

**Markaðspunktur í dag:**

- Krónan: Basl í höftum

**Krónan : Basl í höftum**

Á árum áður stjórnaðist gengi krónunnar að miklu leyti af fjármagnshreyfingum til og frá landinu en þá var mikill halli á viðskiptajöfnuði fjármagnaður með samvarandi gjaldeyrisinnflæði í gegnum fjármagnsjöfnuð. Nú er öldin önnur því þrátt fyrir að afgangur sé á viðskiptum við útlönd fer sá afgangur allur í að borga af erlendum lánum. Útlit er fyrir að áframhaldandi niðurgreiðslur erlendra lána en gengi krónunnar mun ráðast af því hvort viðskiptajöfnuður landsins dugi fyrir afborgunum þeirra.

Gengi gjaldmiðils ræðst af greiðslujöfnuði sem skipta má niður í tvo aðgreinda hluta: viðskipta- og fjármagnsjöfnuð. Gengisbreytingar verða þegar greiðslujöfnuður er ekki jafn núlli. Í kjölfarið aðlagast viðskiptajöfnuður annars vegar og fjármagnsjöfnuður hins vegar til að koma á jafnvægi í gjaldeyrisflæði til og frá landinu. Viðskipta- og fjármagnsjöfnuður er því spegilmynd hvors annars og vinna saman til að koma greiðslujöfnuði við útlönd í jafnvægi.

$$\text{Greiðslujöfnuður} = \text{Viðskiptajöfnuður} + \text{Fjármagnsjöfnuður}$$

Vöru- og þjónustuviðskipti	Fjármagnshreyfingar til og frá landinu
Vextir og arður til og frá landinu	

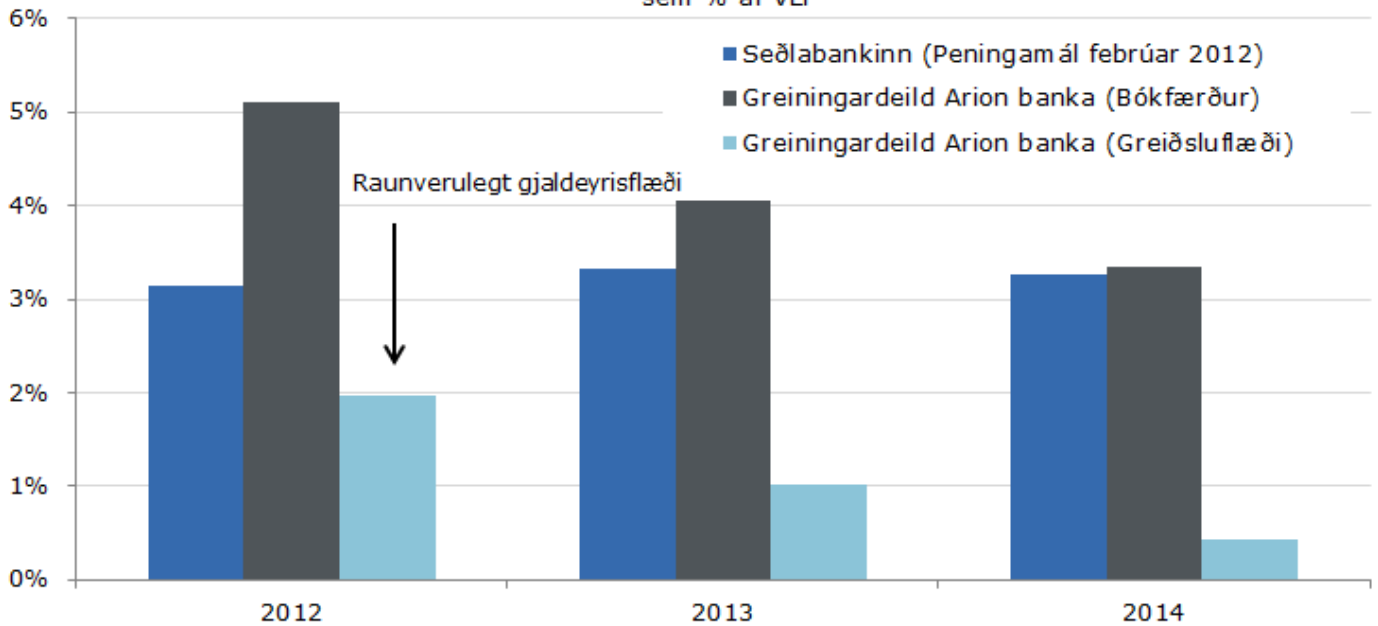
**Viðskiptajöfnuðurinn – gjaldeyristekjur landsins**

