



Krónan og sjávarútvegurinn

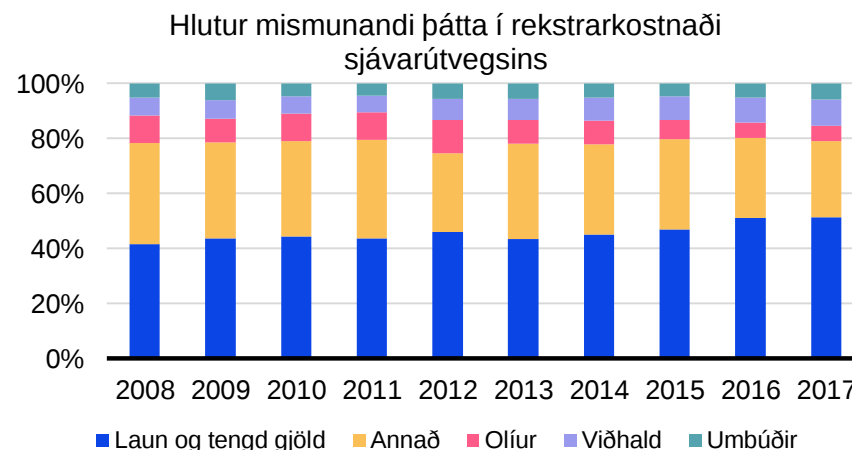
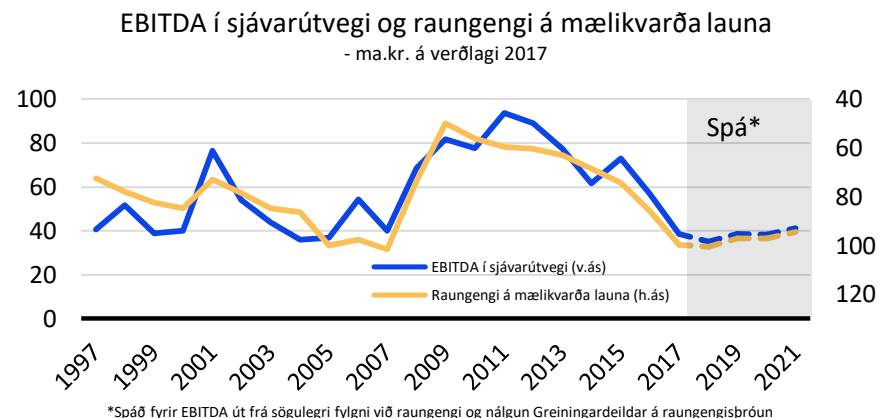
- Í gegnum súrt og sætt



Samantekt

Samband krónunnar og sjávarútvegsins hefur breyst

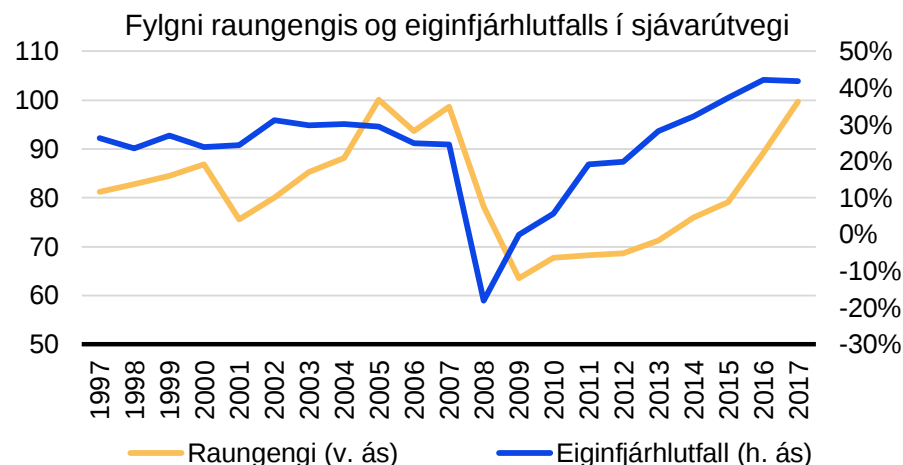
- **Krónan og sjávarútvegurinn** hafa gengið saman í gegnum súrt og sætt í heila öld en **nýverið hefur sambandið orðið einhliða**. Krónan hefur áfram mikil áhrif á afkomu sjávarútvegsins en afkoma sjávarútvegsins hefur sífellt minni áhrif á krónuna.
- **Afkoma í sjávarútvegi** var **mjög góð árin 2009-2015** en hefur versnað hratt síðan þá. Söguleg fylgni raungengis á mælikvarða launa og afkomu sjávarútvegsins er býsna mikil. Byggt á því og nálgun okkar á þróun raungengis sem byggir á útistandandi spá okkar um gengis- og launaþróun **má ætla að afkoma í sjávarútvegi muni versna eilítið 2018 en fara svo batnandi næstu ár.**
- **Auknar útflutningstekjur í gegnum ferðabjónustu** hafa sett **þrýsting á gengið**. Vegna mikils vaxtar þessarar nýju útflutningsgreinar má gera ráð fyrir að jafnvægisraungengi krónunnar hafi hækkað **og hægt sé að gera ráð fyrir auknum gengisþrýstingi á sjávarútveginn að staðaldri.**
- Sjávarútvegurinn hefur einnig orðið fyrir auknum þrýstingi í gegnum launafarveginn en **laun og tengd gjöld nema nú meira en helmingi af rekstrarkostnaði í sjávarútvegi.**



Samantekt

Hagkerfið getur staðið undir sterkara raungengi að mati greiningaraðila

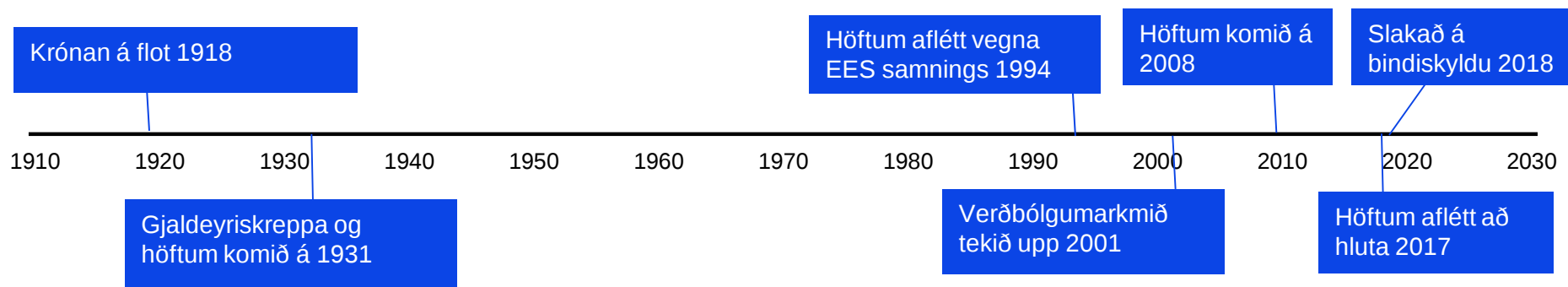
- Sjávarútvegurinn stendur frammi fyrir **gengisáhættu** en það má eyða henni úr efnahagsreikningnum með **erlendri lántöku**. Því líkari sem myntsamsetning skulda og tekjuflæðis er því minni minni er gengisáhættan.
- Horft fram á veginn telja greinendur að **hagkerfið geti staðið undir sterkara raungengi** að öðru óbreyttu. Það er þó nánast ómögulegt að spá fyrir um skammtímasveiflur gjaldmiðla en **til lengri tíma litið benda undirliggjandi hagstærðir til þess að sterkara gengi myndi ekki skaða samkeppnishæfni landsins** að verulegu leyti.
- M.a. vegna þessa slakaði **Seðlabankinn nýverið á bindiskyldunni** en hingað til hafa viðbrögðin verið lítil. Seðlabankinn stefnir að því að **afnema innflæðishöftin** að öllu leyti eins fljótt og hægt er.



Saga íslensku krónunnar

Af þeim 100 árum sem eru liðin frá því krónan fór á flot hefur hún verið í höftum í 73

- Íslenska krónan hefur ýmsa fjöruna sopið síðan hún varð til sem sjálfstæð mynt með fullveldi landsins árið 1918. Upphaflega var reynt að láta krónuna fljóta en það gekk brösuglega og í kjölfar gjaldþrots Íslandsbanka og gjaldeyrisvanda Landsbankans voru fjármagnshöft sett á með lagasetningu árið 1931.
- Stærstan hluta 20. aldarinnar var krónan undir fastgengisfyrirkomulagi, s.s. Bretton Woods og norrænu myntbandalagi.
- Í jafn smáu hagkerfi og því íslenska er nánast óumflýjanlegt að fastgengisstefnu fylgi einhvers konar fjármagnshöft og því voru höftin frekar nauðsyn en val.
- Höftunum sem komið var á í kjölfar hrunsins var aflétt að hluta 14. mars 2017 en þó er enn þá við lýði sérstök bindiskylda Seðlabankans sem er ætlað að koma í veg fyrir vaxtamunarviðskipti. Auk þess eru áfram til staðar takmarkanir á afleiðuviðskiptum í öðrum tilgangi en til áhættuvarna.
- Fjármagnshöftum fylgir meiri stöðugleiki en við frjálsar fjármagnshreyfingar en á móti eru þau til þess fallin að hækka fjármögnunarkostnað.



