

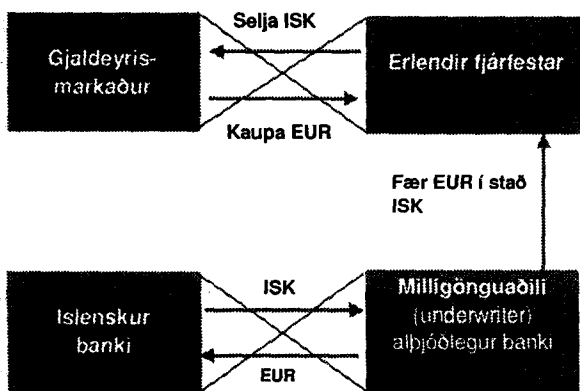
### Hvað gerist þegar krónan fer á flot?

- Krónan fer væntanlega á flot á ný á næstu vikum.
- Stöður útlendinga í krónunni eru nú að langmestu leyti bundin í ríkis- og innstæðubréfum, heildarfjárhæðin er á bilinu 350-450 milljarðar króna.
- Erfitt er að gera sér grein fyrir því með hvaða hraða þessar stöður verða leystar út en þær kunna að draga krónuna verulega niður í fyrstu.
- Gera má ráð fyrir að krónan muni styrkjast frá núverandi gildum þegar frá líður þótt hún veikist við fleytingu.
- A.m.k. 6 ma.EUR gjaldeyrisforði ásamt stuðningi IMF yrði nægjanlega trúverðugur stuðningur við krónuna.
- Afgangur á utanríkisviðskiptum mun styðja við gengi krónunnar strax þegar stöðutökur útlendinga hafa verið leystar út.

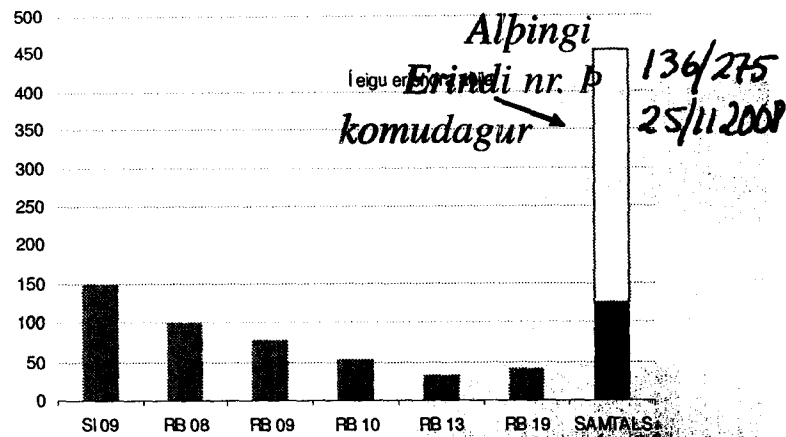
### Ekki útfærði vegna skiptasamninga krónubréfa...

Útistandandi krónubréf að verðmæti 300 ma.kr hafa um skeið valdið áhyggjum um gengi krónunnar. Ástæðan er sú að krónubréf sem koma á gjalddaga fela vanalega í sér að erlendir eigendur bréfanna selja þær krónur sem falla í hans hlut (sjá mynd). Þetta á við þann hluta krónubréfanna sem voru tryggð með kaupum á innstæðubréfum Seðlabankans. Aftur á móti er líklega um helmingur krónubréfanna, sá hluti sem var fjármagnaður með gjaldmiðlaskiptasamningum ekki lengur ógn við krónuna. Vegna gjaldþrots íslensku bankanna verður krónubréfamiðlara ekki afhentar krónur eins og til stóð skv. gjaldmiðlaskiptasamningi (hann myndi síðan afhenda endafjárfesti þessar krónur). Í staðinn getur miðlari nú einfaldlega greitt endafjárfesti krónuvirði bréfanna í evrum. Flæðisáhrif til veikingar krónunnar verða því engin.

