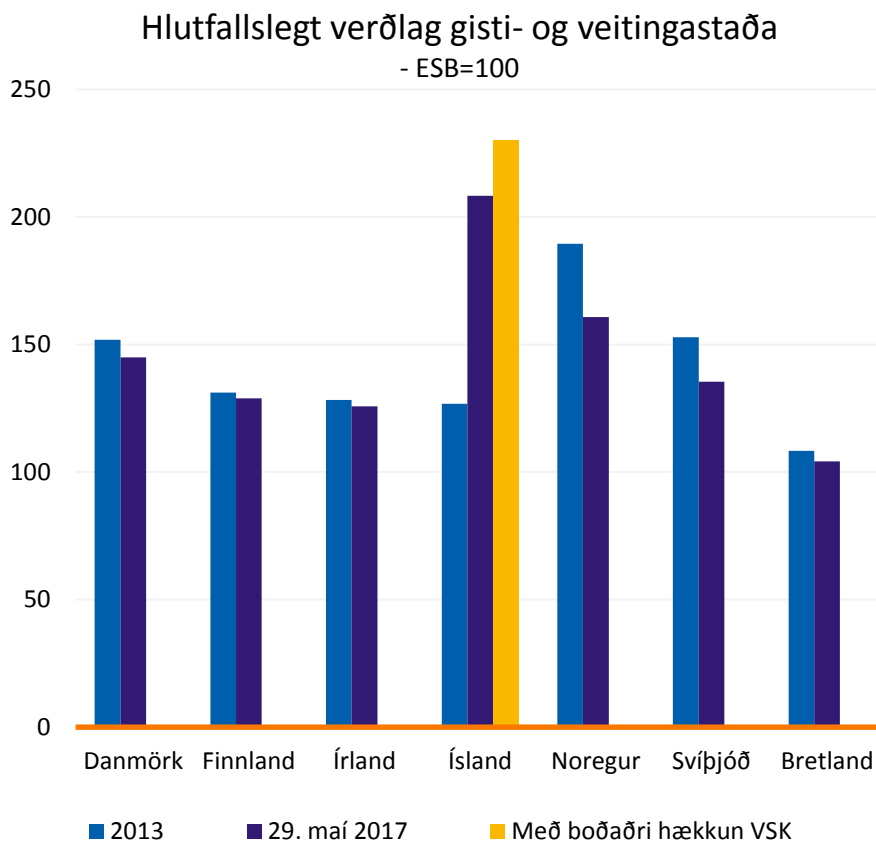
Verðlag á Íslandi er að öllum líkindum það hæsta á byggðu bóli

Verðlag á Íslandi, fyrir utan húsnæðisverð, er um 21% hærra en í Noregi



Verðlagið sem ferðamenn standa frammi fyrir er hlutfallslega mjög hátt

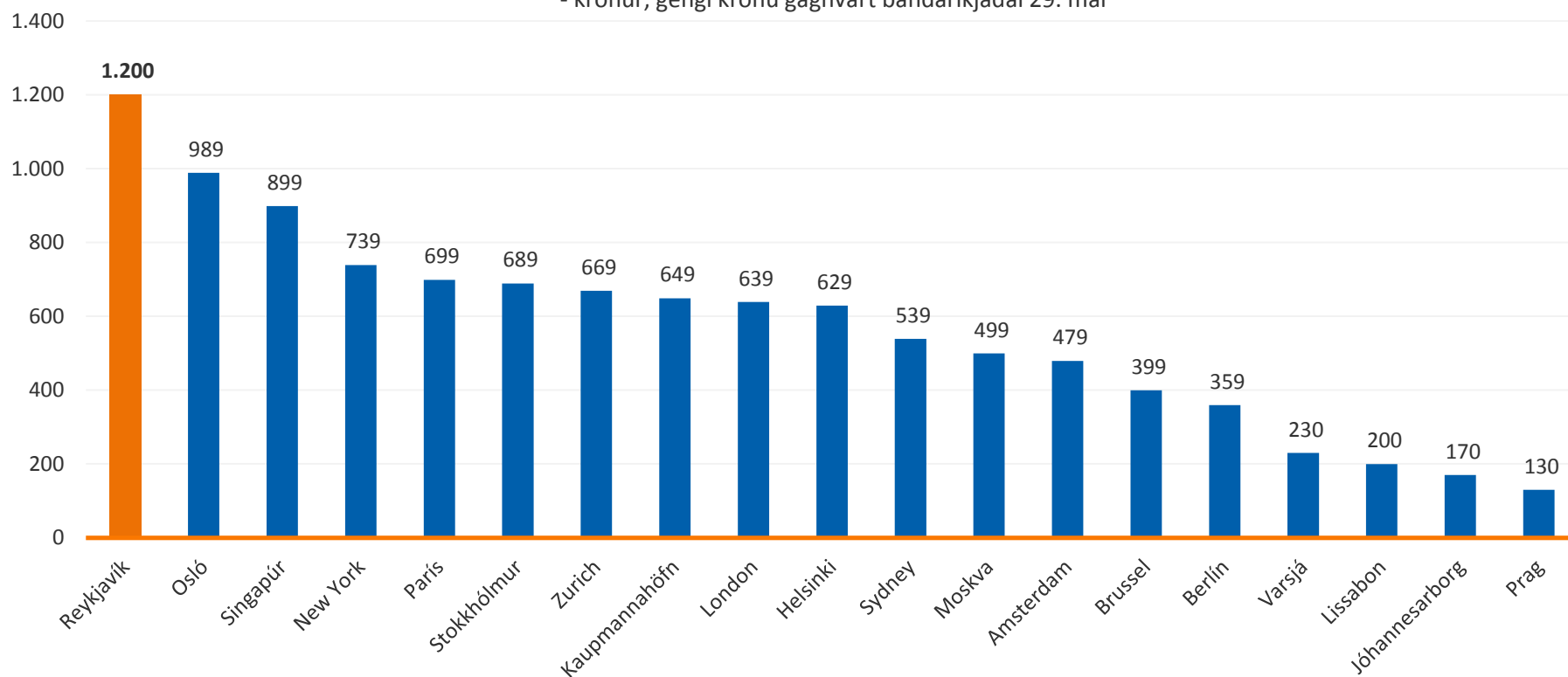
Gisting og veitingar eru 29% dýrari hér en í Noregi – algjör viðsnúningur fyrir tilstilli gengisbreytinga



„Björgengi“ krónunnar er vanalega hátt en nýleg þróun gerir það sérstaklega hátt

Bjór í Reykjavík kostar nífalt meira en í Prag, næstum tvöfalt meira en í London skv. Business Insider

Verð á stórum bjór á bar í nokkrum borgum
- krónur, gengi krónu gagnvart bandaríkjadal 29. maí