Núverandi gengisfyrirkomulag

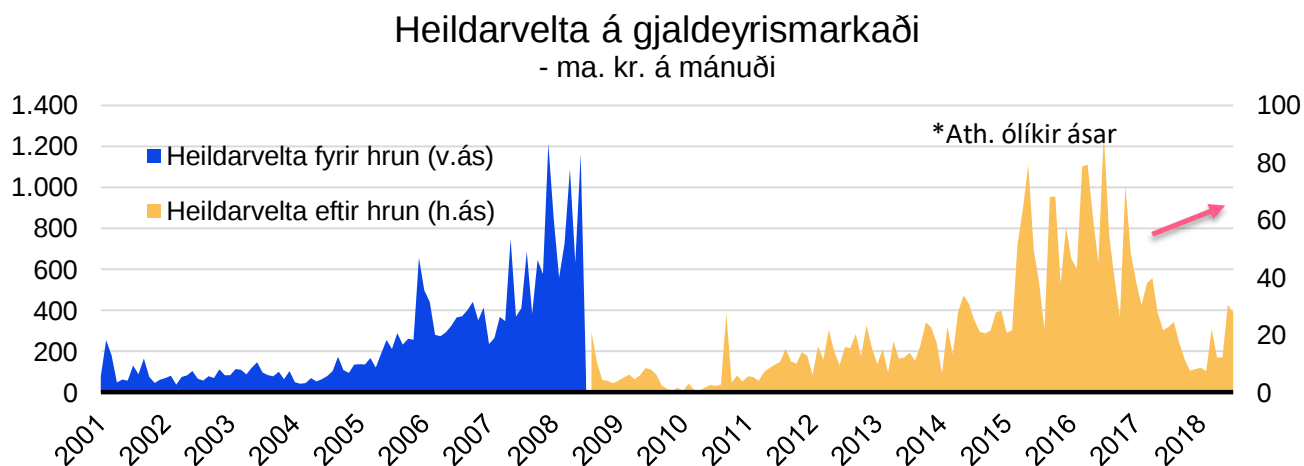
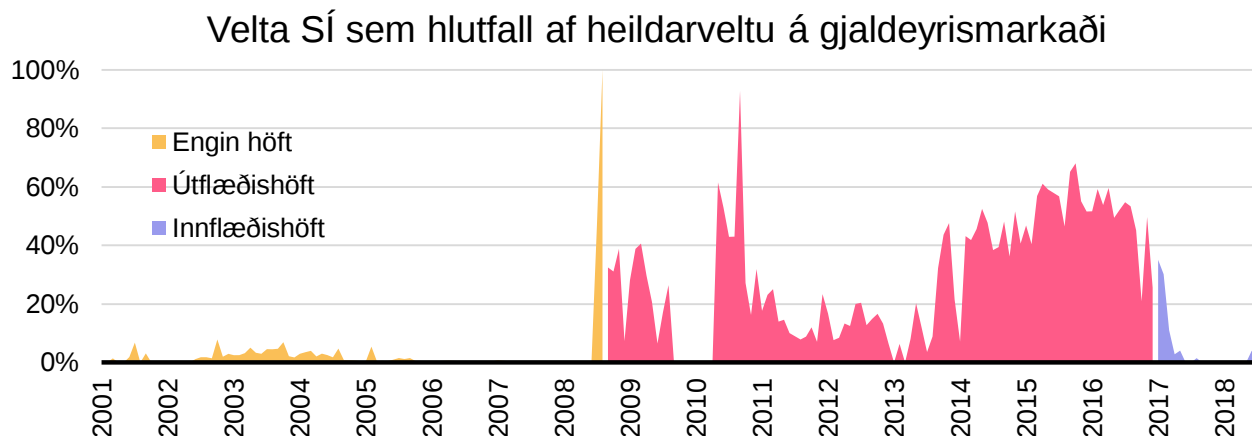
Seðlabankinn hefur dregið úr umsvifum sínum á gjaldeyrismarkaði og slakað á bindiskyldunni

Tilslökun fjármagnshafta ætti að öllu öðru óbreyttu að leiða til aukinnar veltu á gjaldeyrismarkaði. Þetta hefur þó ekki verið raunin þar sem veltan 12 mánuði fyrir tilslökunina á útflæðishöftunum árið 2017 var 150% meiri en veltan 12 mánuði eftir að höftin voru milduð.

Það eru nokkrir þættir sem skýra þetta:

- Fyrir það fyrsta hefur Seðlabankinn dregið verulega úr inngripum sínum á gjaldeyrismarkaði.
- Í öðru lagi þá skiptir sú staðreynd að það séu innflæðishöft meira máli en hvert fyrirkomulag þeirra er.
- Loks má nefna að ef stærri hluti veltu á sér stað með pörum gjaldeyrisviðskipta án þess að millibankamarkaður með krónur komi við sögu þá dregur það úr mældri veltu á millibankamarkaði.

Lítill velta gerir gjaldeyrismarkaðinn viðkvæmari en ella eins og hefur sést í mikilli gengisveikingu undanfarið í fremur lítilli veltu.



Hversu stöðug er krónan?

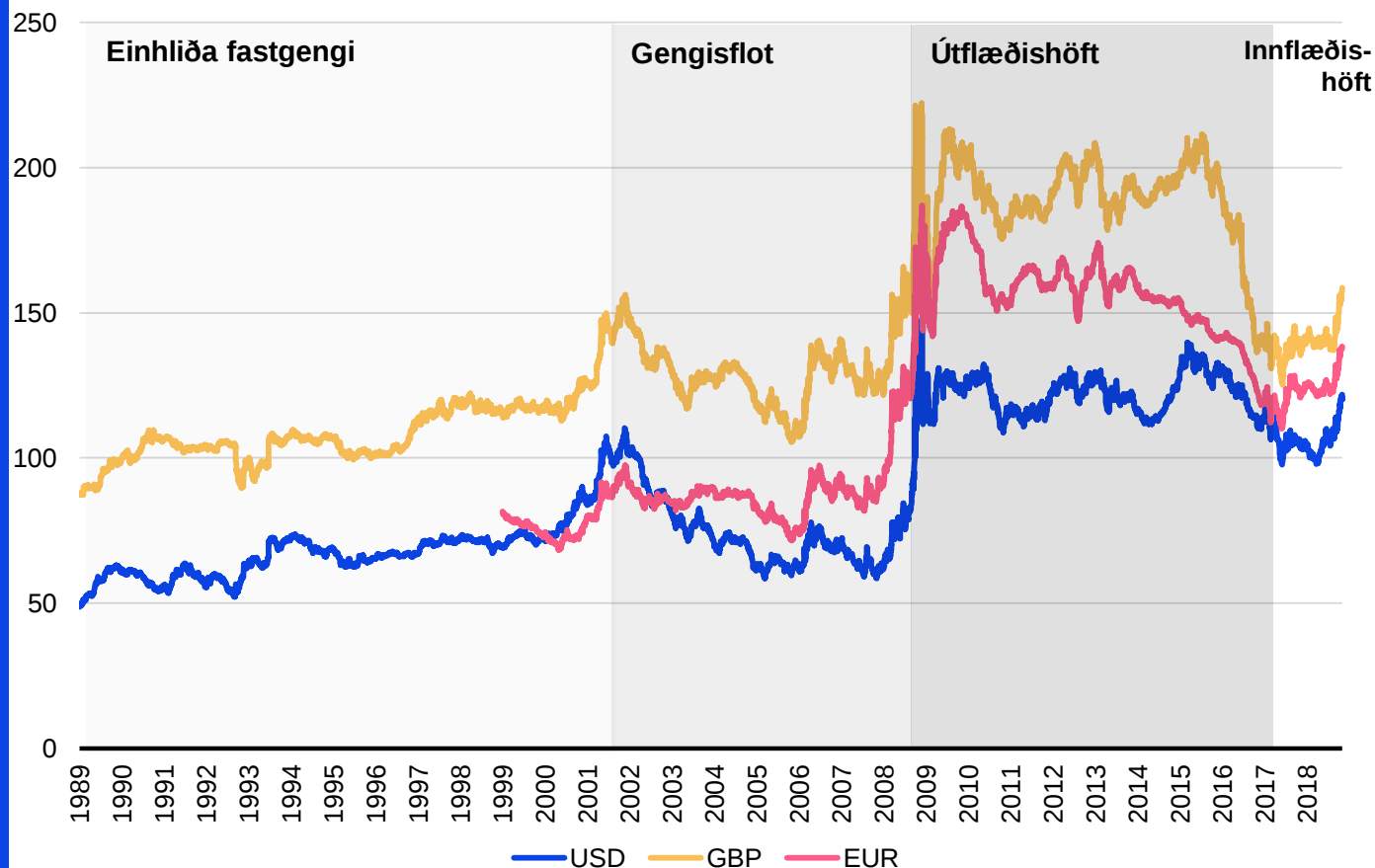
Mismunandi gengissveiflur við mismunandi gengisfyrirkomulög

Ástæðan fyrir því að gengisfyrirkomulag krónunnar varðar sjávarútveginn er sú að gengisfyrirkomulagið hefur áhrif á flókt krónunnar og krónan hefur áhrif á afkomu sjávarútvegsins.

Flöktið hafði verið lítið við núverandi fyrirkomulag þar til á síðustu mánuðum.

Seðlabankinn hefur sagt að innflæðishöftunum verði aflétt eins hratt og auðið er sem ætti að auka flókt krónunnar. Einnig er á dagskrá að afnema takmarkanir á afleiðuviðskiptum en þó að aukin skoðanaskipti geti stuðlað að auknu flökti leiða þau einnig til heilbrigðari verðmyndunar sökum dýpri markaðar.