### Flæði vegna gjalddaga krónubréfa (einfaldað)



### Útistandandi nafnvaxtabréf



### ...En hætta á útfærði annarra nafnvaxtabréfa

Ein helsta hættan fyrir krónuna nú eru stórar stöður erlendra aðila í íslenskum nafnvaxtabréfum og innstæðum, en almenn hefur verið talið að umfang innstæða sé óverulegt. Ef fjárfestarnir ákveða að losa sínar stöður um leið og færi gefst til, þ.e.a.s. þegar opnað er fyrir almenn viðskipti með krónuna, gæti skapast mikill þrýstingur á krónuna á meðan.

**Þurfa 450 ma.kr. að komast burt?** Ekki liggja fyrir nákvæmar tölur um umfang þessara viðskipta en samkvæmt mati Greiningardeildar eiga erlendir aðilar nafnvaxtabréf og innstæður fyrir um 350-450 milljarða króna. Þar af í kringum 120 milljarða af innstæðubréfum og í kringum 200-250 milljarða af ríkisskuldabréfum. Ótalin er eign erlendra fjárfesta í íbúðabréfum sem er sennilega ekki eins kvikt fjármagn og hið fyrrnefnda.

Að öllu samanlögðu gæti Seðlabankinn þurft að nota um 2-3 ma.EUR af gjaldeyrisforðanum ef allir erlendu aðilarnir kjósa að losa sig við krónur á sama tímapunkti og ekkert innflæði gjaldeyris kemur á móti. Til samanburðar standa vonir til þess að Íslendingar muni hafa aðgang að u.þ.b. 6-8 ma.EUR gjaldeyrisforða ef allt gengur að óskum. Viðfangsefni yfirvalda er að útfærði gjaldeyris verði sem minnst. Hugsanlega verða settar einhverjar hömlur á fjármagnsflæði í upphafi. Ekki er loku fyrir það skotið að einhverskonar uppboð verði fyrir þá aðila sem hafa hug á að segja skilið við krónuna, a.m.k. fyrst um sinn, en að inn- og útflutningsviðskipti verði óheft.

**Veikt gengi og lágt skuldabréfaferð gætu hjálpað...** Til að sem minnst sé gengið á gjaldeyrisforðann er til skamms tíma best fyrir Seðlabankann að gengið sé sem veikast – sala ákveðins krónufjölda krefðist þá minna gjaldeyrisútfærðis. Ennfremur má benda á að lægra verð en eila á skuldabréfunum veldur því að færri krónur þurfa að flæða úr landi m.v. sama magn bréfa. T.a.m. olli vaxtahækkun Seðlabankans (í 18%) hækkun á ávöxtunarkröfu bréfanna og þar með verðlækkun.

...og um leið tafið eða stöðvað ferlið? Ef stór hluti erlendra fjárfesta ætla sér að selja sig út úr stöðum sínum í íslenskum skuldabréfum og gjaldeyri þurfa þeir að horfast í augu við ákveðin vandamál. Óvíst er hvort kaupendur að svo miklu magni skuldabréfa á svo skömmum tíma verði til staðar. Í þessu gætu annarsvegjar falist tafir á brottför fjárfestanna. Auk þess gæti þetta falið í sér mikla verðlækkun á skuldabréfum og gjaldeyri sem mun sennilega draga úr áhuga manna á að selja stöður sínar. Að einhverju leyti gætu fjárfestar því ákveðið að hinkra með fjármagn sitt, og bíða þess að krónan rétti aftur úr kútnum. Það gæti þó þýtt að styrkingarferli krónunnar einfaldlega dragist á langinn ef langan tíma tekur að vinna ofan af stöðum erlendu fjárfestanna.

