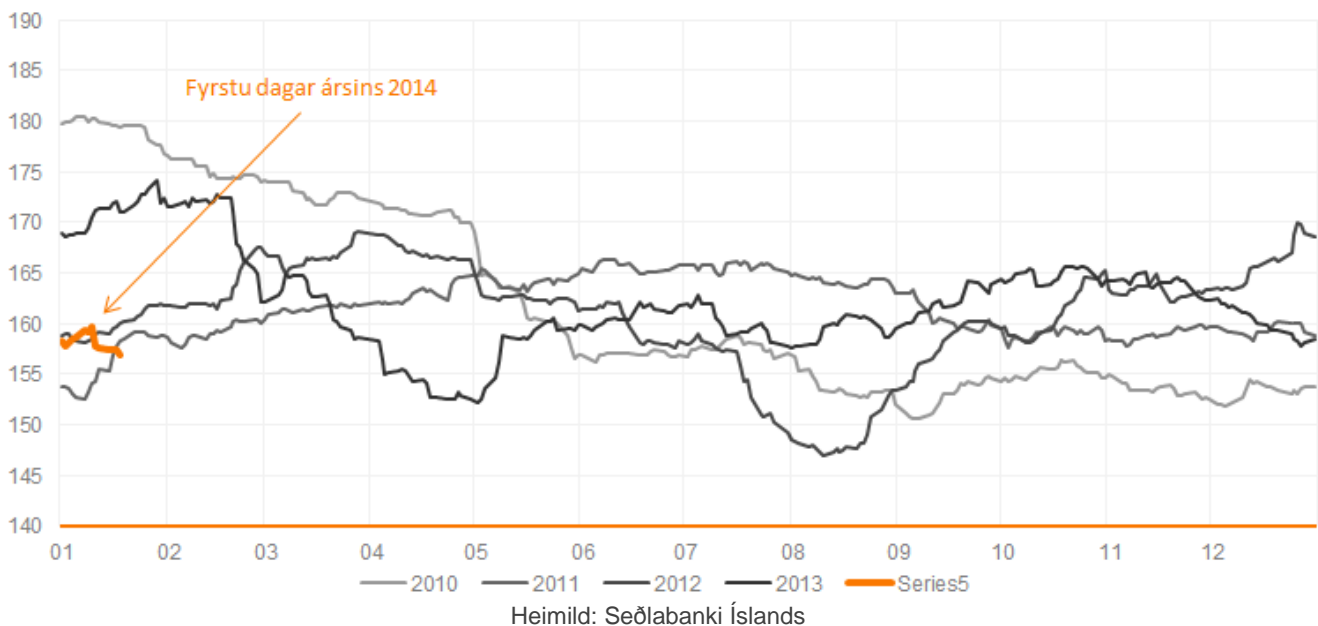


22. janúar 2014

## Prýstingur á krónuna minnkar 2014

Eins og fjallað hefur verið um undanfarna daga hefur krónan styrkst nokkuð undanfarnar vikur, eða um 5,1% frá veikasta gildi sínu í nóvember gagnvart evru og um álíka mikið gagnvart viðskiptaveginni myntkörfu. Krónan er nú nokkuð sterk miðað við þróun síðustu ára.

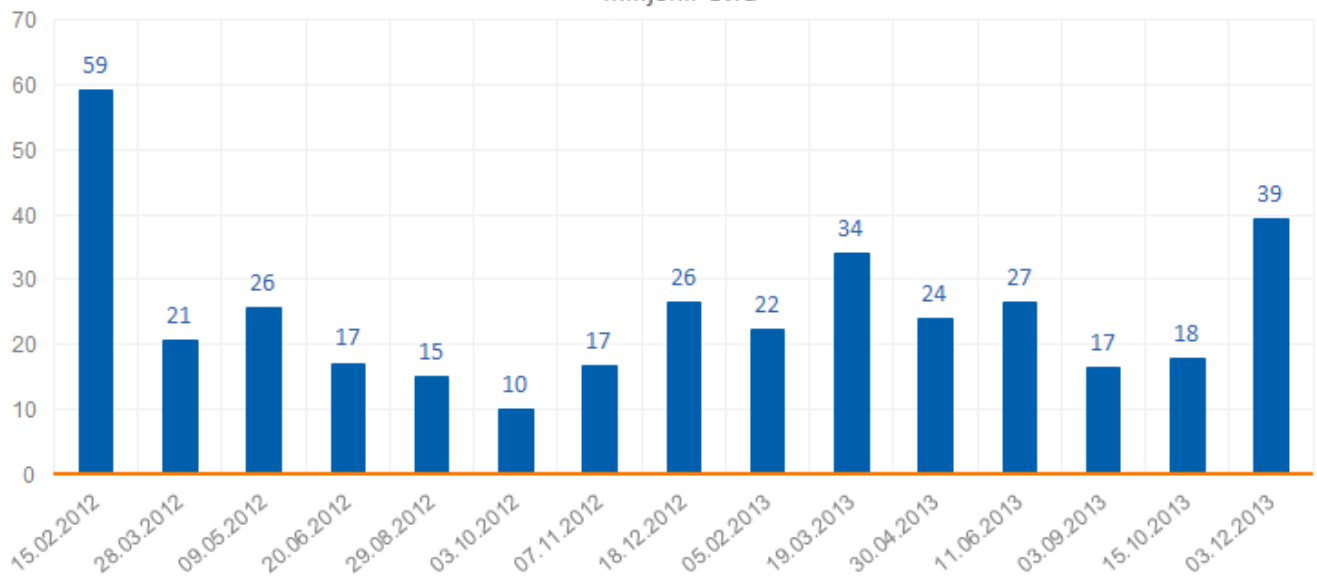
Gengi krónu gagnvart evru eftir árum



Nefna má nokkrar hugsanlegar ástæður fyrir styrkingunni, en þær helstu eru:

**Mikil þátttaka í fjárfestingarleið Seðlabankans í byrjun desember.** Óvenjumikið fjármagn leitaði inn til landsins í gegnum fjárfestingarleið Seðlabankans í síðasta gjaldeyrisútboði ársins, en þátttaka hefur ekki verið jafngóð síðan í fyrsta útboðinu árið 2012. Alls var tilboðum að upphæð 40 milljónum evra tekið, sem er rúmlega tvöfalt hærra upphæð en í síðustu tveimur útboðum þar á undan. Skilyrði þátttöku í fjárfestingarleiðinni er að fjárfestar selji jafnmikið af evrum á álandsmarkaði, svo töluvert gjaldeyrisinnstreymi gæti hafa skapast vegna þessa, ekki síst í desember.

## Tekin tilboð í fjárfestingarleið - milljónir evra

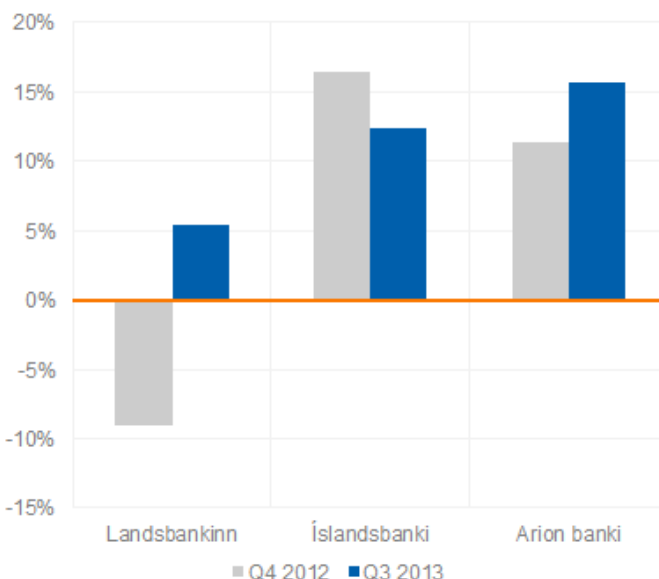


Heimild: Seðlabanki Íslands

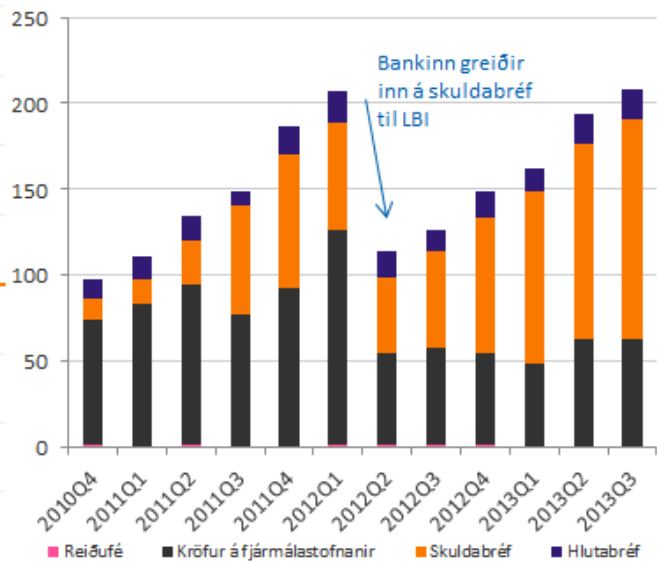
**Sterkur afgangur af vöruskiptum undir lok árs:** Afgangur á vöruskiptum varð nokkuð meiri en við höfðum gert ráð fyrir undir lok ársins, þótt hann sé minni en á sama tíma ári áður. Þar lagðist á eitt að bæði verð sjávarafurða virðist vera komið úr lækkunarfasa og á sama tíma hefur innflutningur verið minni en við höfðum búist við. Það varð því myndarlegur afgangur af vöruskiptunum undir lok ársins. Þar að auki gerum við ráð fyrir að þjónustujöfnuður á fjórða ársfjórðungi komi betur út en síðastliðin tvö ár þegar þónokkur halli var á jöfnuðinum. Við gerum ráð fyrir að útflutt ferðaþjónusta hafi haldið áfram að vaxa frá fyrra ári og það hafi dregið úr hallanum. Heildarúttektir erlendra greiðslukrota héraendis jukust um tæpan þriðjung milli ára í desember og nam um fimm milljörðum. Það eitt og sér hefur kannski ekki hreyft mikið við genginu undir lok árs, enda var kortaveltujöfnuðurinn þrátt fyrir það neikvæður um rúmlega einn og hálfan milljarð samanborið við heildarveltu á millibankamarkaði upp á meira en 16 milljarða, en á vissulega þátt í að styðja við styrkinguna.