Miðgengi þeirra gjaldmiðla sem vega þyngst fyrir sjávarútveginn



Hversu stöðug er krónan?

Staðalfrávik er góður mælikvarði á flökt

Ef lítið er á töfluna til hliðar á flökt krónunnar við mismunandi gengisfyrirkomulög má sjá að það var tiltölulega lítið við fast gengi eins og við var að búast. Fastgengisstefna er hins vegar engin töfralausn enda þurfti að falla frá henni árið 2001 vegna yfirvofandi gjaldeyriskreppu.

Óstöðugleiki á Íslandi í kjölfar hrunsins, Brexit og ókyrrð á evrusvæðinu valda því að munurinn á flöktinu við höft og fljótandi gengi voru minni en við var að búast.

Frá því að útlæðishöftin voru afnumin 2017 hefur flöktið verið lítið en það hefur þó farið hratt vaxandi undanfarna mánuði.

Það er mikilvægt að átta sig á því að áhættan sem sjávarútvegurinn stendur frammi fyrir er ekki einungis krónuáhætta heldur gengisáhætta.

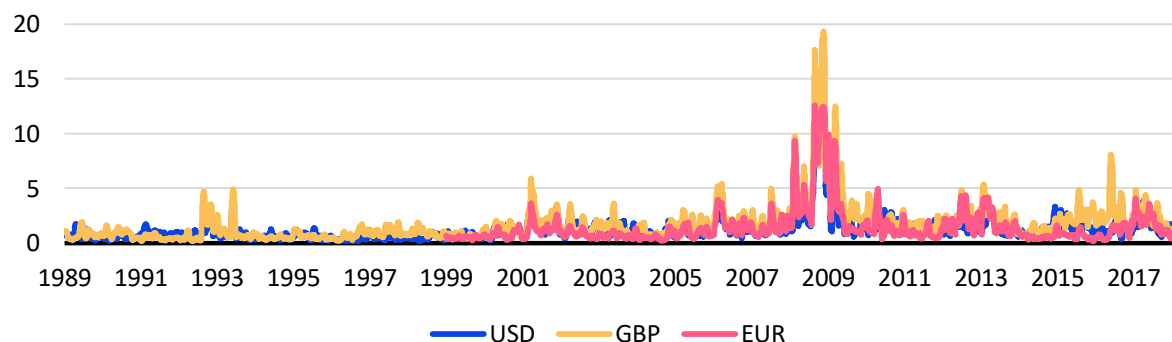
Fall pundsins hafði t.a.m. jákvæð áhrif á fyrirtæki sem skulda pund og bera kostnað í pundum en eru með tekjuflæði í öðrum gjaldmiðlum.

Aftur á móti hækkaði það kostnað sem hlutfall af tekjum og lækkað framlegð hjá þeim sjávarútvegsfyrirtækjum sem selja afurðir sínar í pundum en bera kostnað í annarri mynt.

Staðalfrávik

	USD	GBP	EUR
Fast gengi (1989*-2001)	7,65	8,75	3,24
Fljótandi gengi (2001-2008)	14,83	15,62	15,16
Útlæðishöft (2008-2017)	6,64	16,48	14,41
Innflæðishöft (2016-?)	4,78	5,26	5,10

Flökt krónunnar á 30 daga grunni eftir myntum





Breyttar aðstæður

- Samband krónunnar og sjávarútvegsins hefur breyst



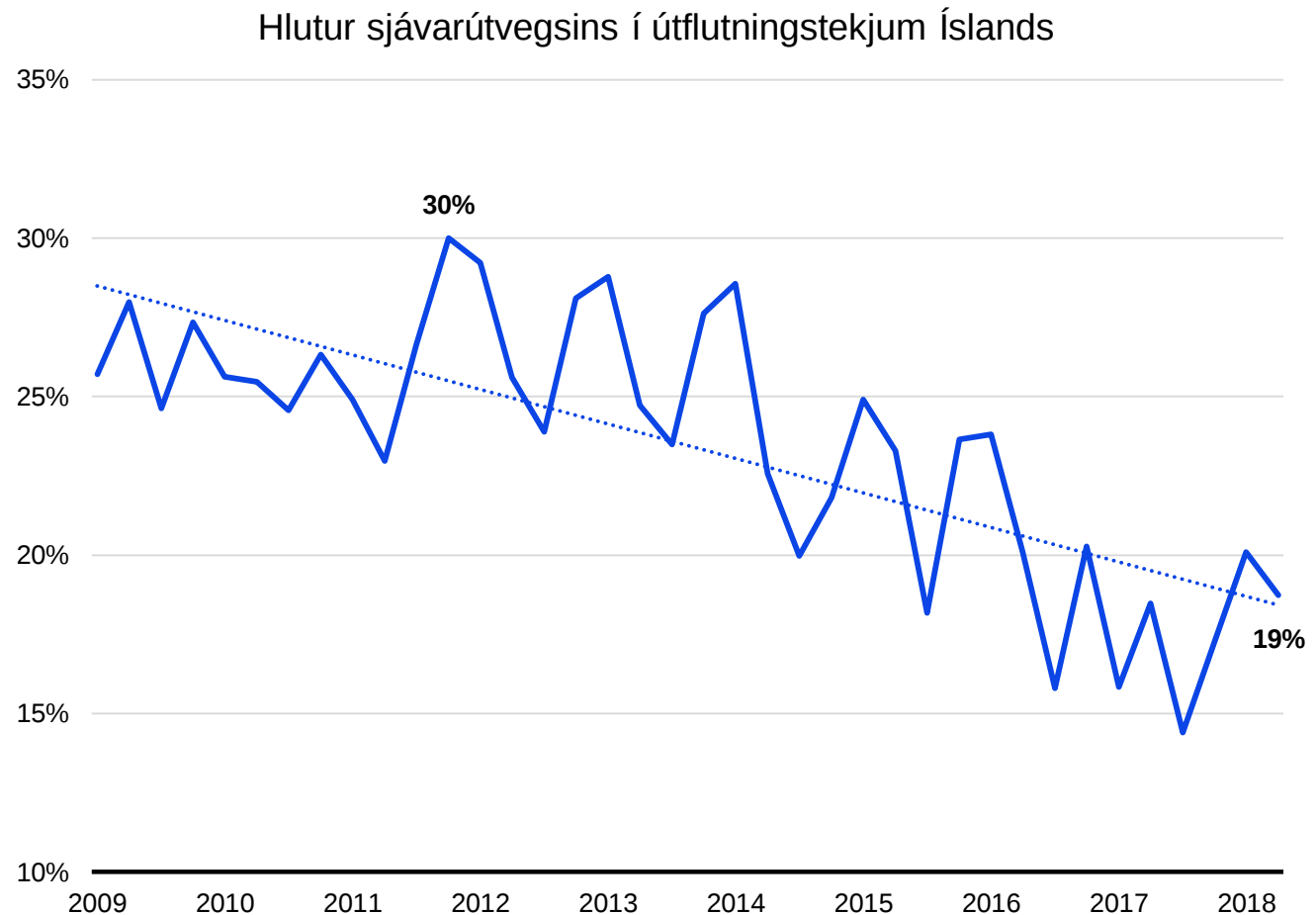
Hluttur sjávarútvegsins í útflutningstekjum hefur dregist saman

Krónan hefur áfram mikil áhrif á sjávarútveginn þó áhrif sjávarútvegsins á krónuna hafi dvínað

Sjávarútvegurinn er almennt talinn hafa verið mikilvægasta útflutningsgrein Íslendinga á 20. öld. Þetta leiddi til þess að sjávarútvegurinn og íslenska hagkerfið héldust í hendur lengi framan af á 20. öldinni.

Aflabrestur sökum ofveiði á árum áður leiddi gjarnan til niðursveiflu og gjaldeyriskreppu, enda voru útflutningstekjur landsins að miklu leyti undir sjávarútveginum komnar. Á móti ýtti sjávarútvegurinn undir uppsveiflur þegar vel veiddist.

Nú er hins vegar breytt staða. Sjávarútvegurinn hefur miklu minni áhrif á krónuna en áður, sem má lesa úr minnkandi hlut sjávarútvegsins í útflutningstekjum landsins. Sambandið hefur hins vegar haldist betur í hina áttina þar sem krónan hefur áfram mikil áhrif á rekstrargrundvöll sjávarútvegsins.



Afkoma sjávarútvegsins hefur mikla fylgni við gengið

EBITDA ætti að halda áfram að lækka m.v. sögulega fylgni við raungengið

Neikvæð fylgni raungengis á mælikvarða launa* gagnvart EBITDA í sjávarútvegi sést bersýnilega hér til hliðar, en fylgnin er yfir 80%.