### Stærð gjaldeyrisvaraforða

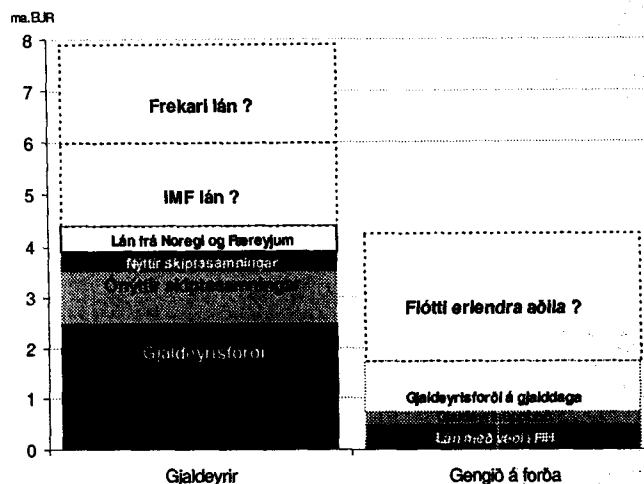
Gjaldeyrisforði og erlendar línur Seðlabankans voru í lok september í kringum 4 ma.EUR. Þar af eru 1,5 ma.EUR í formi skiptasamninga við skandinavísku seðlabankana (dregið hefur verið á 0,4 ma.EUR). Til viðbótar þessu munu koma lán frá Noregi og Færeyjum 0,5mö.EUR og fyrirhugað lán frá IMF nemur 1,6 mö.EUR. Ennfremur hefur verið rætt um að leitað verði til annarra ríkja eftir láni, s.s. hinna Norðurlandanna, Rússlands og Japan. Samanlagt gerir þetta 8-10ma.EUR en á móti hefur nokkuð gengið á forðann.

**Töluvert gengið á forðann.** Skv. tölum á heimasíðu Seðlabankans eru um 1,5 ma.EUR af gjaldeyrisforðanum annaðhvort fallin á gjalddaga eða munu gera það innan tveggja mánaða. Í uppboðum síðustu vikna má ætla að í kringum 233 m.EUR hafi verið notaðar af gjaldeyrisforðanum. Loks var 500 m.EUR lán veitt úr varaforðanum með veði í FIH í október. Samanlagt má því segja að gengið hafi verið á forðann sem nemur rúmlega 2,2 mö.EUR. Eftir gæti því staðið forði á bilinu 6-8ma.EUR, eftir því hversu mikil lán verða fengin.

**Aðkoma IMF og aukinn forði.** Með gjaldeyrisforða upp á 6-8 m.EUR er talsvert bolmagn til stuðnings krónunnar. Náist svo mikill forði skiptir ekki öllu máli þótt verðmæti jafnvel allra nafnvaxtabréfa í eigu útlendinga streymdi úr landi, en sú upphæð yrði u.þ.b. 2-3 ma.EUR.

**Á endanum snýst spurningin um hvað Íslendingar gera** þar sem væntanlegt útfæði vegna erlendra fjárfesta verður síður en svo óyfirstíganlegt mun framvinna krónunnar þegar horft er fram á veginn ráðast af því hvernig innlendir aðilar bregðast við. Verði áætlun stjórnvalda því nægilega trúverðug virðist lítið því til fyrirstöðu að krónan geti styrkst á ný. Flótti erlendra aðila úr íslenskum skuldabréfum og gjaldeyri gæti raunar skapað tækifæri fyrir innlenda fjárfesta.

### Gjaldeyrisvaraforði



### Fleyting krónu: Veiking ekki varanleg

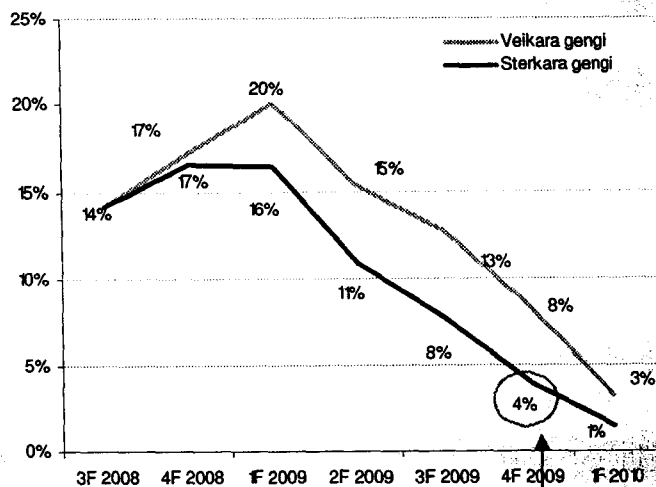
Greiningardeild gerir því ráð fyrir veikingarskoti frá núverandi gildum sem mun ganga yfir á skömmum tíma, jafnvel vikum eða mánuðum. Þegar því er lokið má búast við að krónan verði sterkari en hún er nú, en engu að síður veik í sögulegu samhengi.