**Rúm gjaldeyrisstaða fjármálastofnana.** Fjármálastofnunum er óheimilt að eiga meira en sem nemur 15% af eiginfjárgrunni meira en þær skulda í erlendri mynt (og öfugt). Við lok þriðja ársfjórðungs voru bæði samstæður Íslandsbanka og Arion banka nærri þessu hámarki, en Landsbankinn hafði snúið jákvæðri stöðu í neikvæða eftir að hafa bætt hressilega við sig af gjaldeyri á árinu<sup>1</sup>. Af þessu drögum við þá ályktun að undir lok árs hafi engin fjármálastofnun haft sérstaklega mikið svigrúm til að bæta við sig af gjaldeyrisinnstreymi mánaðarins og því hafi það skilað sér hraðar í styrkingu krónunnar en vant er.

Gjaldeyrisjöfnuður stóru bankanna þriggja



Erlendar eignir Landsbankans aðrar en lánasafn  
- andvirði í m.ö.kr.

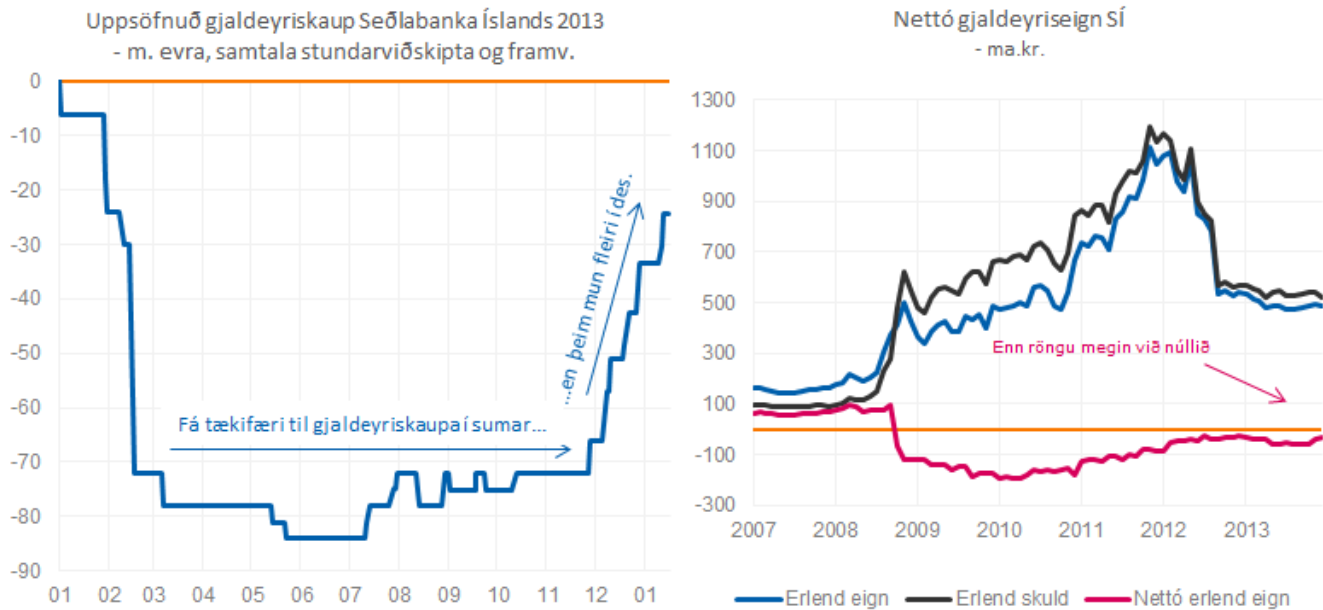


Heimild: Ársrlutareikningar fjármálastofnana

<sup>1</sup> Hér þarf þó að hafa í huga að dótturfélög bankanna hafa áhrif á stöðuna eins og hún birtist í ársreikningum, en heimill gjaldeyrisjöfnuður er metinn á móðurfélagsgrunni samkvæmt reglum Seðlabankans.

## Seðlabankinn gekk á lagið

Það var ánægjulegt að sjá Seðlabankann ganga á lagið við þessar aðstæður, en hann lagðist hressilega á móti styrkingunni bæði í desember og það sem af er janúar og safnaði í óskuldsettan gjaldeyrisforða með kaupum á gjaldeyri. Ekki er vanþörf á, enda eru erlendar skuldir á efnahagsreikningi Seðlabankans enn meiri en erlendar eignir (hér má þó nefna að bankinn á kröfur á innlend fjármálafyrirtæki í erlendri mynt, sem munu koma til aukningar forðans um a.m.k. 50 ma. við uppgjör). Endurgreiðsluferill erlendra lána ríkissjóðs og Seðlabanka er hinsvegar hæfilega afturhlaðinn, sem merkir að það er ekki aðkallandi vandamál þótt erlend staða bankans sé neikvæð, en Seðlabankinn hlýtur þó að þurfa að halda áfram á sömu braut gjaldeyriskaupa ef ekki á að horfa til vandræða við endurgreiðslur erlendra lána þegar fram líða stundir.