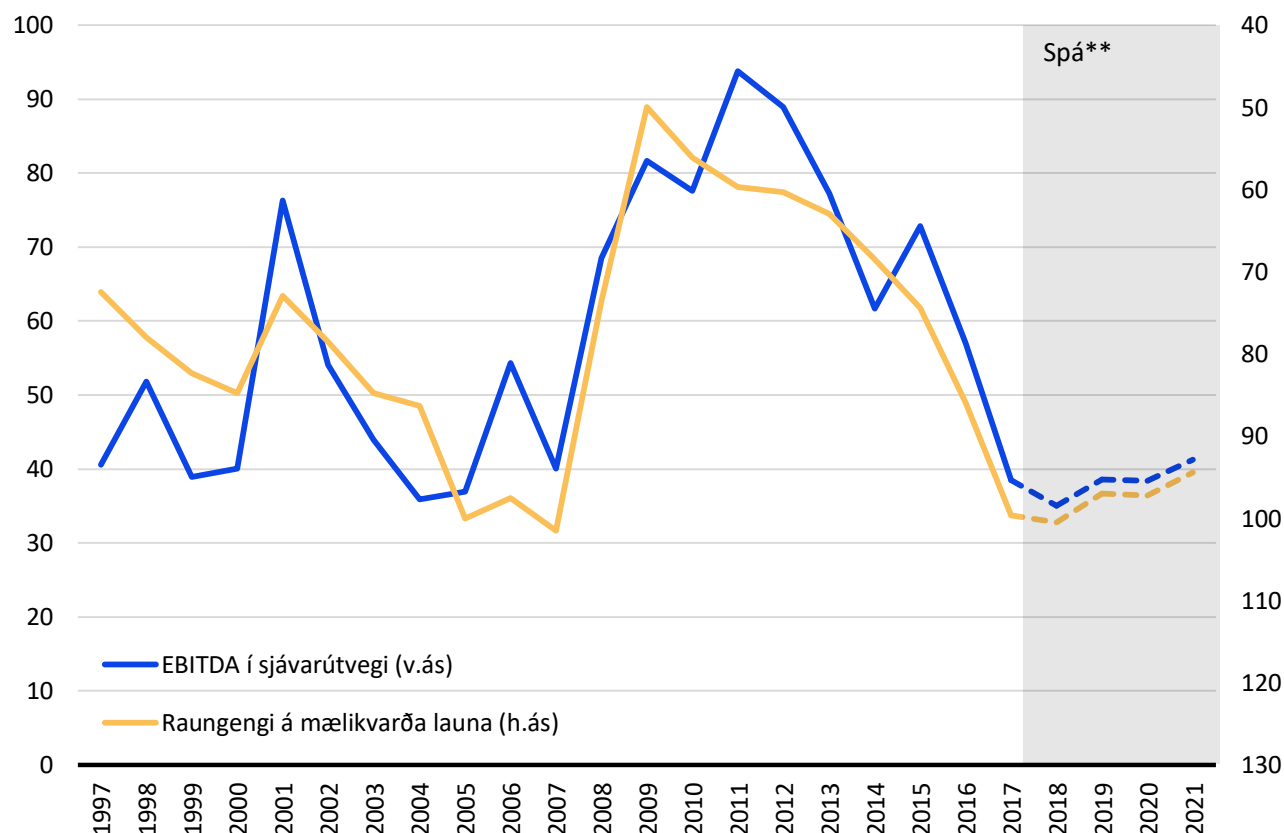
Raungengi á mælikvarða launa er góður mælikvarði á samkeppnishæfni fyrirtækja í alþjóðlegri samkeppni. Þar sem laun og launatengd gjöld eru meira en 50% af rekstrarkostnaði sjávarútvegsins á þetta sérstaklega vel við hér.

Út frá sögulegri fylgni ætti EBITDA í sjávarútvegi að halda áfram að lækka ef raungengi á mælikvarða launa helst á svipuðum slóðum og það hefur verið á fyrri hluta árs.

Nafngengið hefur hins vegar lækkað hratt undanfarið sem að öðru óbreyttu hefur jákvæð áhrif á afkomuna.

EBITDA í sjávarútvegi og raungengi á mælikvarða launa

- ma.kr. á verðlagi 2017



Ferðapjónustan þrýstir á raungengið

Auknar gjaldeyristekjur sökum uppgangs ferðapjónustunnar hafa leitt til styrkingar krónunnar

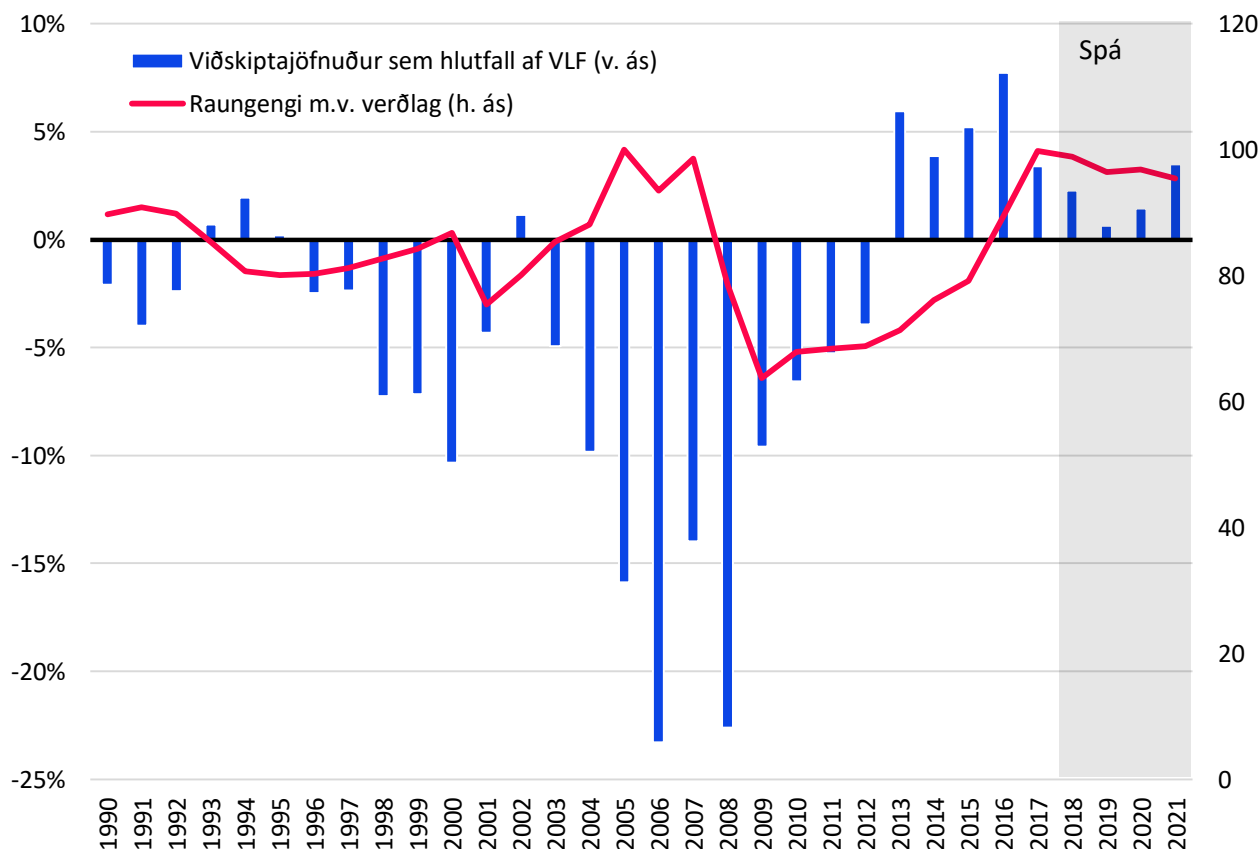
Vilji ferðamanna til að koma til landsins ræðst af ýmsu fleiru en verðlagi. Ósnortin náttúra, eldgos í Eyjafjallajökli, árangur Íslendinga á knattspyrnuvellinum, aukið flugframboð o m. fl. hefur allt orðið til þess að auka áhuga á Íslandi. Þetta hefur stuðlað að því að ferðamönnum hefur fjölgað gífurlega þrátt fyrir að Ísland verði sífellt dýrara.

Þessi aukni áhugi fyrir Íslandi hefur leitt til þess að þrátt fyrir að raungengið hafi styrkst um 57% síðan 2009 erum við enn með viðskiptaafgang. Spá Greiningardeildar Arion banka gerir ráð fyrir því að áfram verði viðskiptaafgangur næstu ár.

Þetta bendir til þess að jafnvægisraungengi* íslensku krónunnar hafi hækkað.

Það þýðir að viðvarandi gengisþrýstingur á sjávarútveginn verður meiri til langs tíma en hann hefði orðið ef ferðapjónustan hefði ekki vaxið eins og hún gerði.