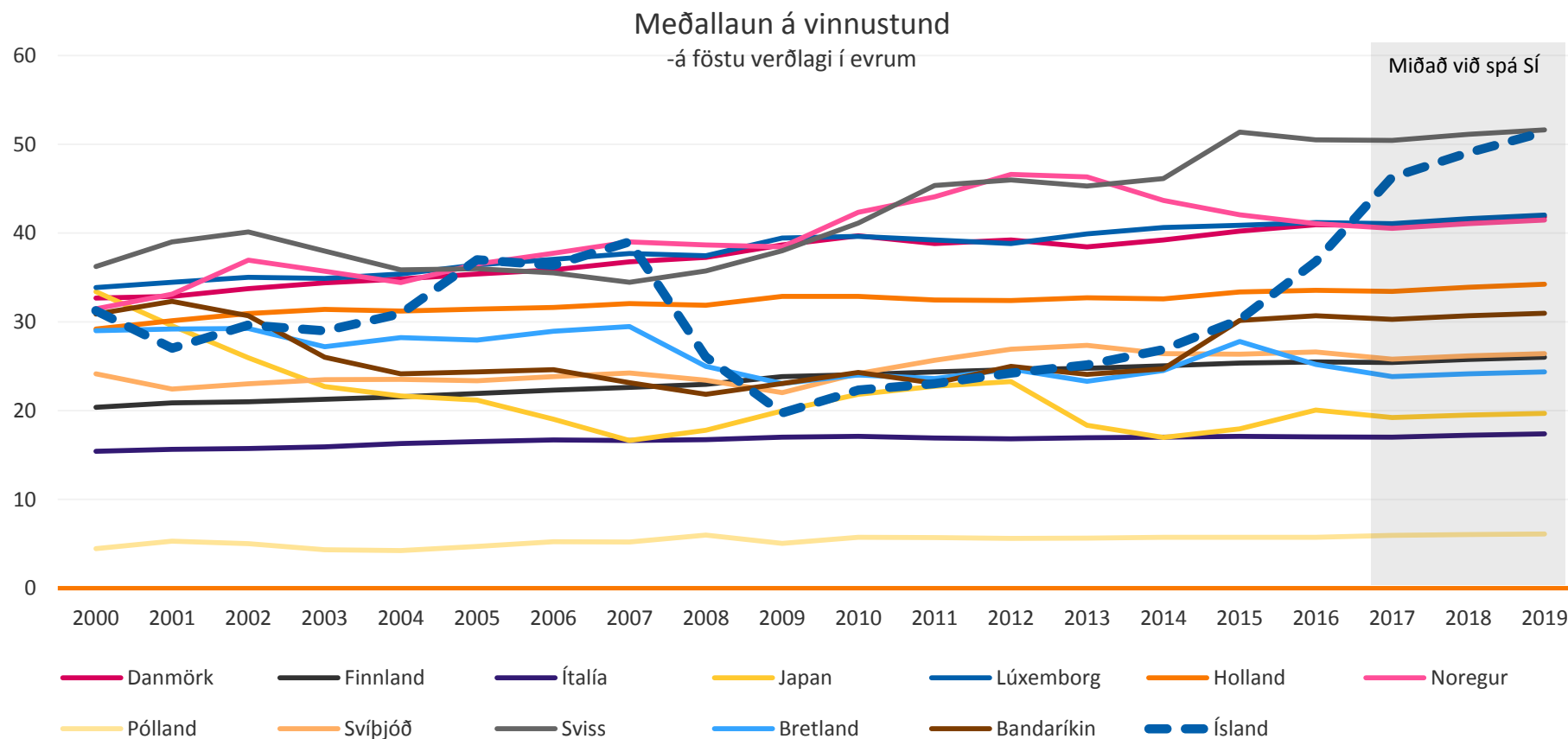


2. Laun á Íslandi eru með því allra hæsta sem gerist

Aftur á móti er framleiðni vinnuafls hér við meðaltal OECD. Þetta rýrir samkeppnisstöðu þjóðarbúsins.

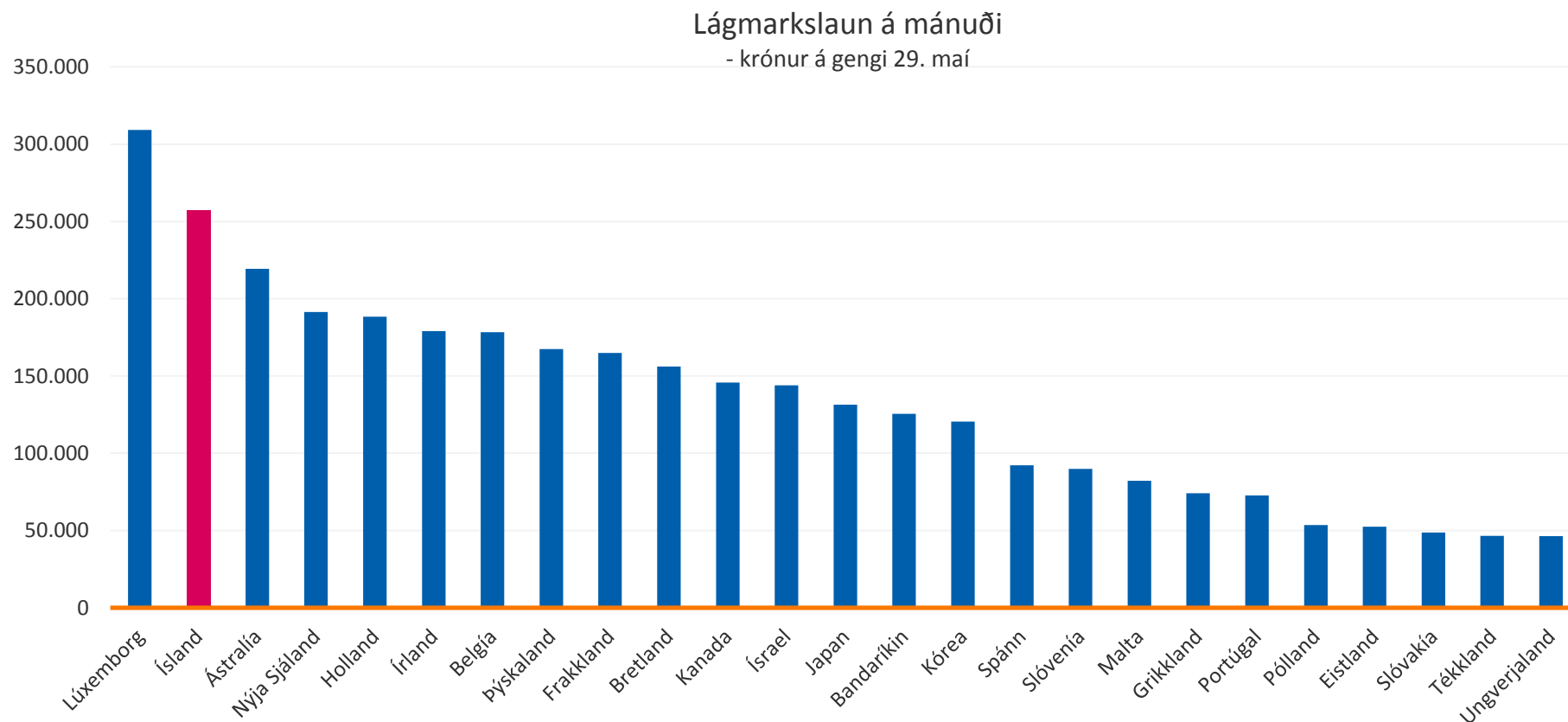
Gengisstyrkingin þýðir að laun hafa meira en tvöfaldast í erlendri mynt frá 2009

Laun á Íslandi virðast almennt vera orðin nokkuð hærri en á Norðurlöndunum



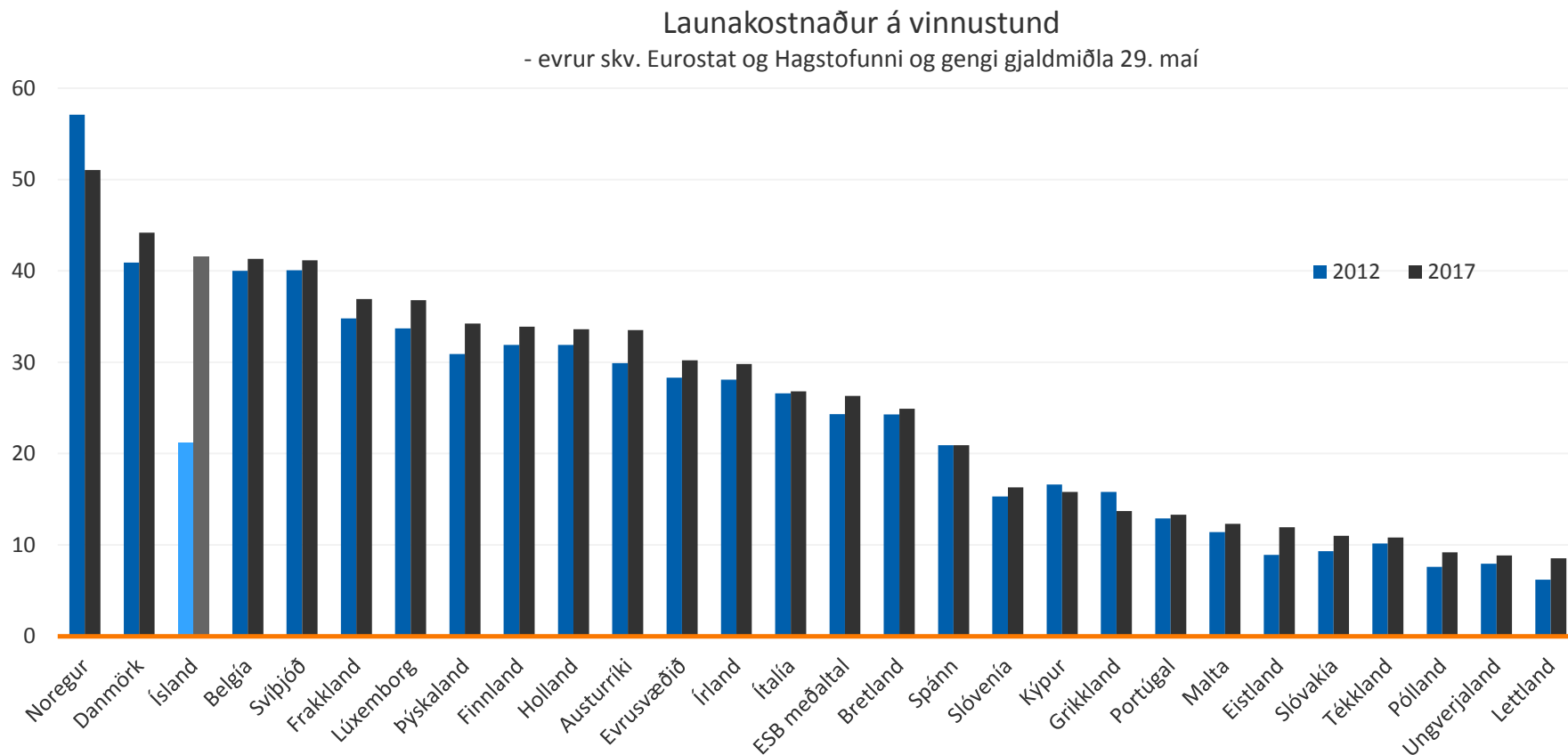
Lágmarkslaun hér á landi eru einnig með því allra hæsta sem gerist