Heimild: Seðlabanki Íslands, útreikningar Greiningardeildar

Á myndinni til vinstri sést inngripastefna bankans á árinu í hnotskurn. Hann eyddi töluverðu þúðri í að styðja við krónuna í upphafi árs 2013 (bæði með beinum inngripum og framvirkri sölu gjaldeyris til fjármálastofnana), en forðinn tók alls á sig 84 milljóna evra högg vegna þessa.

Um miðjan maí ítrekaði peningastefnunefnd bankans svo þá inngripastefnu sem bankinn fylgir nú, en markmið hennar er að leggjast á móti hvoru tveggja styrkingu og veikingu og draga þannig úr sveiflum í gengi krónunnar. Það hefur tvímælalaust tekist, en líkt og á myndinni hér að neðan sést hvernig flökt í gengi krónunnar hefur gengið niður.

Við höfðum þrátt fyrir það nokkrar áhyggjur af því að stöðugleikinn væri of dýru verði keyptur og ekki væri á vísan að róa um að aðstæður myndu skapast til að Seðlabankinn gæti endurheimt þann hluta forðans sem hann varði til stuðnings við krónuna í upphafi síðasta árs. Þær áhyggjur ágerðust eftir því sem sumarið leið og bankinn keypti aðeins sáralítið til að vega upp á móti högginu sem kom á forðann í upphafi árs. Það kom okkur því skammtilega á óvart hversu vel gekk að kaupa í forðann í desember – bankinn hefur nú endurheimt meirihluta þess gjaldeyris sem streymdi úr hirslum bankans á fyrstu mánuðum ársins.

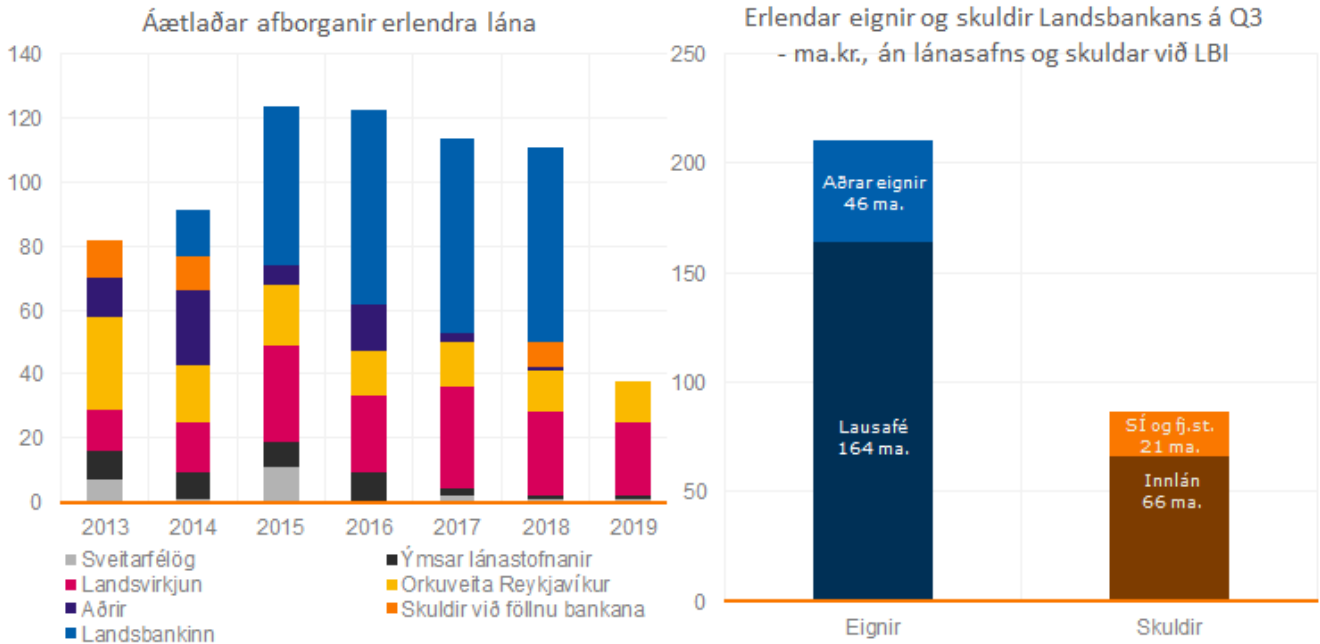


Heimild: Seðlabanki Íslands, útreikningar Greiningardeildar

## Horfur 2014

Við bindum vonir við að aðstæður til að kaupa áfram í forðann verði með skaplegu móti á árinu 2014. Þar skiptir miklu að gjalddagar erlendra lána annarra en Landsbankans verða minni á árinu 2014 en 2013, en aðilar á borð við sveitarfélögin, Orkuveituna og aðra sem hafa engar eða ekki nægjanlegar erlendar tekjur á móti skuldbindingum sínum í erlendri mynt eru velflestir með léttbærari greiðslubyrði á þessu ári en því síðasta.