Samband raungengis og viðskiptajafnaðar



Rekstraráhætta

Bein og óbein áhrif gengissveiflna

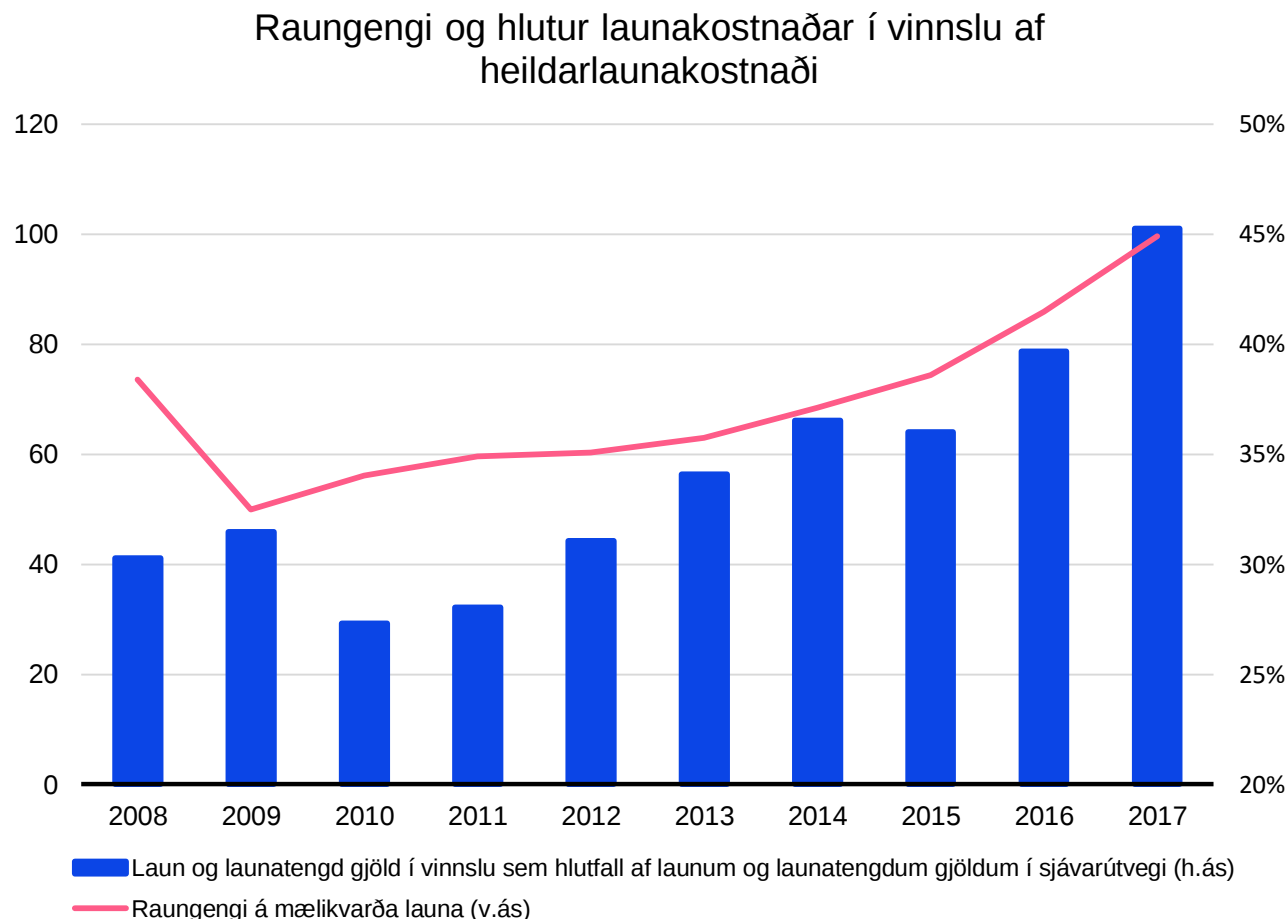
- **Bein áhrif** gengissveiflna fara einfaldlega eftir því hversu stór hluti rekstrarkostnaðar fyrirtækisins er í erlendri mynt. Ef við gerum ráð fyrir að 50% kostnaðar sé í erlendri mynt myndi 10% gengisstyrking lækka kostnaðinn um 5%. Þar sem tekjurnar eru að öllu leyti í erlendum gjaldmiðlum myndu tekjurnar lækka um 10% svo nettó niðurstaðan yrði verri afkoma sjávarútvegsfyrirtækisins en ella. Samsvarandi gengisveiking myndi vitaskuld hafa öfug áhrif.
- **Óbeinu áhrifin** af gengisstyrkingu koma fram í minni innlendri verðbólgu en ella, sem dregur úr þeim rekstrarkostnaði sem er í krónum. Þessi áhrif eru gjarnan nefnd gengisleki en lekin er mismikill milli landa. Gengislekinn á Íslandi er talinn vera á bilinu 0,2-0,4 sem telst óvenjulega hátt, en algengt er að hann sé í kringum 0,1.
- Ef við gerum ráð fyrir að lekin sé 0,3 myndi 10% gengisstyrking leiða til þess með tímanum að innlendi kostnaðurinn, sem við gerðum ráð fyrir að væri 50%, lækkaði um 3% og heildarkostnaðurinn þá um 1,5% til viðbótar við upphaflegu 5%.
- Af þessu er ljóst að rekstraráhætta vegna gengissveiflna fer að mestu leyti eftir því hversu ólík gjaldmiðlasamsetning tekna og rekstrarkostnaðar er. Svo lengi sem tekjurnar og gjöldin eru ekki samsett með nákvæmlega sama hætti munu gengissveiflur hafa áhrif á rekstrarafkomu fyrirtækisins.



Hlutaskiptakerfið

Laun sjómanna sveiflast með tekjum sjávarútvegsins

Launakerfi íslenskra sjómanna byggist á hlutaskiptakerfi sem þýðir að sjómenn á fiskiskipi fá ákveðna hlutdeild í aflaverðmæti skipsins í stað þess að fá föst mánaðarlaun. Þetta leiðir til þess að laun sjómanna sveiflast með verði sjávarafurða og gengi krónunnar. Í þessu kerfi er fólgin ákveðin gengisvörn fyrir sjávarútveginn en þessi vörn er ekki til staðar hvað varðar laun í fiskvinnslu. Þetta endurspeglast í því að síðan 2010 hafa laun við fiskvinnslu farið úr því að vera 27% af heildarlaunakostnaði sjávarútvegsins í það að vera 45% af honum árið 2017.



Launakostnaður vegur þyngra en áður

Laun og tengd gjöld vega þyngst í rekstrarkostnaði sjávarútvegsins

Laun og tengd gjöld sem hlutfall af aðfangakostnaði hækkuðu um 49% frá 2008 til 2017 og fóru úr 71% í 106%.

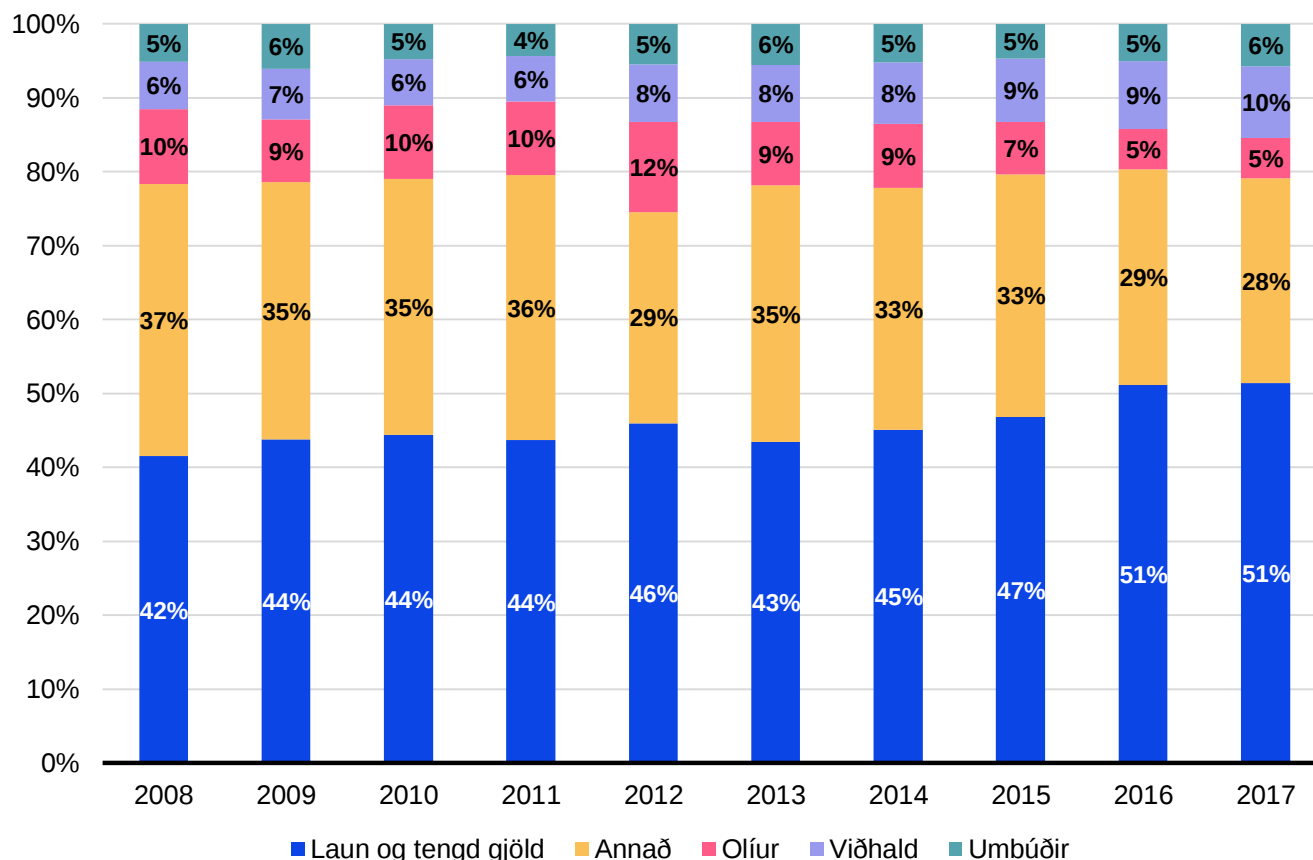
Ef aðföngin eru að meira leyti í erlendri mynt en launin þá lækkar aðfangakostnaður meira en launakostnaður við styrkingu gengisins, en það gæti skýrt þessa þróun að einhverju leyti.

Þrátt fyrir hlutaskiptakerfið hefur sterkt raungengi leitt til þess að launakostnaður nemur rúmlega helmingi alls rekstrarkostnaðar í sjávarútvegi.

Þar af leiðandi skerðir sífellt dýrara íslenskt vinnuafli samkeppnisstöðu sjávarútvegsins umtalsvert.

Það er að sjálfsögðu margt annað en gengið sem getur haft áhrif á þetta hlutfall. Sem dæmi má nefna aukna stærðarhagkvæmni vegna samþjöppunar, breytingar á tryggingargjaldi, aðfangaverð o.m.fl.