Fall krónunnar árið 2008 hafði mjög jákvæð áhrif á vöru- og þjónustujöfnuð landsins því innflutningur dróst verulega saman og útflutningur að krónutölu jókst. Þannig fór vöru- og þjónustujöfnuðurinn úr því að vera -10% af vergri landsframleiðslu árið 2007 yfir í +10% árið 2009. Hér er þó einungis hálf sagan sögð því Ísland greiðir mikið í vexti og arð til erlendra aðila (umfram það sem við fáum í vexti og arð af erlendum eignum – kallað *nettó þáttatekjur*) sem sagnar til sín stóran hluta þess gjaldeyris sem afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum skapar. Dæmi um neikvæðar þáttatekjur er nettó vaxtakostnaður gjaldeyrisforðans sem nemur um 30 milljörðum króna í ár og tekur til sín sem svarar ¼ af vöru- og þjónustuafgangi.

En hér er ekki öll sagan sögð því nettó þáttatekjur hafa takmarkað upplýsingagildi samkvæmt opinberum hagtolum þar sem um reiknaða stærð er að ræða en ekki flæðistærð. Þetta á rætur sínar að rekja til þess að aðeins hluti þeirra tekna sem Íslendingar fá af erlendum eignum sínum skila sér heim inn á gjaldeyrismarkað þar sem ávöxtun erlendra eigna er oftast en ekki endurfjárfest á erlendri grundu. Ef „leiðrétt“ (samkvæmt mati greiningardeildar Arion banka) er fyrir þessu kemur í ljós að undirliggjandi flæði viðskiptajafnaðarins er mun minna en hinar opinberu hagtolur gefa til kynna en á myndinni hér að neðan er leiðrétt fyrir áhrifum Actavis og miðað við reiknað uppgjör skilaneftnda (síðarnefnda atriðið hefur þó takmörkuð áhrif eins og staðan er í dag).