Landsbankinn á svo meiri en nægan gjaldeyri til að standa skil á afborgunum ársins, jafnvel eftir að tekið er tillit til 50 ma. fyrirframgreiðslu í lok síðasta árs. Mjög íhaldssamt mat á nettó lausum gjaldeyriseignum bankans á þriðja fjórðungi er um 77 ma. (þar eru eingöngu taldar erlendar lausafjáreignir bankans eins og þær eru skilgreindar í árs hlutareikningi, að frádregnum öllum erlendum skuldbindingum öðrum en skulabréfinu til gamla bankans), en frá þeim dregst fyrirframgreiðslan. Þá standa eftir 27 ma., en afborganir ársins eru til samanburðar í grennd við 14 ma. kr.

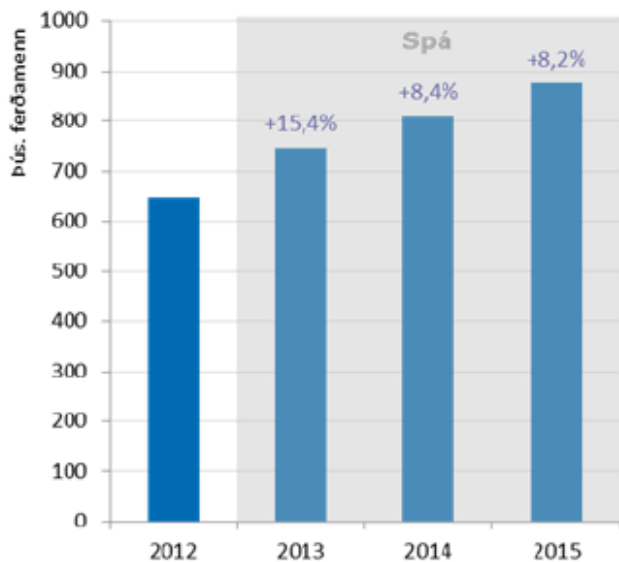


Heimild: Seðlabanki Íslands, árs hlutareikningur Landsbankans. Tekið hefur verið tillit til fyrirframgreiðslu Landsbankans á myndinni til vinstri.

Hafi bankinn safnað í hirslur sínar með sama krafti á fjórða fjórðungi ársins og var á fyrstu þremur er hann til viðbótar að öllum líkindum farinn að nálgast efri mörk heimils gjaldeyrisjöfnuðar, sem merkir að svigrúm hans til uppkaupa á gjaldeyri verður minna en var á síðasta ári. Hraðinn í gjaldeyrisjöfnun hans ætti því að vera minni, sem merkir að nokkuð ætti að slakna á þrýstingi á krónuna.

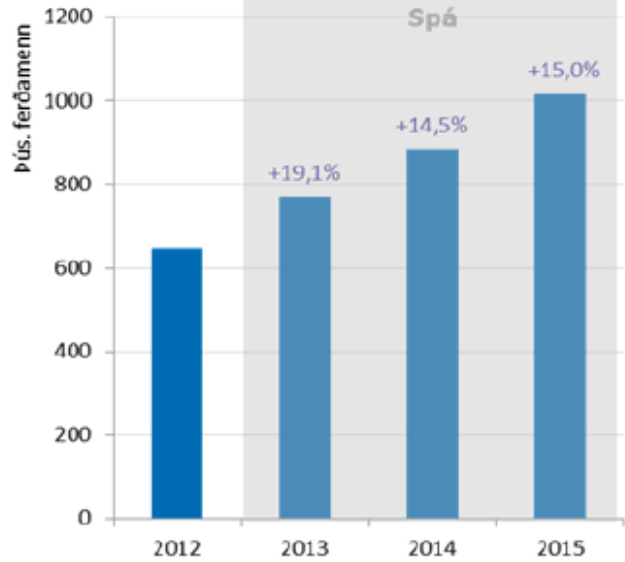
Við spáum því að erlendum gestum fari fjölgandi á Íslandi, en ef grunnspá [úr skýrslu greiningardeildar um stöðu ferðapjónustunnar síðan síðasta sumar](#) gengur eftir verða ferðamenn 8,4% fleiri í ár en á síðasta ári. Raunar vanmat þessi grunnspá komur ferðamanna til landsins á síðasta ári svo nokkru nam og því má segja að hún sé varfærin frekar en ekki. Búast má við að uppfærsla spárinnar komi til með að fela í sér bjartari horfur fyrir árið, en til viðmiðunar má líta til þess að háspá greiningardeildar í sömu skýrslu gerði ráð fyrir 14-15% fjölgun ferðamanna 2014. Í öllu falli ætti innstreymi gjaldeyris vegna þessa að styðja áfram við gengi krónunnar.