Hluttur mismunandi þátta í rekstrarkostnaði sjávarútvegsins



Skuldir í erlendri mynt en eigið fé í krónum

Veikari króna jók skuldir í krónum en hækkaði framlegð og styrkti þar með getu greinarinnar til að þjónusta skuldir í erlendri mynt

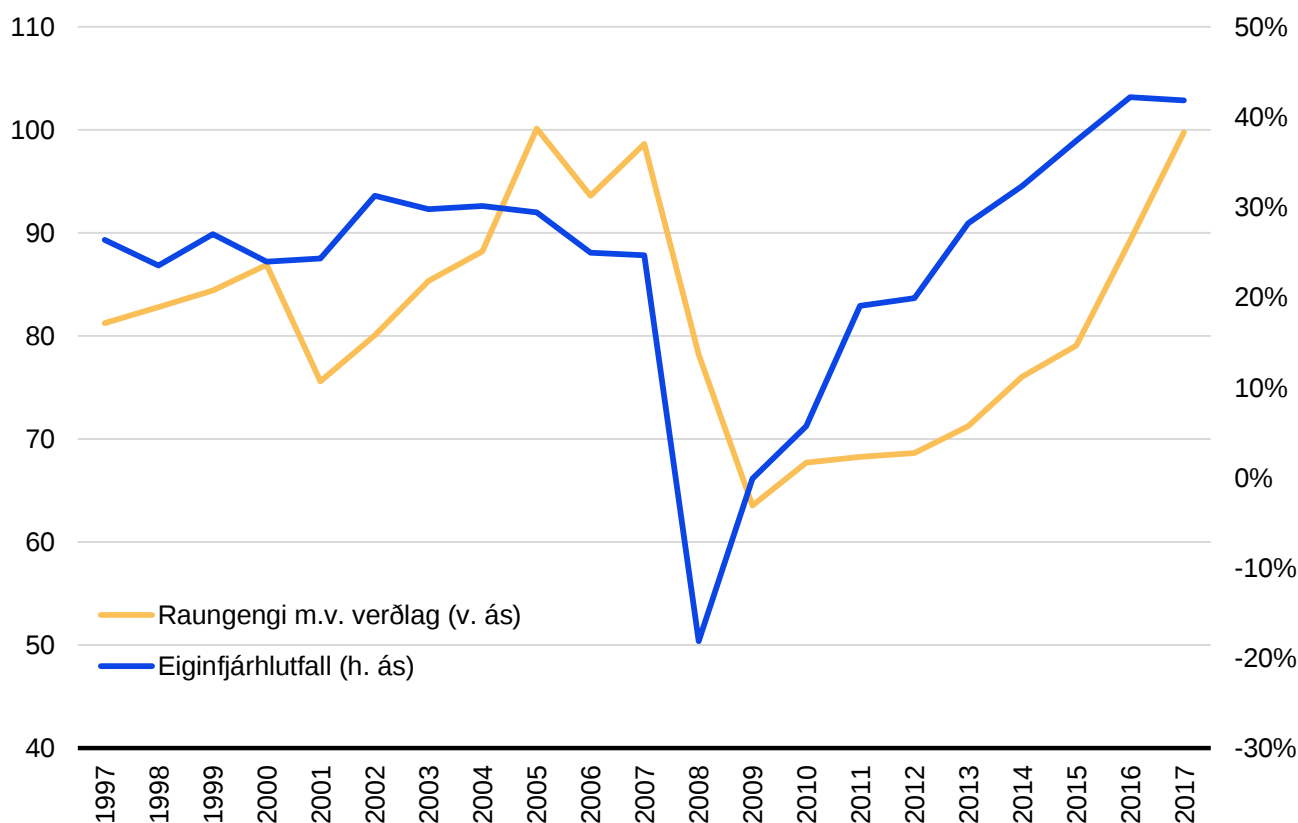
Þegar krónan veikist hækka skuldir þeirra sjávarútvegsfyrirtækja sem skulda í erlendri mynt í krónum talið.

Ef uppgjör félaga er í krónum leiðir það til þess að eiginfjárlutfall þeirra versnar en eiginfjárlutfallið varð t.a.m. neikvætt árið 2008 í framhaldi af gengistaps vegna hressilegrar veikingar krónunnar.

Þetta segir hins vegar takmarkaða sögu því þrátt fyrir að eignirnar hækki ekki í bókhaldinu skapa þær áfram tekjur í erlendum gjaldmiðlum. Þannig stuðlaði veikari króna að hærri framlegð í sjávarútvegi sem jók burði greinarinnar til að þjónusta skuldir í erlendri mynt. Það sem skipti höfuðmáli var að skuldir voru í erlendri mynt líkt og sjóðstreymi félaganna. Það má því segja að því líkara sem samsetning afkomu er samsetningu skulda því minni er gengisáhættan.

Hér er þó ekki öll sagan sögð því sjávarútvegsfyrirtækin eru í eigu Íslendinga og í þeim skilningi er eigið fé í krónum. Eigendur eigin fjár eru því í raun eigendur að erlendu sjóðstreymi að mestu leyti og bera því gengisáhættu.

Fylgni raungengis og eiginfjárlutfalls í sjávarútvegi





Framtíðarhorfur krónunnar

- Hagkerfið getur staðið undir sterkara gengi



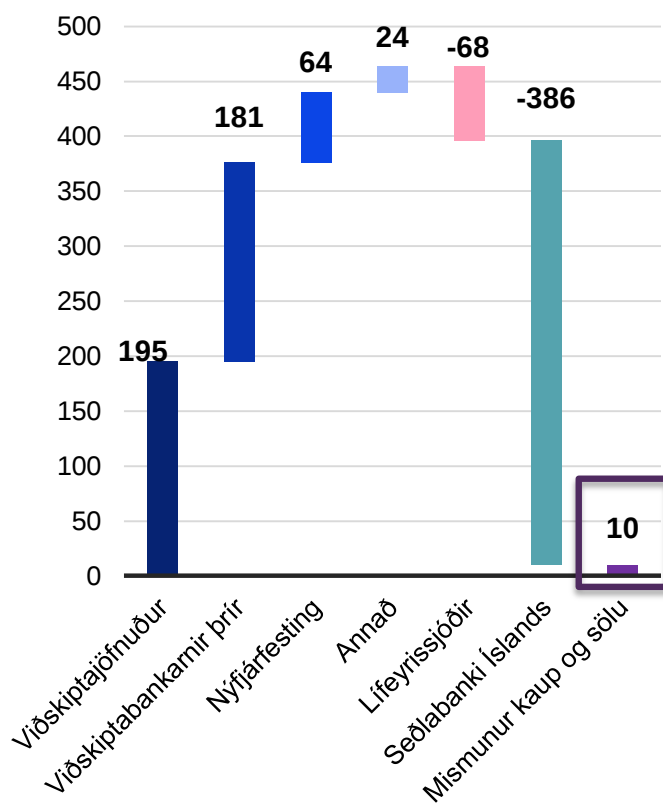
Samsetning flæðisins hefur breyst

Kaup Seðlabankans á gjaldeyri árið 2016 eru fordæmalaus

Árið 2016 var gjaldeyrisflæðið einstaklega hliðhollt krónunni og styrktist hún verulega. Gjalddeyrishöft voru við lýði og því aðeins tveir aðilar sem gátu lagst á móti innflæðinu, Seðlabankinn og lífeyrissjóðir.

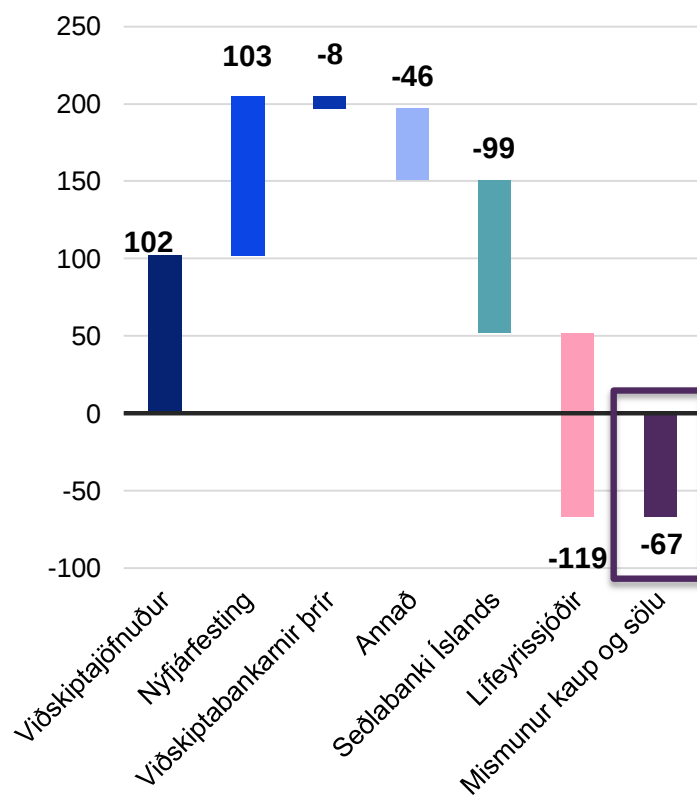
Árið 2017 var meira jafnvægi á markaðnum, höftum hafði að mestu leyti verið aflétt og útlæði þar af leiðandi meira. Þegar árið var gert upp var mismunur á kaup og sölu gjaldeyris neikvæður, sem þýðir að útlæðið var meira en innflæðið, aðstæður sem alla jafna setja þrýsting á gengi krónunnar til veikingar.