### Viðskiptajöfnuður

- sem % af VLF

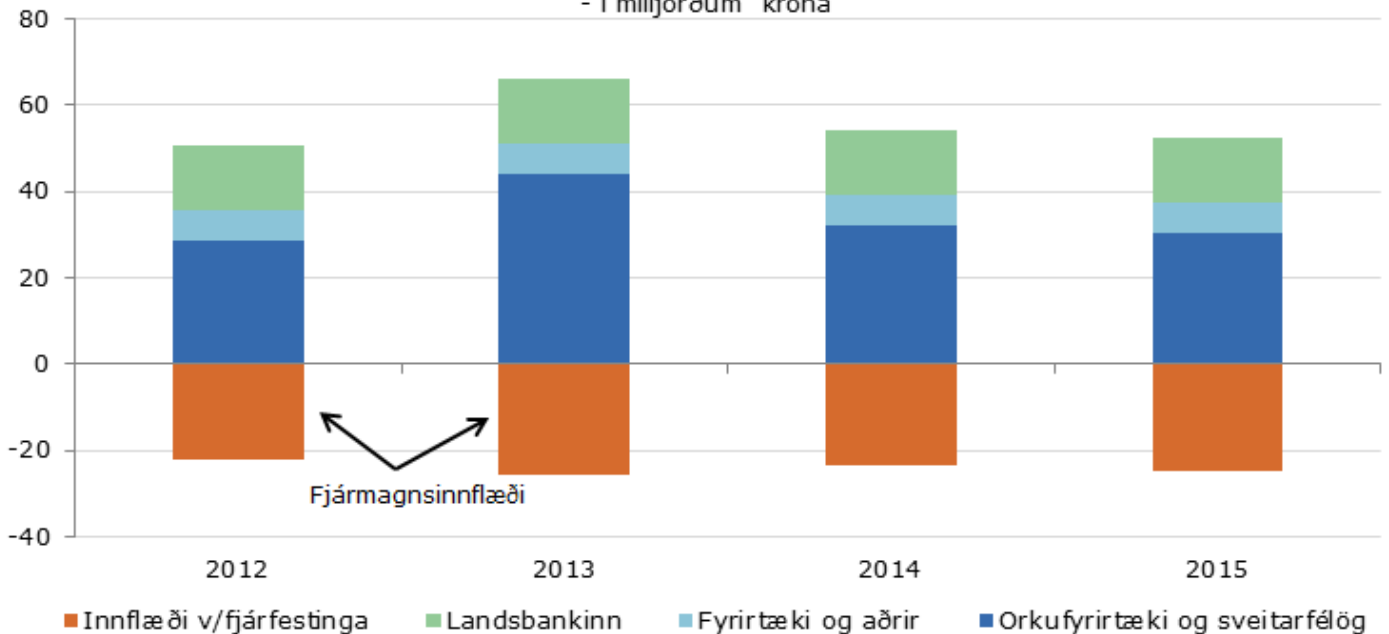


### Fjármagnsjöfnuður – afborganir af erlendum lánum

Eins og áður sagði þá er viðskiptaafgangur forsenda þess að hægt sé að greiða niður erlend lán landsins, nema þeim mun betur takist að endurfjármagna lánin. Í matinu hér hafa alþjóðleg félög sem hafa ekki áhrif á viðskiptajöfnuð verið tekin út fyrir sviga, t.d. Össur, Marel, Actavis, o.fl., þar sem þau hafa erlendar tekjur. Það sama gildir um erlendar afborganir ríkissjóðs og Seðlabankans þar sem ríkið fer langt með að eiga erlendar seljanlegar eignir fyrir erlendum skuldum sínum.