### Fjöldi erlendra gesta um Leifsstöð - árstölur og aukning



Grunnspá

### Fjöldi erlendra gesta um Leifsstöð - árstölur og aukning



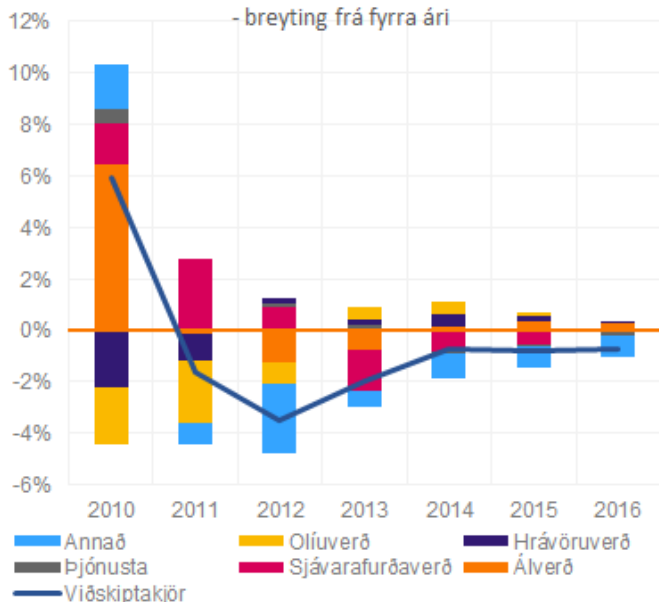
Háspá

Heimild: Ferðabjónustan: Atvinnugrein á unglingsaldri

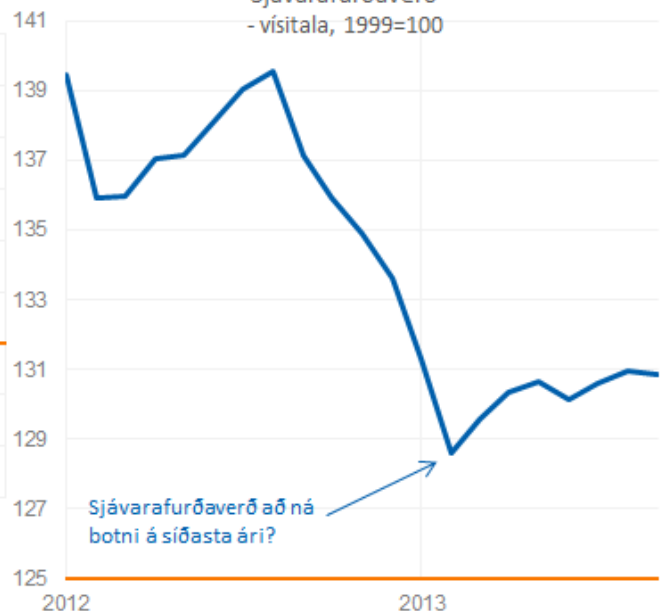
Á móti aukningu þjónustuútflutnings vega svo horfur um aukinn innflutning í takti við hægfara bata í bæði einkaneyslu og fjárfestingu. Uppfærð hagspá greiningardeildar síðan í sumar ráðgerir að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar verði lítillega neikvætt á árinu 2014, þar sem innflutningur komi til með að aukast um 5,3% á meðan útflutningur eykst um 4,2%.

Einn helsti óvissuþátturinn á árinu 2014 eru viðskiptakjör landsins. Viðskiptakjör hafa rýrnað umtalsvert undanfarin ár og samkvæmt spá Seðlabankans frá því í nóvember munu þau rýrna enn frekar á þessu ári, þó einungis lítillega. Umtalsverð óvissa er í þessu mati þar sem bæði ál- og sjávarafurðaverð ráða miklu um þróunina, en það er okkar skoðun að matið sé fremur varfærið og því sé þess frekar að vænta að viðskiptakjörin verði skárri en spá bankans ráðgerir.

### Viðskiptakjör og hreint framlag undirliða - breyting frá fyrra ári



### Sjávarafurðaverð - vísitala, 1999=100



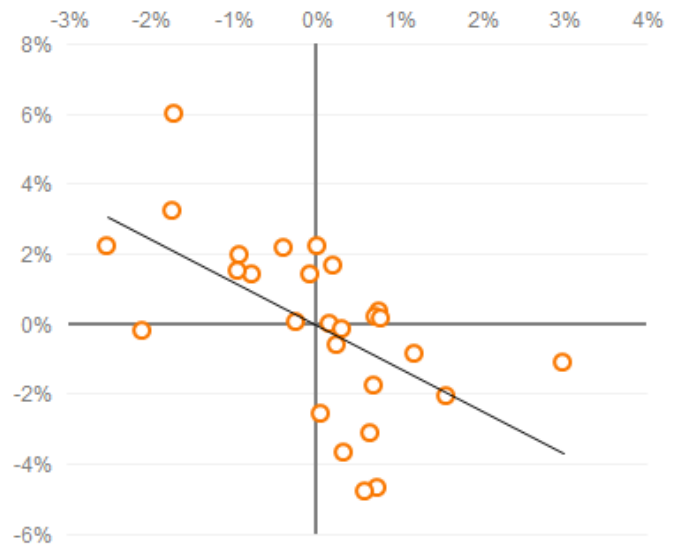
Heimild: Seðlabanki Íslands, hagvísar

Ef lækkun sjávarafurðaverðs verður minni en Seðlabankinn gerir ráð fyrir, eða jafnvel engin (vísbendingar eru um að verð sjávarafurða hafi náð botni á síðasta ári), og/eða ef álverð réttir betur úr sér mun það hafa veruleg jákvæð áhrif á viðskiptakjörin. Gjalddeyrisinnstreymi til landsins myndi aukast og styðja enn frekar við krónuna. Þetta á sérstaklega við um verð sjávarafurða, en fylgni þess og gengisþróunar hefur aukist mjög frá miðju ári 2011.