Gjalddeyrisflæði árið 2016
- ma.kr.



- jákvætt formerki þýðir nettó sölu gjaldeyris

Gjalddeyrisflæði árið 2017
- ma.kr.



- jákvætt formerki þýðir nettó sölu gjaldeyris



Þrýstingur á gengið í ár, hvað með næsta ár?

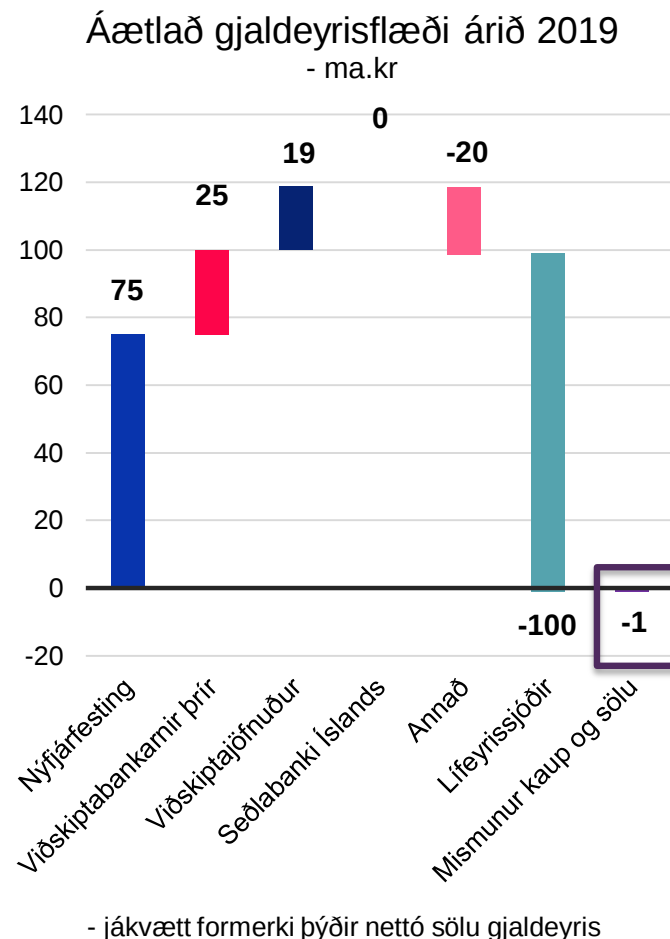
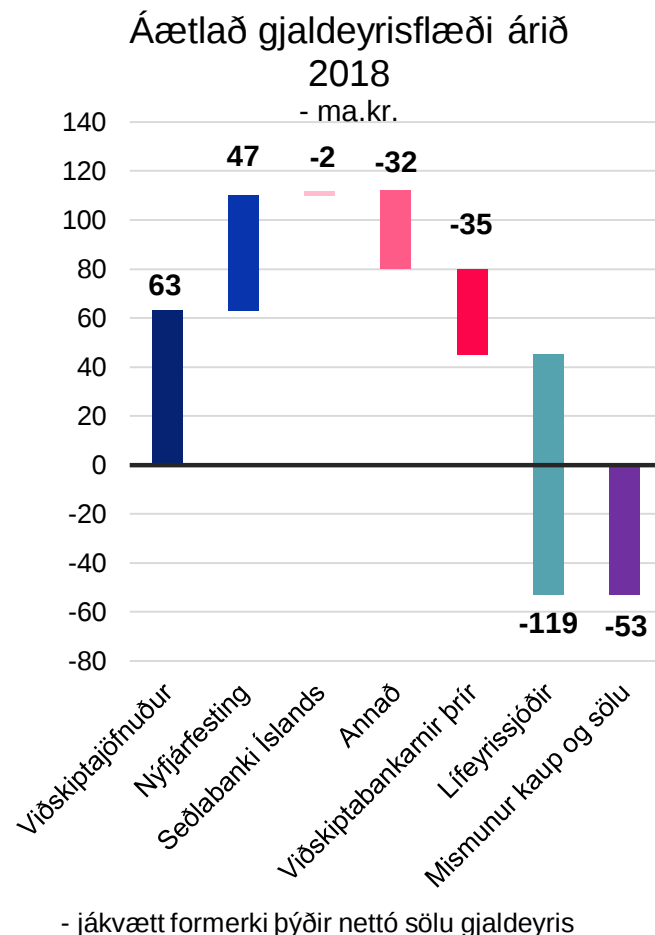
Minnkandi viðskiptaafgangur og áframhaldandi útfærðisþörf hjá lífeyrissjóðunum

Gengisveiking síðustu missera bendir til þess að útfærð 2018 verði öllu meiri en innflærð

Viðskiptaafgangurinn hefur minnkað hratt og dregið hefur verulega úr nýfjárfestingu. Á móti hefur eftirspurn innlendra aðila í erlendar eignir aukist. Niðurstaða fyrir árið mun liggja fyrir í mars.

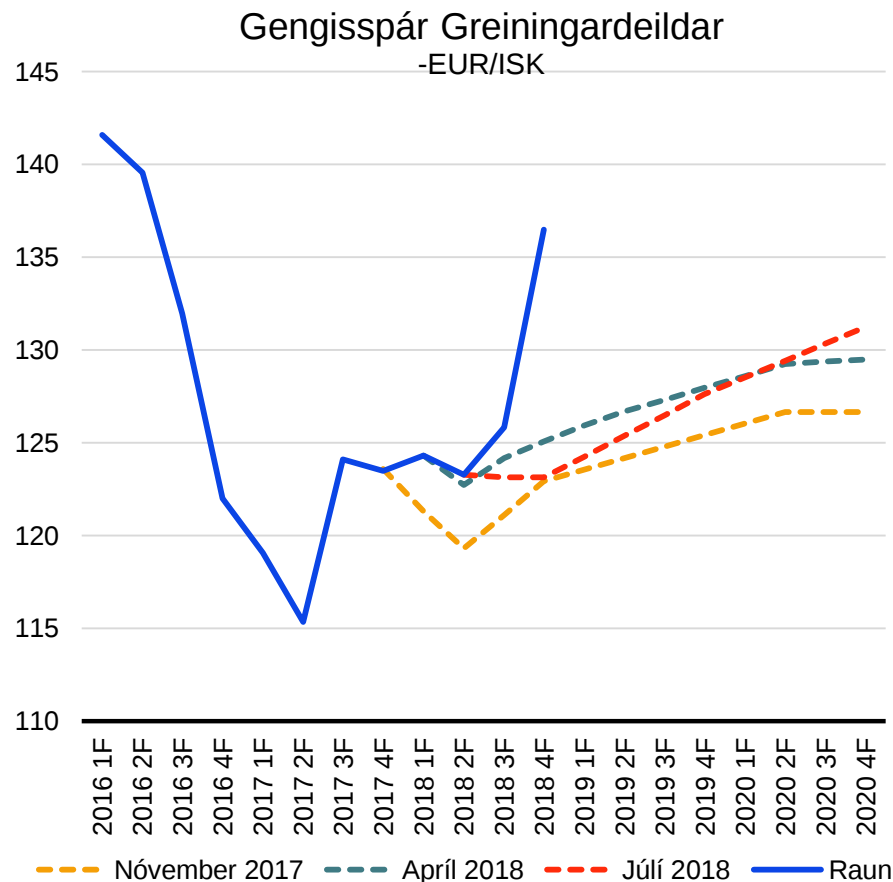
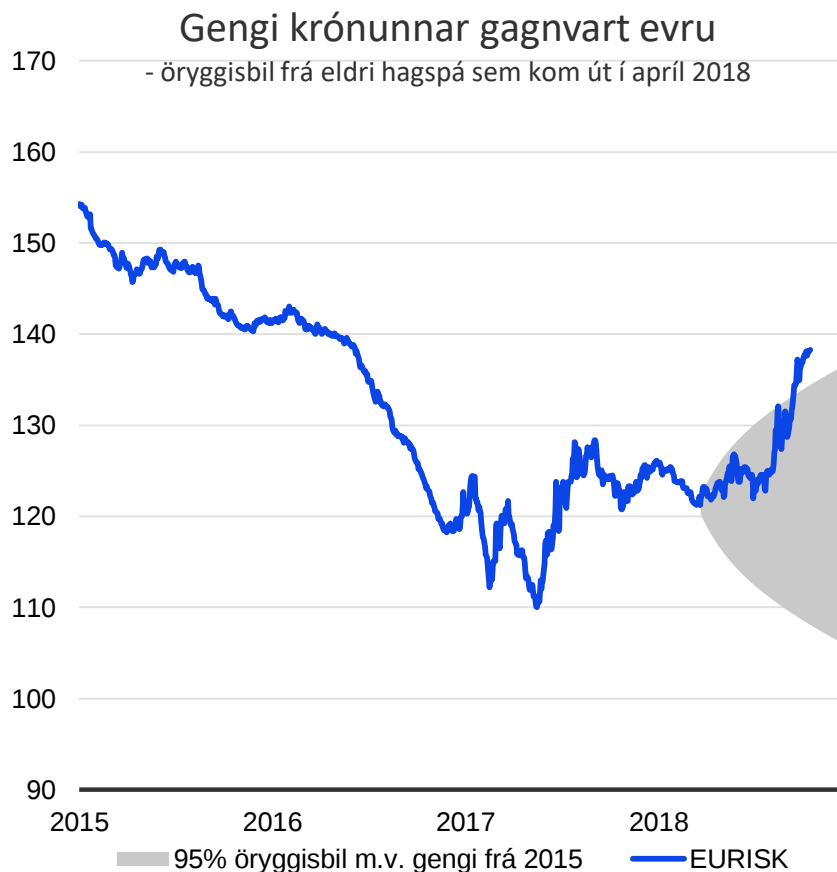
Hvað varðar næsta ár, þá er nær ómögulegt að spá nákvæmlega fyrir um flærð. Það eru hinsvegar ákveðnir þættir sem hægt er að rýna í. Sem dæmi er líklegt að útfærð á vegum

lífeyrissjóðanna haldi áfram, viðskiptaafgangurinn heldur áfram að minnka en á móti getur nýfjárfesting tekið við sér, sérstaklega ef innflærðishöftin verða afnumin.