Miðað við lægstu laun skv. kjarasamningum Starfsgreinasambands Íslands og Samtaka atvinnulífsins



Hærri launum fylgir hærri launakostnaður fyrir fyrirtæki

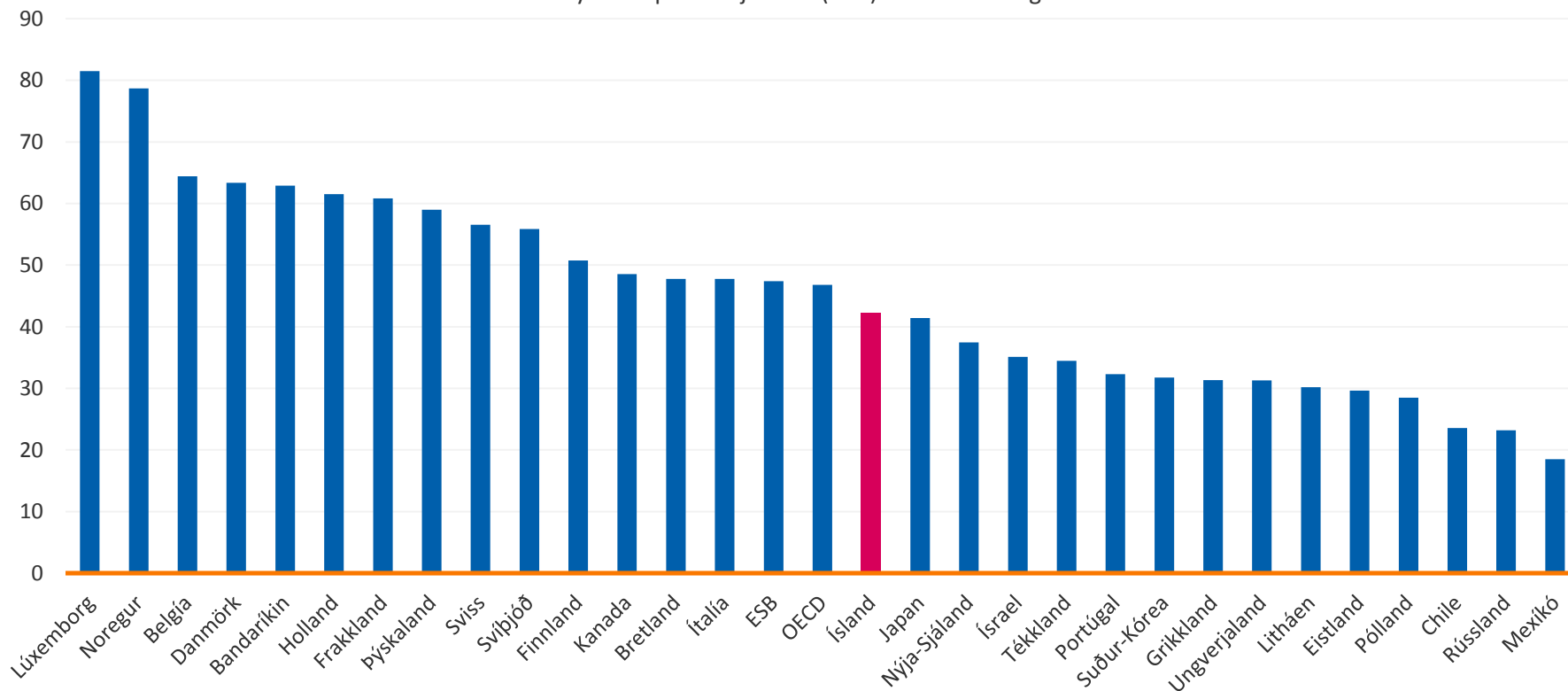
Annar mælikvarði og önnur gögn – sama sagan: Mjög há laun í alþjóðlegum samanburði



Þrátt fyrir þessi háu laun í erlendri mynt er framleiðni, þegar leiðrétt hefur verið fyrir mismunandi verðlagi milli landa, fremur lítil hér á landi

Framleiðni vinnuafis á Íslandi er lægri en í ESB að meðaltali. Að jafnaði fylgir hátt raungengi meiri framleiðni.

Framleiðni: Landsframleiðsla á vinnustund 2016
-leiðrétt fyrir kaupmáttarjöfnuði (PPP) í USD á verðlagi 2010



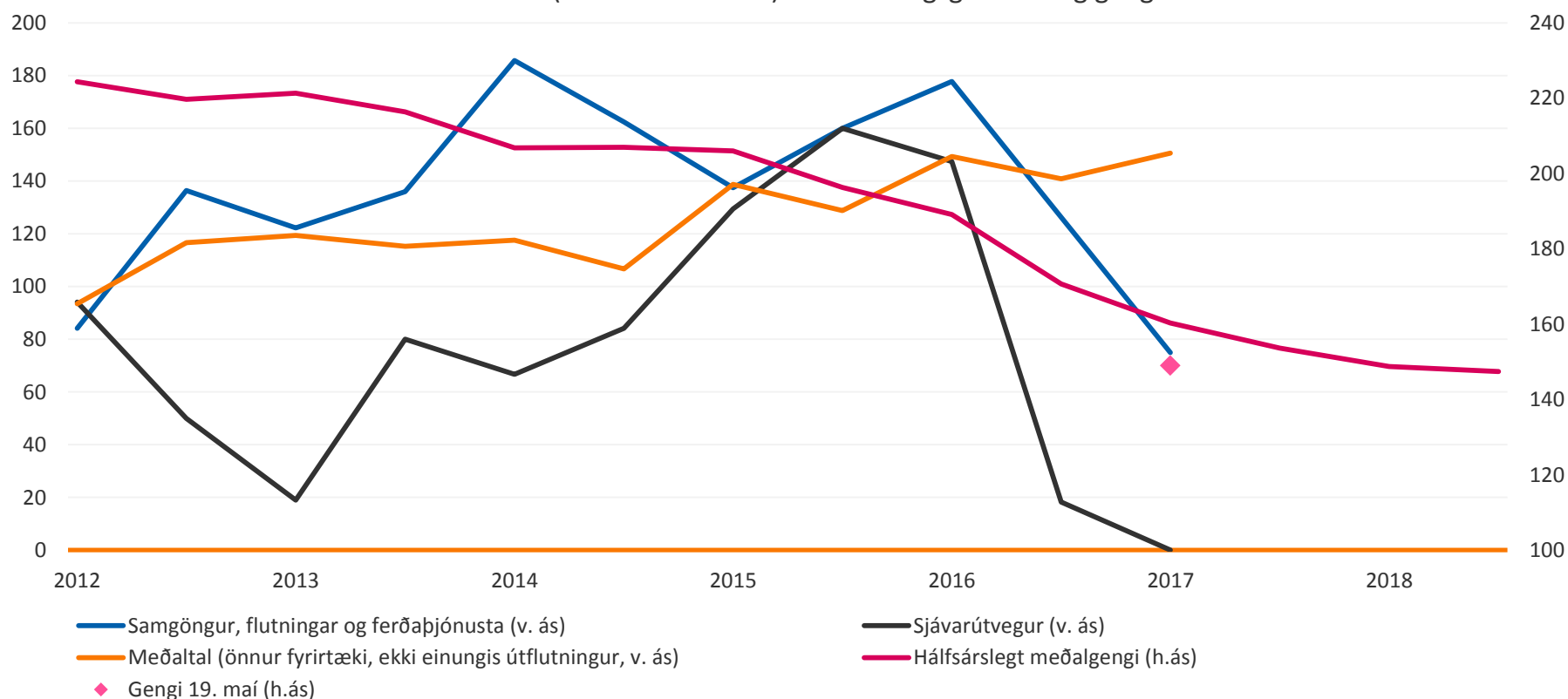
3. Afkoma í útflutningsgreinum fer hratt versnandi

Útflutningsgreinar standa frammi fyrir verðhjöðnun tekjumegin en verbólgu gjaldamegin.