Hlaupandi 12 mánaða fylgni breytinga á sjávarafurðaverði og gengi



Breyting sjávarafurðaverðs (x-ás) og gengis (y-ás) - á mánaðargrundvelli frá júlí 2011



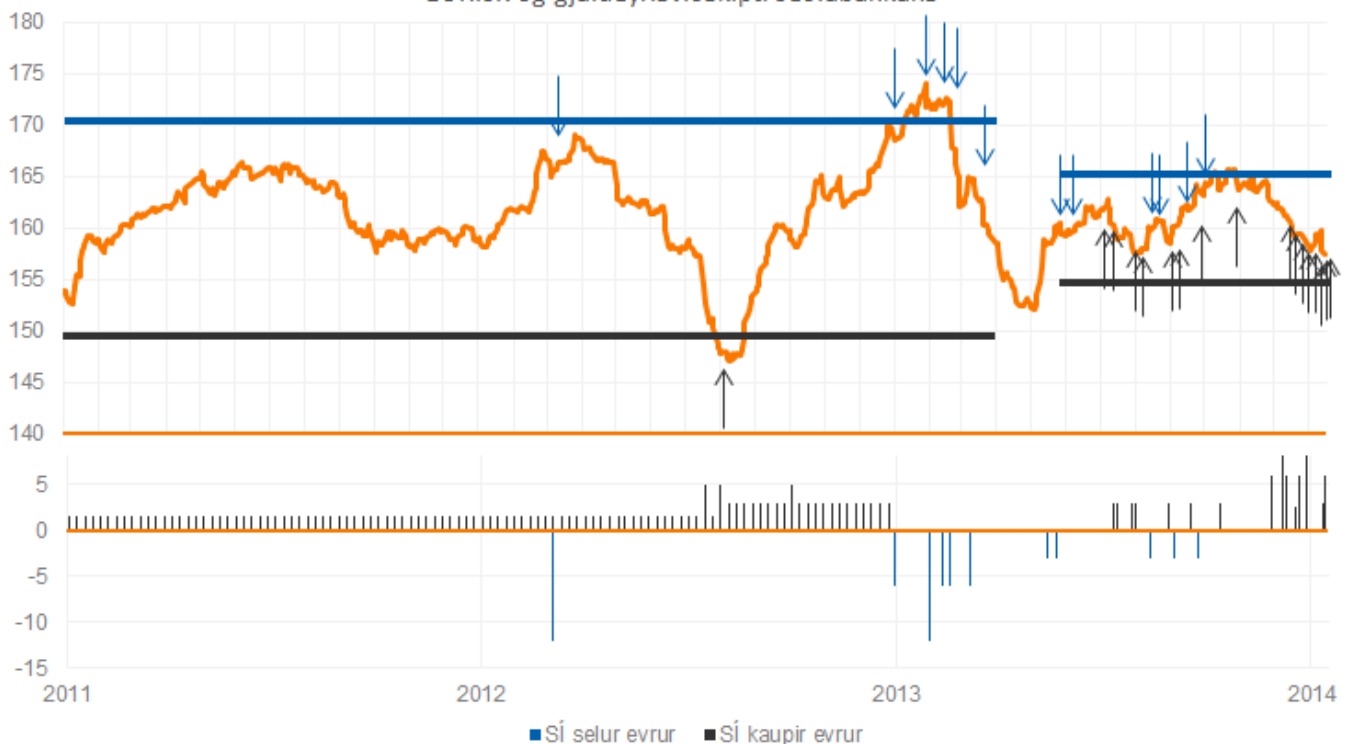
Heimild: Seðlabanki Íslands, útreikningar Greiningardeildar

## Seðlabankinn dregur úr áhrifum grunnþátta á gengi

Jafnvel þótt þrýstingur á gengi krónunnar verði með skaplegu móti í ár og jafnvel væri einhver takmörkuð innistæða fyrir styrkingu, þá teljum við fullvíst að hin stýrða flotgengisstefna sem Seðlabankinn hefur fylgt af nokkurri þrákelkni undanfarna mánuði komi til með að draga úr áhrifum grunnþátta á gengi.