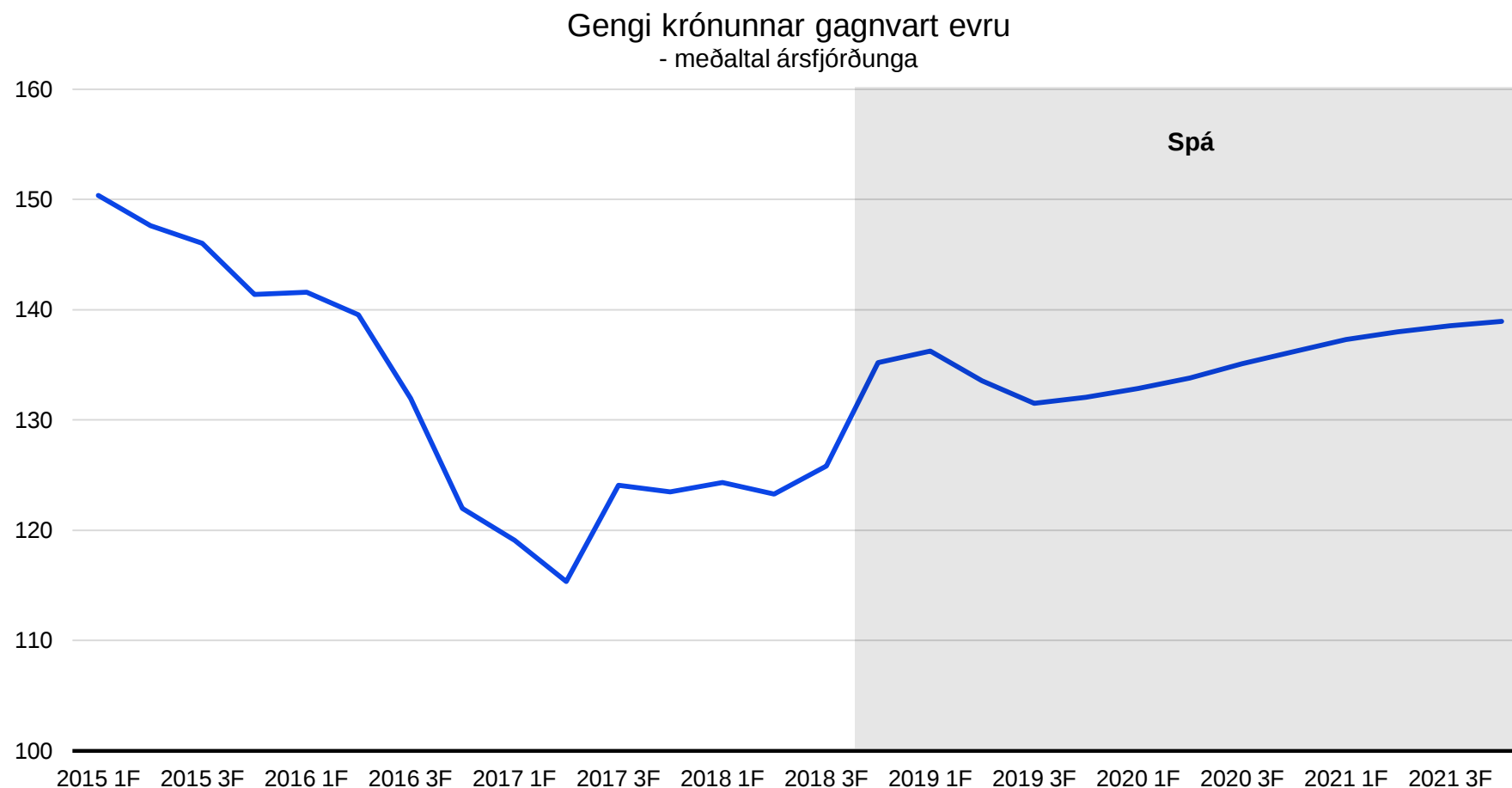
Enginn veit fyrr en reynir á, hvert gengið ætlar þá

Veiking krónunnar að undanfögnu var miklu hraðari og meiri en við væntum. Gengisspár skal varast að taka of hátíðlega, það er að segja í stað þess að einblína á nákvæmt gildi ætti frekar að líta til stefnunnar.



Veiking, styrking, veiking

Neðangreind spá er opinber gengisspá Greiningardeildar sem birt var í síðustu hagspá



Samhljómur um gengisstyrkingu á næsta ári

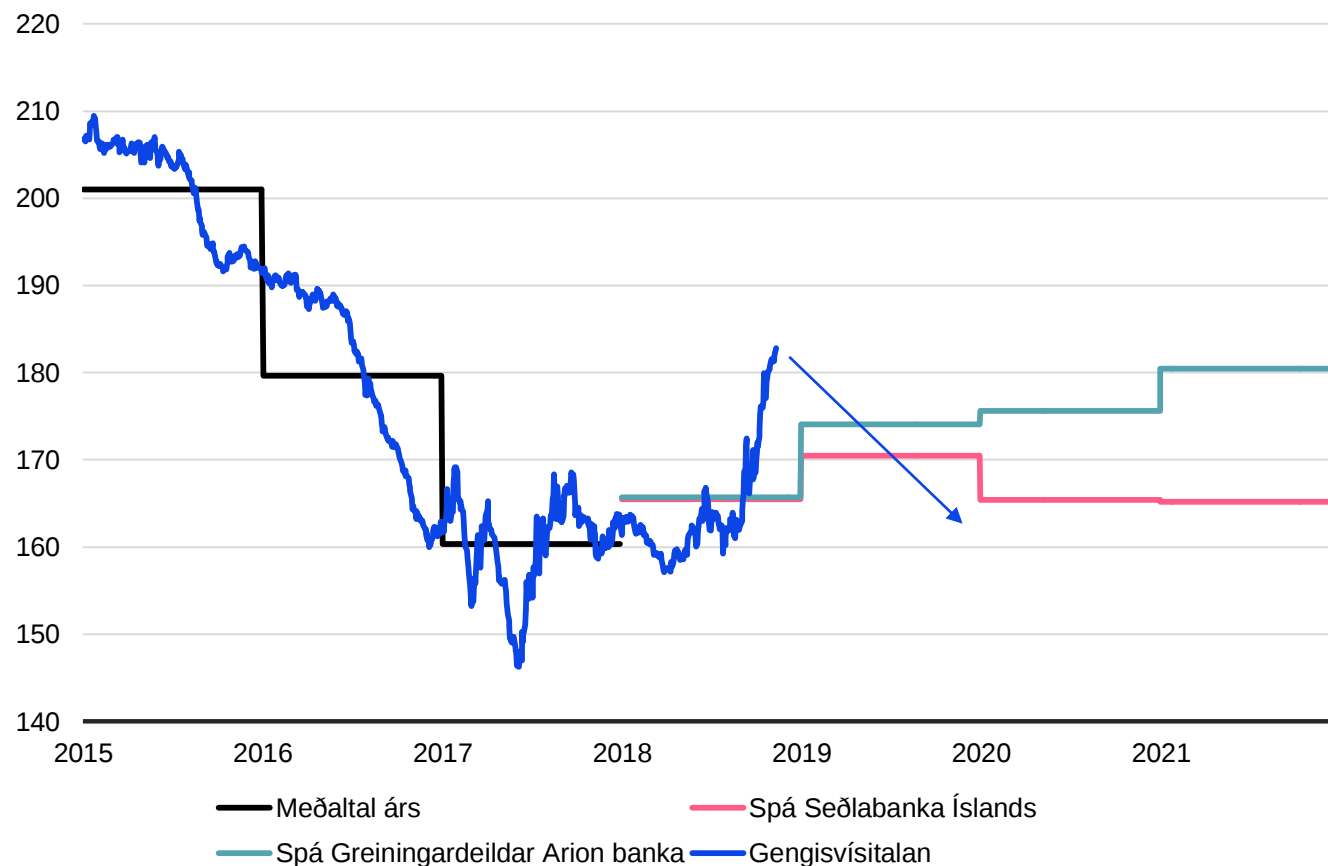
Greiningaraðilar telja að núverandi gengi sé veikara en undirliggjandi efnahagsstærðir gefa tilefni til

Raungengið hefur lækkað hratt undanfarið í gegnum nafngengisveikingu og bætt samkeppnishæfni landsins.

Greiningaraðilar telja að hagkerfið geti hinsvegar staðið undið sterkara gengi. Sem dæmi spáir Seðlabankinn að meðalgengi ársins 2019 verði 170,5. Til þess að það geti orðið að veruleika þarf gengið annað hvort að styrkjast strax í upphafi árs eða að styrkjast þeim mun meira eftir því sem líður á árið.

Hafa ber í hug að ef samkeppnishæfni þjóðarþúsins versnar verulega, s.s. í gegnum hækkandi launakostnað, mun það setja þrýsting á gengi krónunnar til veikingar.

Gengisvísitalan og gengisspár



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.