Afkoma útflutningsgreina virðist fara versnandi

Engin sjávarútvegsfyriræki segja að EBITDA hafi aukist sl. 6 mánuði og fleiri ferðaþjónustufyrirtæki segja að afkoman hafi versnað heldur en þau sem segja að hún hafi batnað

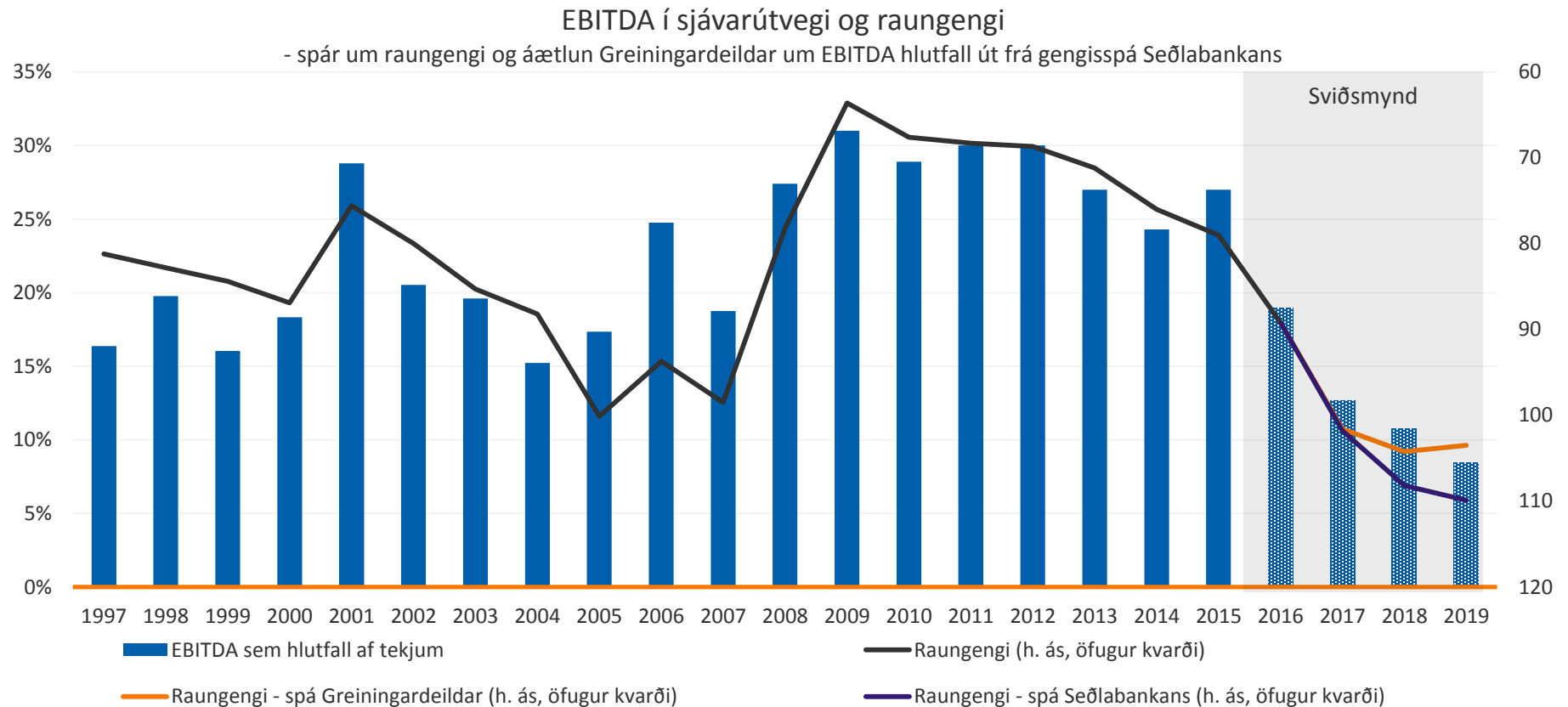
Vísitala EBITDA (síðustu 6 mánuði)* í útflutningsgreinum og gengi krónunnar



Heimildir: Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Arion banka. *Ef vísitalan er 100 þá eru jafnmörg fyrirtæki sem segja að EBITDA hafi aukist og minnkað. Ef vísitalan fer undir hundrað þá eru fleiri fyrirtæki sem segja að EBITDA hafi minnkað en aukist og öfugt. Ef vísitalan tekur gildið 0 þýðir að ekkert fyrirtæki hafi sagt að EBITDA hafi aukist.

Útlit er fyrir að afkoma í sjávarútvegi verði sú lakasta í langan tíma

Óvissan er mikil og breytileikinn milli fyrirtækja enn meiri, en líkur eru á að næstu ár verði erfið fyrir mörg sjávarútvegsfyrirtæki. Gæti kallað á talsverða hagræðingu á ýmsum sviðum greinarinnar.



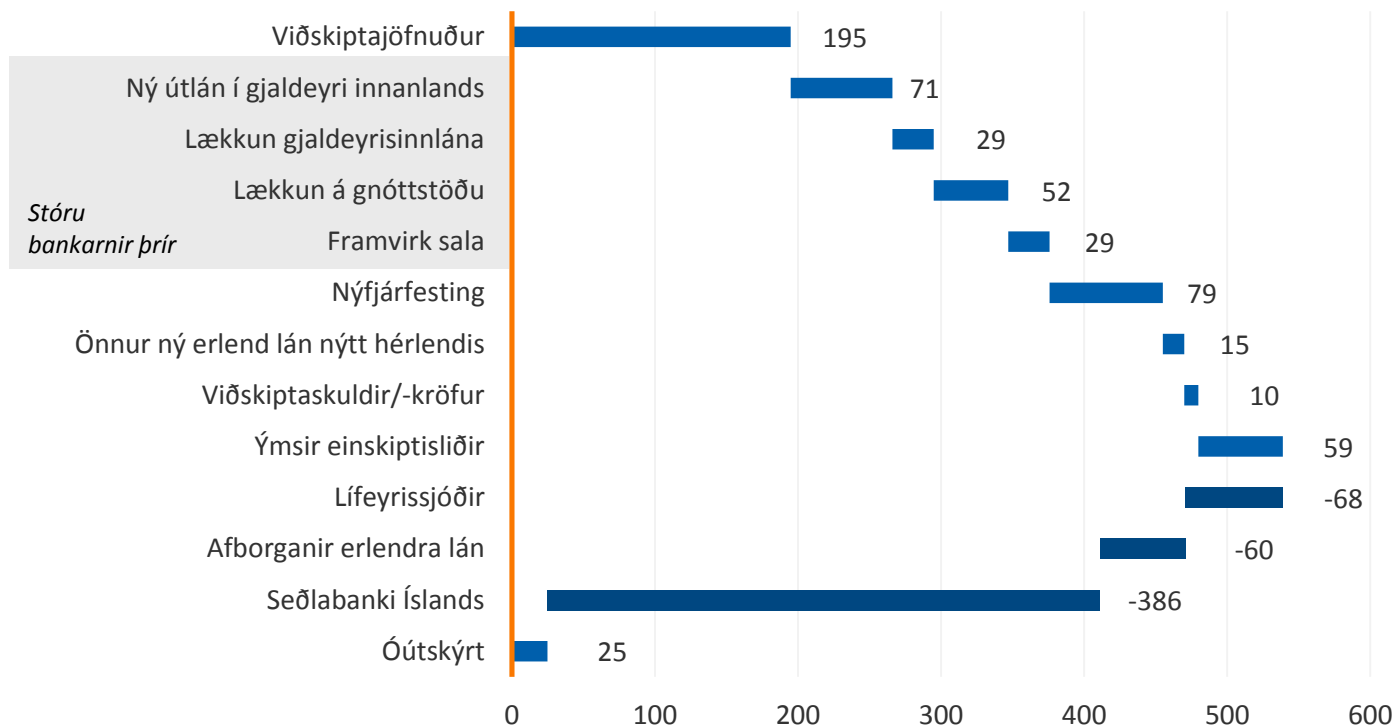
4. Talsverður skammtíma meðbyr með krónunni síðustu mánuði

Hann getur varað lengur en líklega ekki að eilífu og gæti jafnvel snúist við. Ríkjandi væntingar um gengisstyrkingu hafa vafalaust haft áhrif.