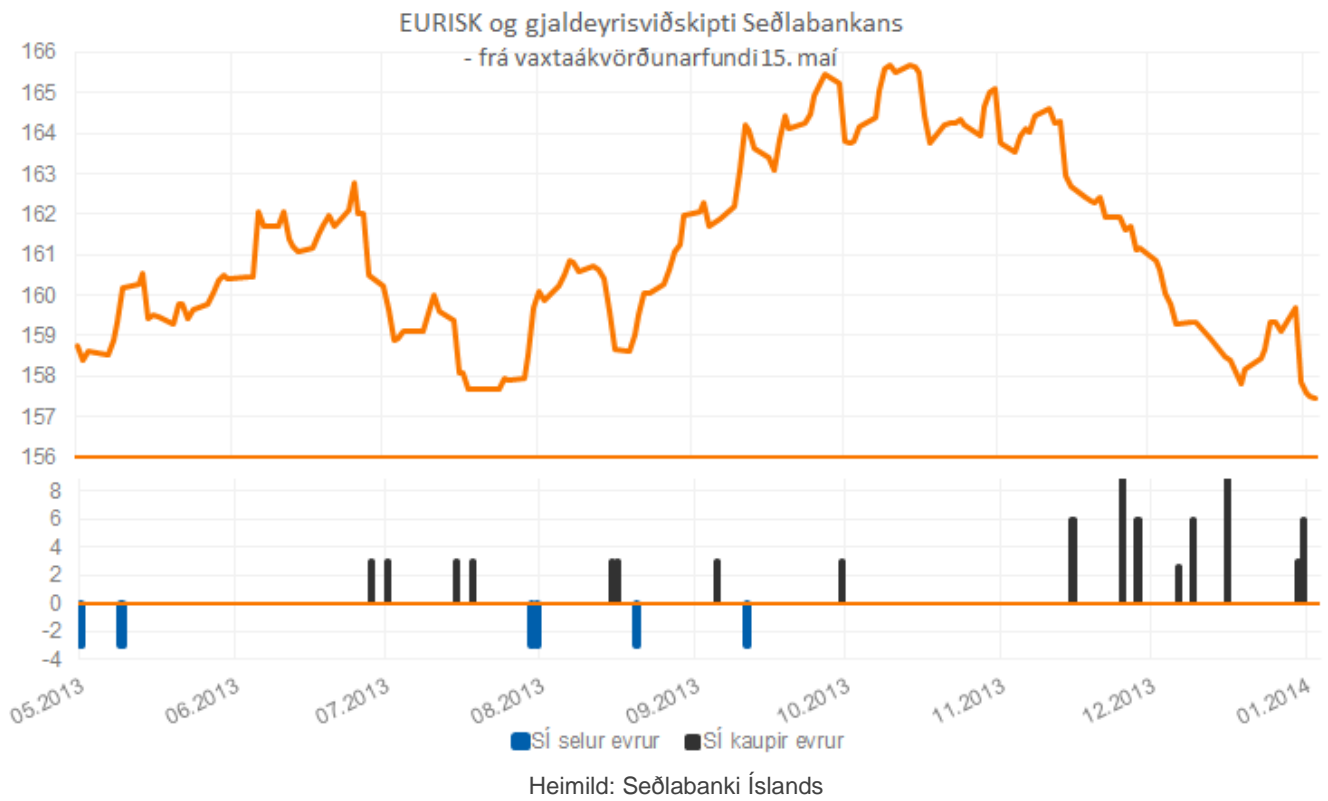
Með því að kortleggja tímasetningu inngripa bankans höfum við reynt að leggja mat á bönd sem afmarka e.k. þægindastig sem bankinn unir krónunni innan. Fyrir vaxtákvörðunarfund 15. maí hafði bankinn tilhneigingu til í að grípa inn í til stuðnings við krónuna þegar hún var komin nálægt eða norður fyrir 170 EURISK, en hann jók gjaldeyriskaup sín þegar hún fór suður fyrir 150 EURISK. Við drógum því þá ályktun að með nokkurri einföldun mætti líta á þessi bönd sem efri og neðri þolmörk krónunnar, sem væri ólíklegt að hún ryfi án þess að bankinn gripi inn í. Okkur sýnist á hinni auknu tíðni gjaldeyrisviðskipta, sem farið hefur saman við yfirlýsingu bankans frá 15. maí um enn virkari inngripastefnu, að þessi þolmörk hafi þengst nokkuð.

EURISK og gjaldeyrisviðskipti Seðlabankans



Heimild: Seðlabanki Íslands

Þannig sé skásta gengisspáin sú að gera ráð fyrir lítilli, eða a.m.k. hægrri breytingu gengisins frá því sem nú er á komandi vikum og mánuðum. Eins og sjá má á myndinni hér fyrir neðan hefur krónan sveiflast á nokkuð þröngu bili undanfarið hálf t. ár, meðal annars vegna inngripa bankans.



## Greiningardeild Arion banka

Elvar Ingi Möller  
elvar.moller@arionbanki.is  
444-6981

Hrafn Steinarsson  
hrafn.steinarsson@arionbanki.is  
444-6910

Hafsteinn Hauksson  
hafsteinn.hauksson@arionbanki.is  
444-6993

Stefán Broddi Guðjónsson  
stefan.gudjonsson@arionbanki.is  
444-6959

Forstöðumaður

Regína Bjarnadóttir  
regina.bjarnadottir@arionbanki.is  
444-6969

[Hér má finna fyrirvara](#)