### Afborganir erlendra lána

- í milljörðum króna

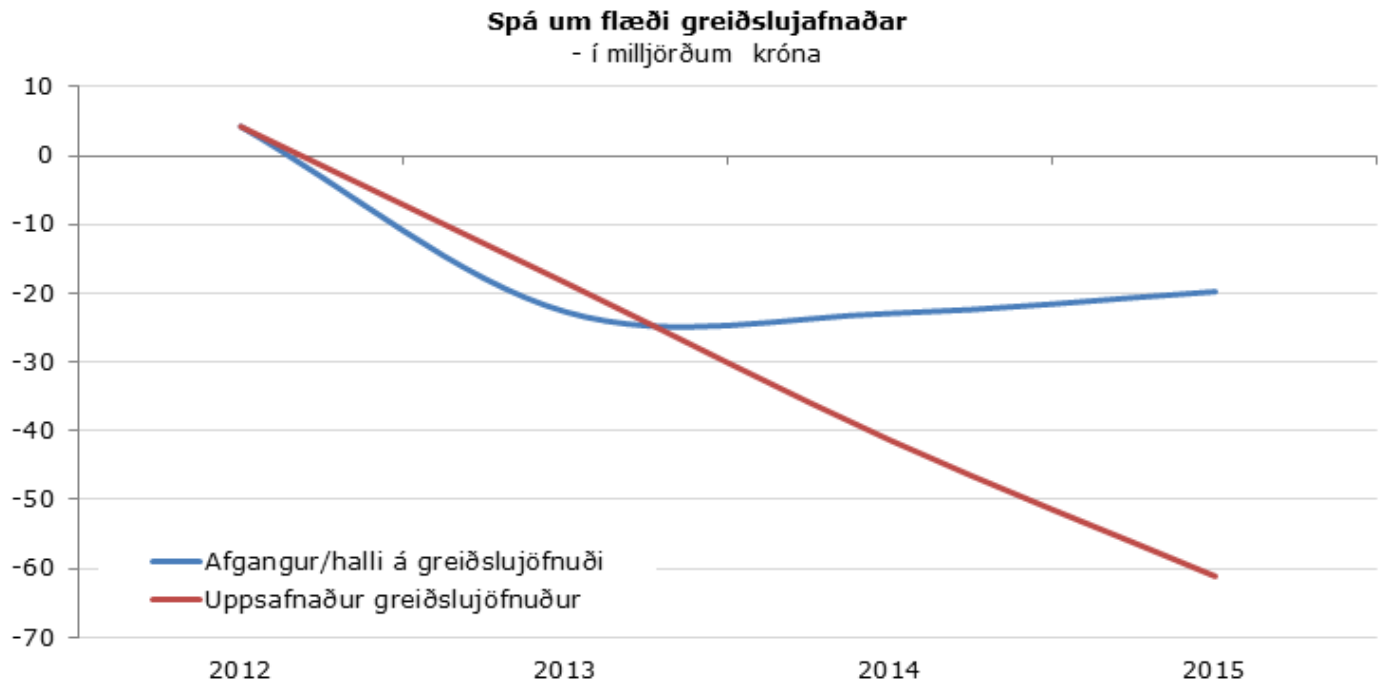


Hér fyrir ofan má sjá áætlaðan endurgreiðsluferil erlendra skulda landsins ýmist samkvæmt ársreikningum eða mati greiningardeildar en gert er ráð fyrir endurfjármögnun í sumum tilvikum auk þess sem horft er til þess hvort skuldarar eigi erlendar seljanlegar eignir á móti skuldum. Gert er ráð fyrir því að Landsbankinn þurfi að minnka erlend útlán sín um 15 milljarða króna á ári, þ.e.a.s. að breyta illseljanlegum útlánunum yfir í erlendar seljanlegar eignir en þar með *grípa* þeir samsvarandi upphæð af viðskiptajöfnuðinum. Þá gerum við ráð fyrir fjármagnsinnflæði í tengslum við fjárfestingar erlendra aðila hér á landi. Nauðsynlegt er að átta sig á því að mikill innflutningur getur fylgt ákveðnum fjárfestingum erlendra aðila hér á landi sem kemur niður á vöru- og þjónustujöfnuði, en hér er tekið

tillit til þessa í mati á gjaldeyrissköpun þjóðarinnar og þess hluta sem er fjármagnaður með gjaldeyri erlendra fyrirtækja.

### Krónan þarf að veikjast

Að þessu öllu sögðu má velta fyrir sér hvort nægur gjaldeyrir muni streyma til landsins í gegnum viðskiptajöfnuðinn svo að hægt sé að mæta afborgunum af erlendum lánum án þess að krónan veikist. Myndin hér að neðan sýnir þetta jafnvægi m.v. 5% veikingu. Bláa línan sýnir hvort gjaldeyrisköpunin sé meiri eða minni en afborganir af erlendum lánum á hverju ári. Eins og sjá má virðist jafnvægi ríkja á þessu ári ef gert er ráð fyrir 5% veikingu en nokkuð vantar uppá næstu ár á eftir ef spá okkar um aukinn innflutning gengur eftir. Þessi ca. 20 milljarðar á ári næstu þrjú árin eru þó innan „skekkjumarka“ enda nemur upphæðin um 1% af VLF Íslands.



Staðan gæti þó batnað ef endurfjármögnun erlendra lána íslenskra aðila tekst vel. Hér skipta vaxtakjörin þó lykilmáli því ef þau versna í kjölfar endurfjármögnunar mun viðskiptaafgangurinn minnka sökum hærri vaxtagjalda. Þetta var í raun staðfest í nýlegri útgáfu ríkissjóðs þar sem tryggð var 10 ára fjármögnun á kjörnum 6,0% í USD. Tekið skal fram að í þessari greiningu gerum við ráð fyrir að gjaldeyrishöftin verði áfram til staðar í óbreyttri mynd og að Seðlabankinn gangi afar varlega um gleðinnar dyr þegar kemur að því að styðja við gengi krónunnar með skuldsettum forða.

#### Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Davíð Stefánsson	david.stefansson@arionbanki.is	444-6965
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Hafsteinn Hauksson	hafsteinn.hauksson@arionbanki.is	444-6993
Kristrún Mjöll Frostadóttir	kristrun.frostadottir@arionbanki.is	444-6911
Stefán Broddi Guðjónsson	stefan.gudjonsson@arionbanki.is	444-6959
Þorbjörn Atli Sveinsson	thorbjorn.sveinsson@arionbanki.is	444-6973

Ábyrgðarmaður: Þorbjörn Atli Sveinsson

---

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum sem Greiningardeild Arion banka hefur undir höndum þegar markaðspunktur eru ritaðir. Helstu heimildir eru ársskýrslur, afkomufundir og hluthafafundir auk annarra opinberra upplýsinga sem birst hafa í fjölmiðlum og á öðrum vettvangi. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem tilboð á einn eða annan hátt. Skoðanir og spár geta breyst án fyrirvara. Þrátt fyrir að þess sé sérstaklega gætt að upplýsingarnar séu réttar og nákvæmar þegar þær eru settar fram getur Arion banki, eða starfsmenn Arion banka ekki tekið ábyrgð á villum. Vinsamlegast hafið samband við markaðsviðskipti Arion banka eða ráðgjafa áður en gengið er frá viðskiptum sem byggja á þessum markaðspunktum. Arion banki hf. og starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að gengi einstakra bréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og öfugt.

Arion banki, starfsmenn Arion banka, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Arion banka kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, verðmatsskýrslur og annað útgáfuefni Greiningardeildar Arion banka lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, umsjónaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankþjónustu.

**Athugasemdir, ábendingar og fyrirspurnir tengdar markaðspunktum sendist á netfangið [greiningardeild@arionbanki.is](mailto:greiningardeild@arionbanki.is)**

---