Fjármagnsflæðið í fyrra var mjög hliðholtt krónunni

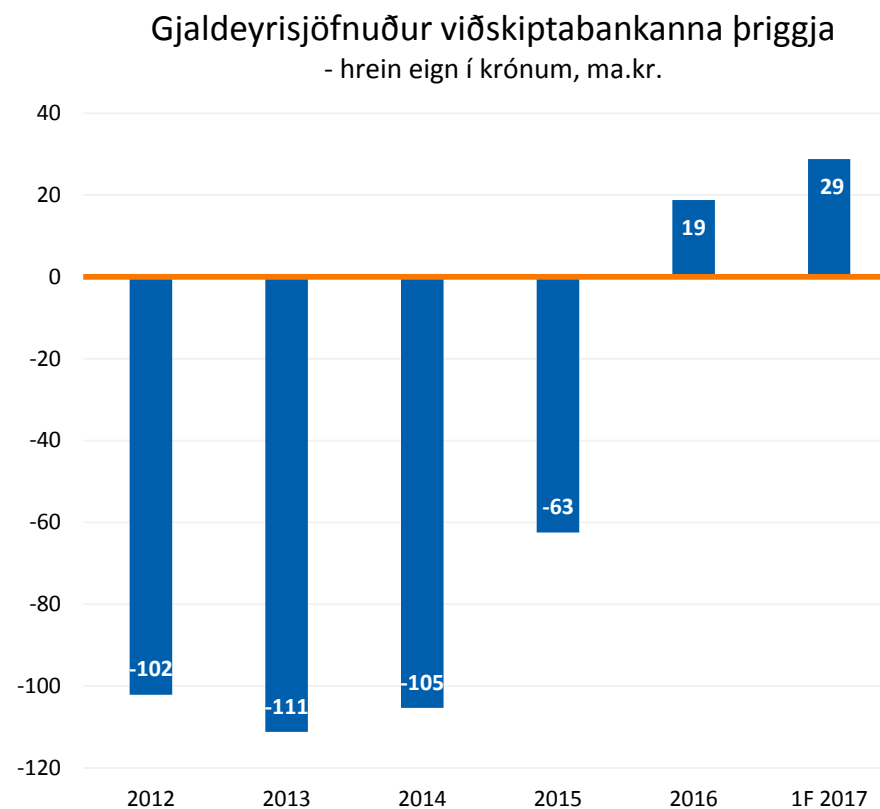
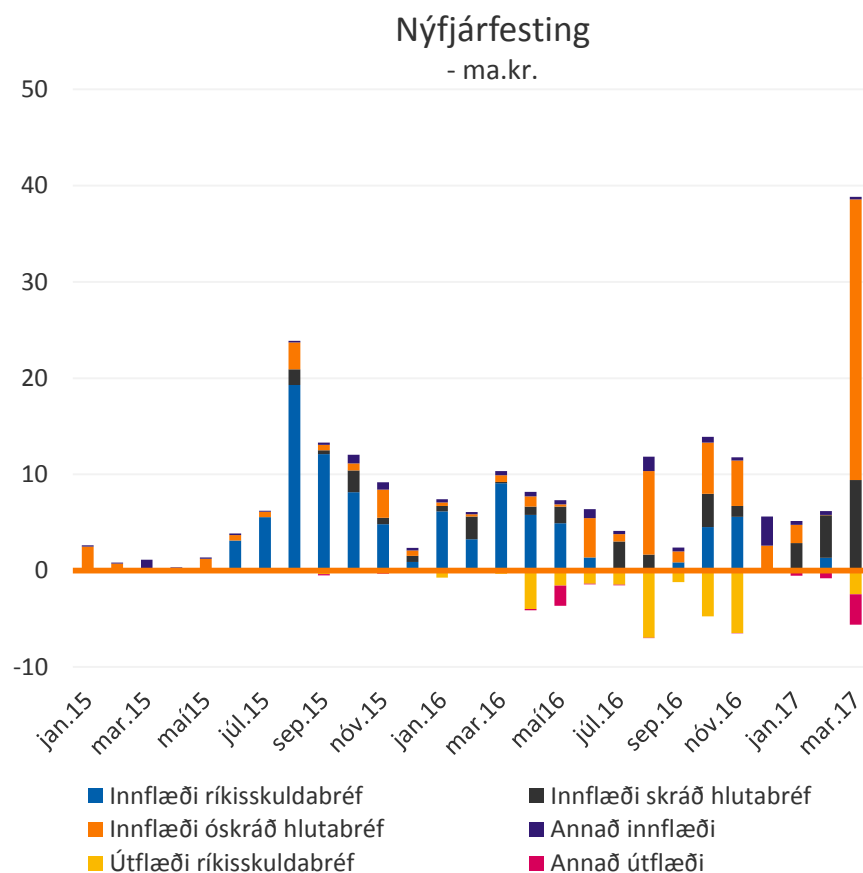
Sem þýddi e.t.v. meiri styrkingu en líklegt þótti í byrjun ársins. Mikill hagvöxtur, vöxtur einkaneyslu, mikil fjárfesting og síðast en ekki síst ferðaþjónusta spila þar stóra rollu.

Flæði á gjaldeyrismarkaði 2016
- ma.kr., jákvætt formerki þýðir nettó sölu gjaldeyris



Á fyrri hluta ársins hefur sú þróun haldið áfram með talsverðri nýfjárfestingu

Einnig hafa bankarnir áfram haldið að bæta hreina eignastöðu sína í krónum sem kallar á sölu gjaldeyris

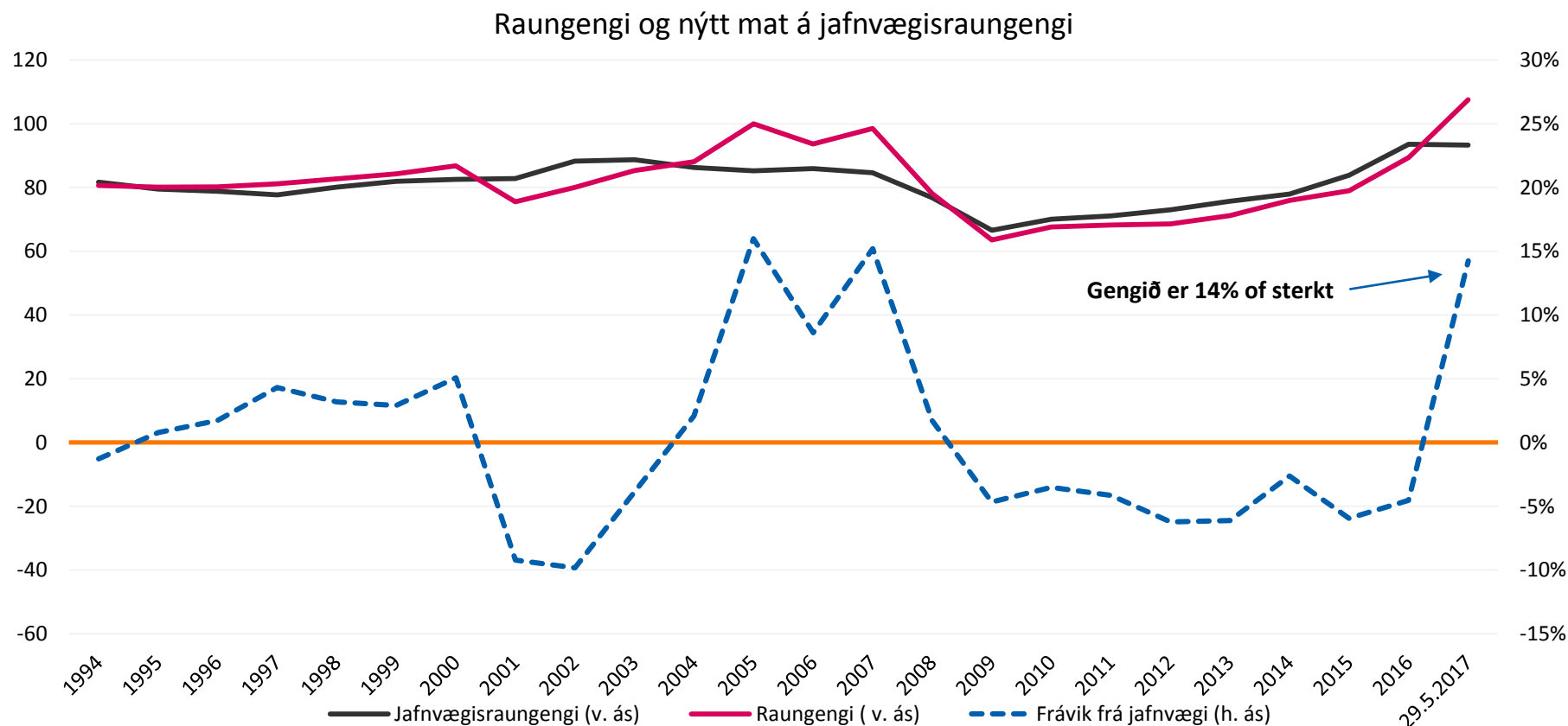


5. Margt bendir til þess að raungengi krónunnar sé yfir jafnvægisraungenginu

Raungengið er yfir jafnvægisraungengi bæði skv. okkar mati og nýjasta mati Seðlabankans.

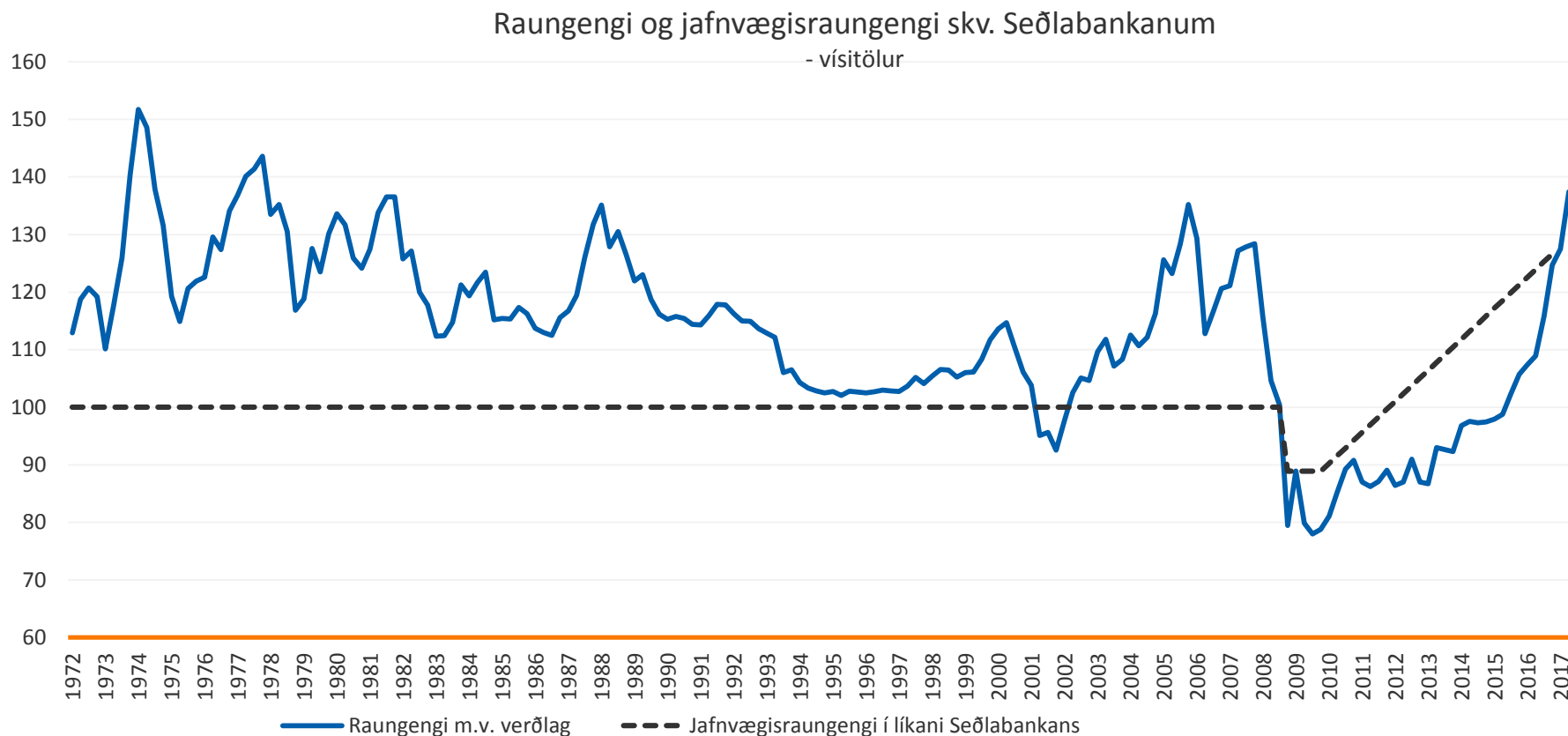
Miðað við einfalt mat á jafnvægisraungengi er það nú 14% yfir jafnvægisgildi sínu

Mikil óvissa er þó um það mat og jafnvægisraungengið getur breyst nokkuð yfir tíma



Seðlabankinn áætlar í líkani sínu að jafnvægisraungengið hafi hækkað um 27% frá því fyrir hrun

Grunsamlega hröð og fullkomlega línuleg hækkun sem er samt ein helsta ástæða þess að Seðlabankinn spáir frekari styrkingu. Raungengið er 9% yfir síðasta mati Seðlabankans á jafnvægisraungengi.

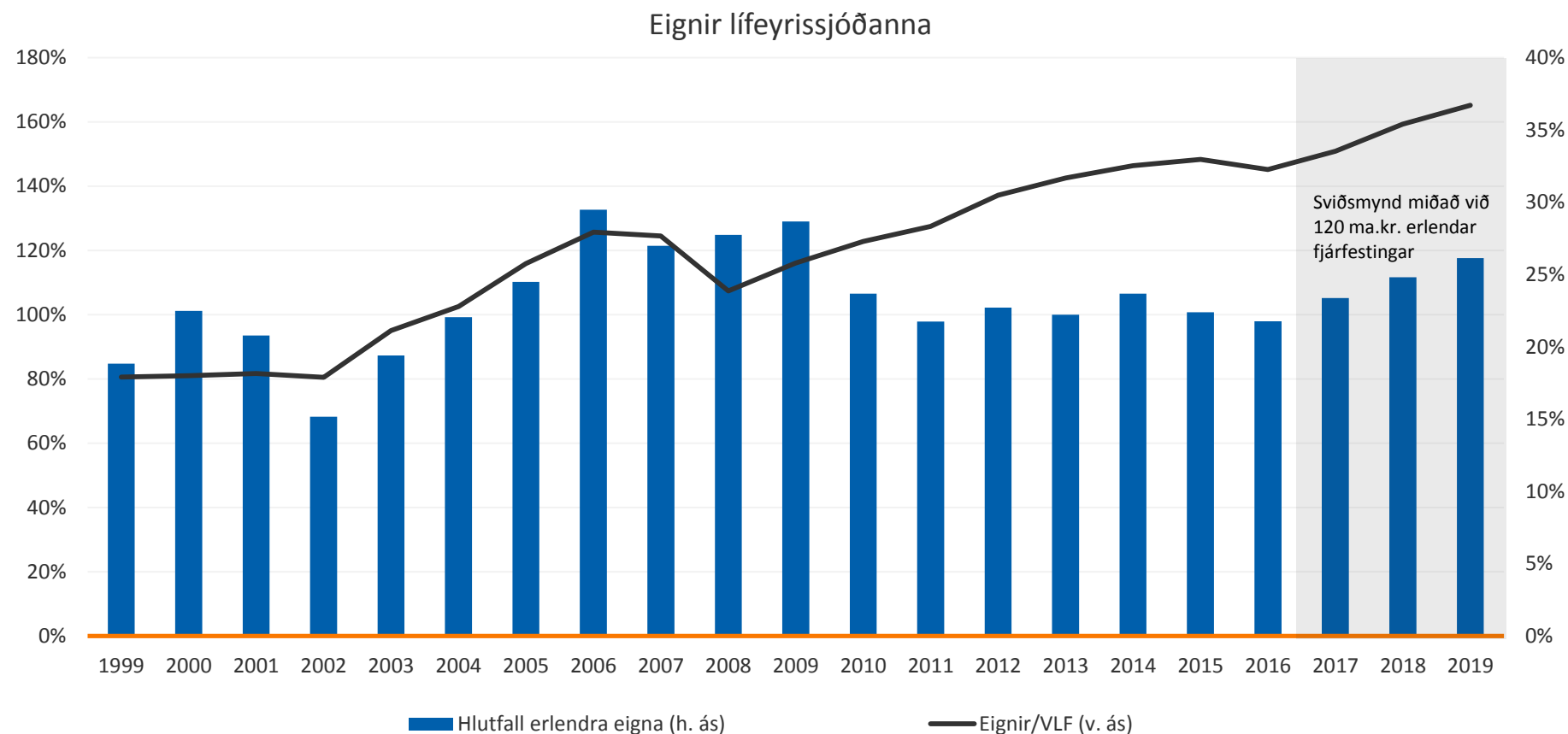


Gott tækifæri fyrir lífeyrissjóði og aðra fjárfesta til að horfa út fyrir landsteinana í auknu mæli

Lífeyrissjóðir þurfa að auka vægi erlendra eigna í eignasafni sínu og með hliðsjón af gengi krónununnar, að öðru óbreyttu, er það aldrei jafn hagstætt og þegar hún er sterk.

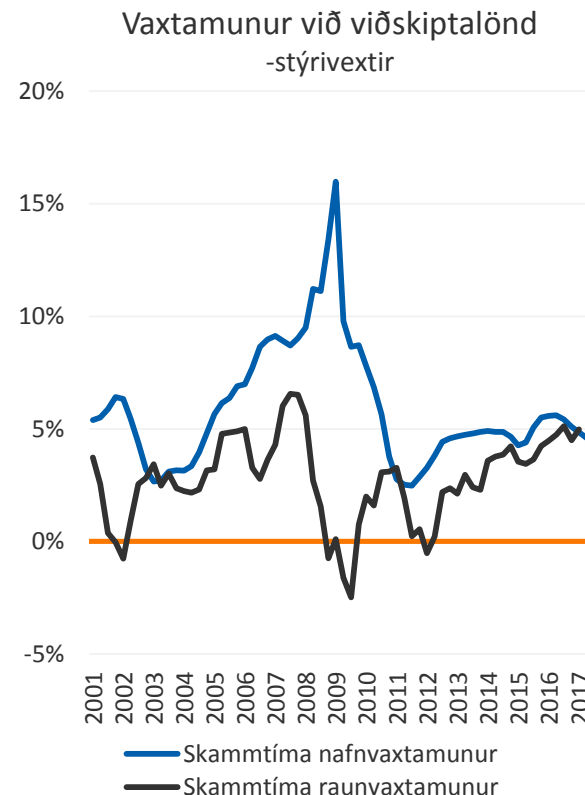
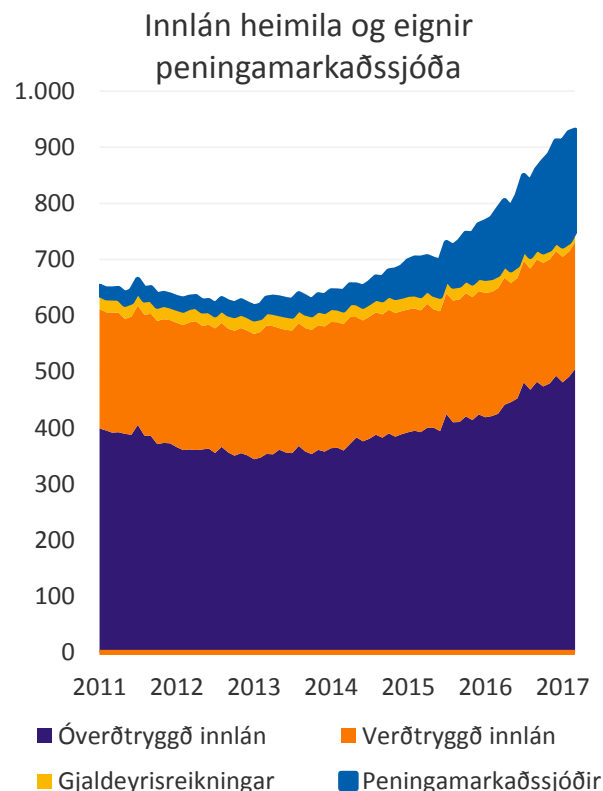
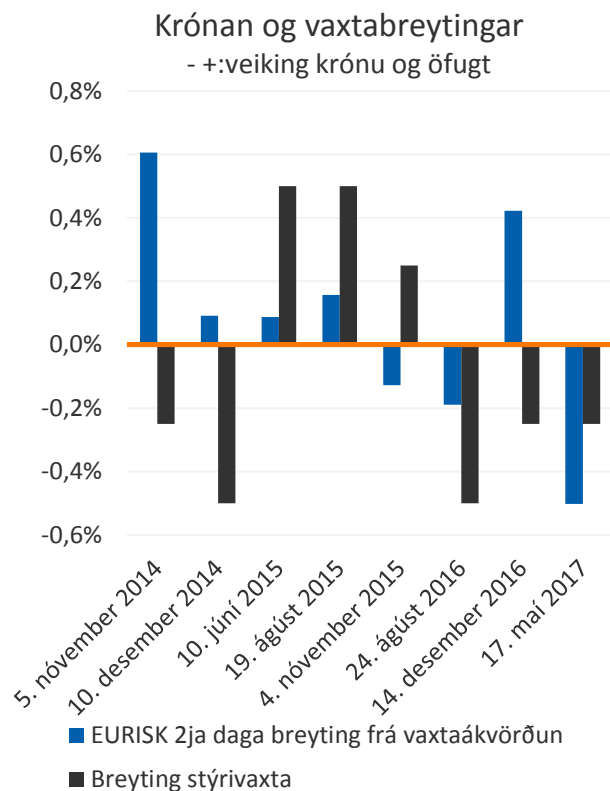
Lífeyrissjóðirnir fóru eingöngu út með 68 ma.kr. í fyrra sem er of lítið til að auka verulega erlendar eignir þeirra

Með því að auka þá fjárhæð um 50 ma. kr. myndi erlend eignastaða batna hægt og bítandi



Talsverður vaxtamunur heldur aftur af útflæði fjármagns en er þó ekki lykilatriði varðandi nýlega styrkingu krónunnar

Veruleg vaxtalækkun væri líklega til að hreyfa við innlendum fjárfestum, þó nýlegar vaxtalækkunir hafi hingað til haft hverfandi áhrif á fjármagnsflæði. Lækkun vaxta gæti ógnað nýfengnum verðstöðugleika með slökun á aðhaldi og veikari krónu. Seðlabankinn er bundinn af lögun til að ná verðstöðugleika, ekki gengisstöðugleika.



Seðlabankinn hefur hægt verulega á gjaldeyriskaupum

Gæti reynst varasamt þegar krónan er í hæstu hæðum. Ef krónan reynist vera of sterk gæti það reynst mjög kostnaðarsamt fyrir hagkerfið en áhrif þess geta komið fram með mikilli töf.

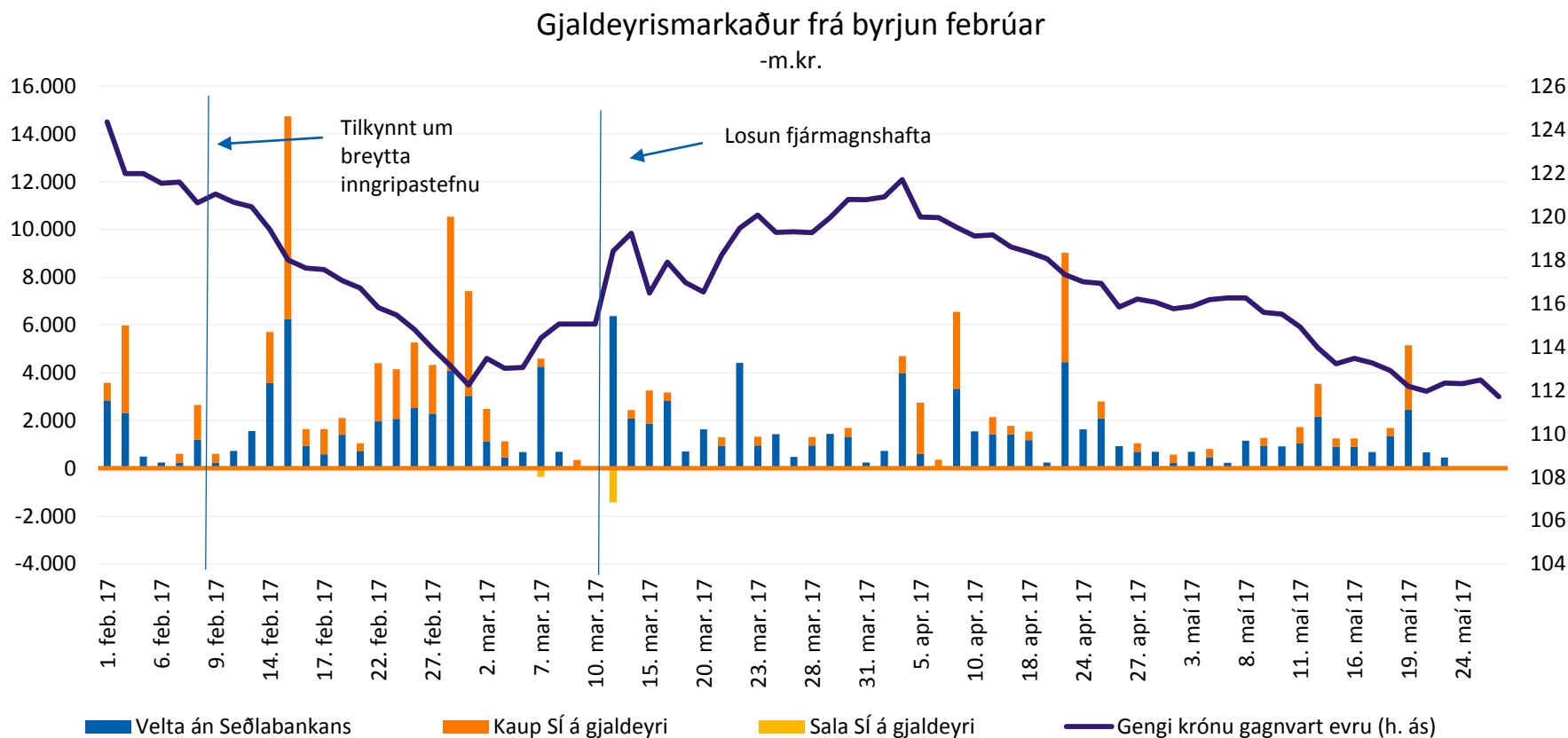
Á móti vegur að Seðlabankinn er ekki alvitur, gjaldeyrisinngrip eru ekki gallalaus og að vaxtamunur er Seðlabankanum mjög óhagstæður.

Að okkar mati gæti þó Seðlabankinn gefið aftur í gjaldeyriskaupin þar sem krónan er líklega yfir jafnvægisraungengi og gjaldmiðlar hafa tilhneigingu til að yfirskjóta.

Haldi krónan áfram að styrkjast er líklegt að Seðlabankinn stígi inn á gjaldeyrismarkað með meiri þunga.

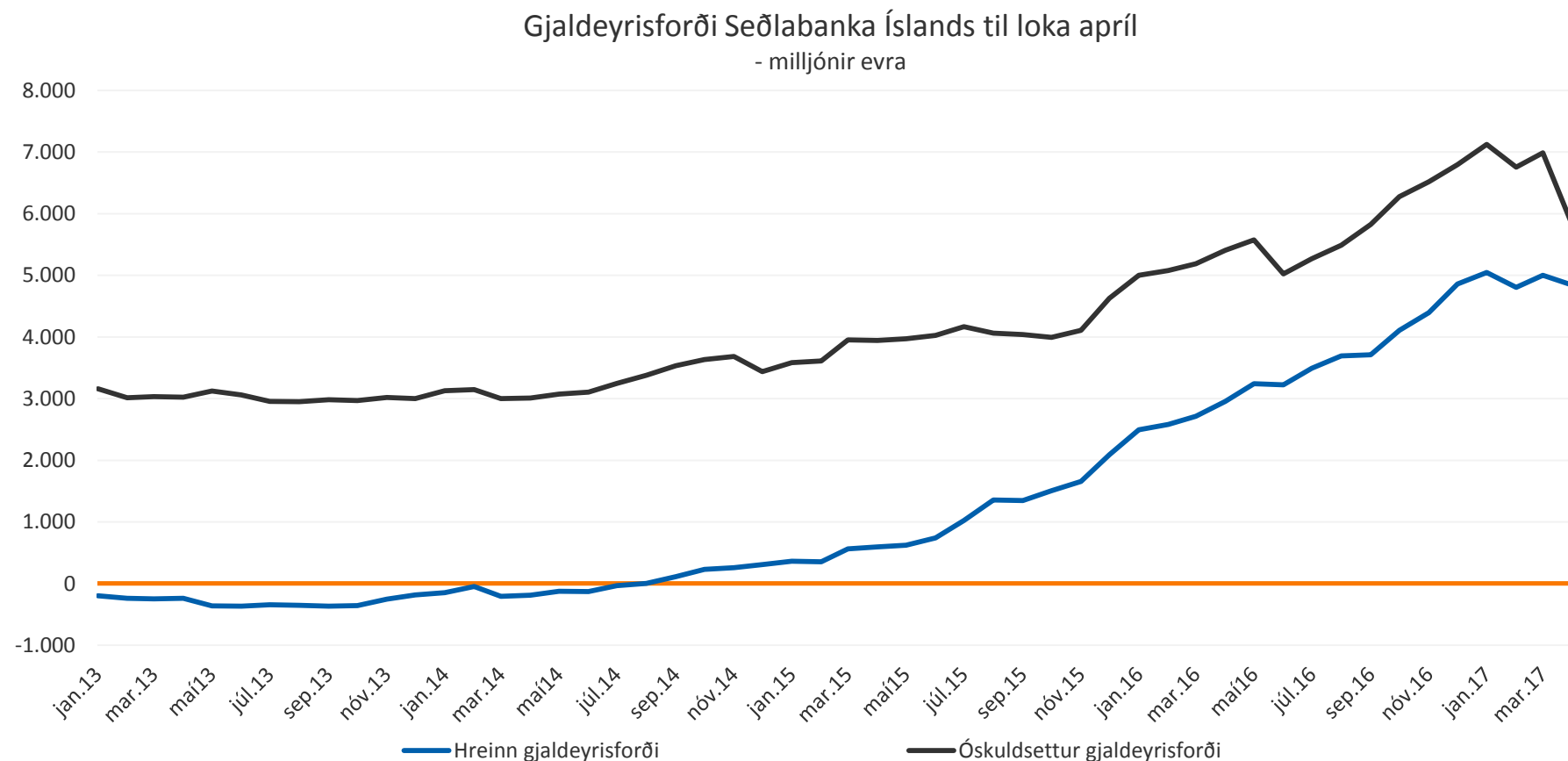
Seðlabankinn hefur keypt talsvert af gjaldeyri síðustu vikur

Takturinn er þó mun hægari en á síðasta ári



Hreinn gjaldeyrisforði Seðlabankans hefur stækkað hægt síðustu mánuði

Uppgjör við aflandskrónueigendur og niðurgreiðsla erlendra skulda ríkisins hafa þó mikið að segja.



Er þá krónan að fara að veikjast?

Líklega ekki á næstunni og hún getur hæglega styrkst enn meira. Til lengdar ræður hagkerfið þó líklega ekki við núverandi raungengi, og þaðan af síður það sem Seðlabankinn spáir, án þess að eitthvað láti undan. **Um þetta ríkir þó mikil óvissa.**

Hvenær og hversu hratt krónan myndi þá falla er ómögulegt að segja til um. Líkur á gengisfalli á við árið 2008 eru þó hverfandi í ljósi sterkrar ytri stöðu þjóðarbúsins og gjaldeyrisforða Seðlabankans. Einnig er krónan líklega ekki jafn yfirverðlögð og á árunum fyrir hrun.

Við getum þó orðað það þannig að **við teljum að líkurnar á því að krónan verði veikari eftir fimm ár vera meiri en líkurnar á því að hún verði sterkari.** Aðlögun gengisins getur, og hefur oft verið, sársaukafull og til þess að svo verði ekki er aðalatriðið að það styrkist ekki of mikið og ekki of hratt.

Fyrirvari

- Kynning þessi er eingöngu ætluð til upplýsinga og er ekki ætluð sem grundvöllur fyrir ákvörðunum móttakanda. Upplýsingar sem fram koma í þessari kynningu fela ekki í sér loforð eða spá um framtíðina. Bankanum ber ekki skylda til að útvega móttakanda aðgang að frekari upplýsingum en þeim sem fram koma í kynningu þessari, eða til að uppfæra þær upplýsingar sem þar koma fram. Bankanum ber ekki skylda til að leiðrétta upplýsingar, reynist þær rangar.
- Upplýsingar um bankann, dótturfélög og hlutdeildarfélög hafa ekki verið staðfestar. Kynning þessi felur ekki í sér tæmandi upplýsingar um bankann, dótturfélög eða hlutdeildarfélög hans.
- Upplýsingar sem fram koma í kynningu þessari eru byggðar á fyrirliggjandi upplýsingum, áætlunum um væntanlega þróun ytri skilyrða o.fl. Eru upplýsingarnar háðar ýmsum óvissupáttum og geta þær breyst án fyrirvara.
- Bankinn, þ.m.t. hluthafar, stjórnendur, starfsmenn og ráðgjafar þeirra, taka enga ábyrgð á þeim upplýsingum, forsendum og niðurstöðum sem fram koma í kynningunni eða upplýsingum sem eru veittar í tengslum við hana. Munu framangreindir aðilar ekki gefa yfirlýsingar um að upplýsingarnar, forsendurnar og niðurstöðurnar séu nákvæmar, áreiðanlegar eða fullnægjandi og þeir skulu ekki bera skaðabótaábyrgð á tjóni sem rekja má til þess að þær reynist ónákvæmar, óáreiðanlegar eða ófullnægjandi.
- Móttaka þessarar kynningar skal ekki talin fela í sér fjárfestingarráðgjöf af hálfu bankans.
- Með móttöku þessarar kynningar fellst móttakandi á framangreindan ábyrgðarfyrirvara.

Takk fyrir