**Viðskiptajöfnuður mun styðja krónu.** Selji erlendir skammtímafjárfestar sig að stórum hluta úr krónunni mun krónan í mun meiri mæli en áður stjórnast af vöru- og þjónustuviðskiptum. Fyrirsjáanlegt er að afgangur verði á utanríkisviðskiptum á næstunni og mun þjóðin því afla meiri gjaldeyris en hún eyðir. Innlausn á gjaldeyri mun þá skapa kaupþrýsting á krónuna og þannig veita henni bakstuðning.

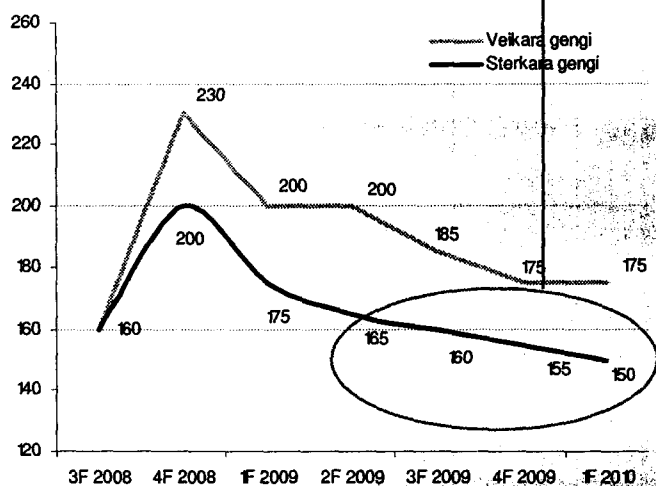
**Afgangur þrátt fyrir styrkingu.** Í ljósi þess gífurlega samdráttar sem fyrirsjáanlegur er í innlandi eftirspurn verður hægt að ná afgangi á utanríkisviðskiptum með talsvert sterkara gengi en ella. Með öðrum orðum mun talsvert styrking krónu frá núverandi gildi ekki endilega spilla fyrir gjaldeyrisþöfnun þjóðarinnar en bæta verulega skuldastöðu heimila og fyrirtækja auk þess að leiða til lægri verðbólgu.

Hverjar eru gengisforsendur IMF? Það kann að skýrast bráðlega hvaða forsendur um gengisþróun krónunnar Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur notað í sinni vinnu. Upplýsingar um viðmið sjóðsins í þeim efnum gætu gefið til kynna það gengi krónunnar sem ætíunin er að styðja við með gjaldeyrisvaraforða. Vísendingar þess efnis gætu legið í Peningamálum Seðlabankans sem birtast 6. nóvember. Helsta vísendingin um málið hingað til er sú að IMF býst við að verðbólga verði um 4,5% í árslok 2009. Sú verðbólguþróun samrýmist talsverðri gengisstyrkingu krónunnar miðað við verðbólgulíkan Greiningardeildar, eins og sést hér á myndum.

**Verðbólguþróun m.v. ólíkar gengisforsendur**  
-Breyting vísitölu neysluverðs milli fjórðunga, fjórðungsmeðaltöl



**Gengisforsendur í verðbólguþróun**  
- ársfjórðungsmeðaltöl



**Fyrirvarar útgáfu:**

Efni og innihald þessarar útgáfu er unnið af starfsmönnum Greiningardeildar Kaupþings banka hf. Greiningardeild styðst þar við upplýsinga- og fréttaveitur, innlendir og erlendir, sem hún telur áreiðanlegar ásamt eigin úrvinnslu og mati á opinberum upplýsingum. Kaupþing banki hf. tekur hvorki ábyrgð á nákvæmni upplýsinganna né viðskiptum sem byggð eru á þeim. Í því sambandi er bent á að umfjöllun Greiningardeildar getur verið stytta útgáfa viðameiri greininga og rannsókna og forsendur á fjármálamörkuðum breytast ört. Ráðgjöf og spár Greiningardeildar geta því breyst án fyrirvara en þær endurspegla skoðanir starfsmanna Greiningardeildar á þeim tíma sem þær eru settar fram. Þeim sem hafa hug á viðskiptum er bent á að hafa samband við sérfræðinga Kaupþings banka hf. áður en ákvörðun er tekin. Vakinn er athygli á því að Kaupþing banki hf., starfsmenn og aðrir aðilar tengdir bankanum kunna að eiga hagsmunu að gæta varðandi einstök félög sem útgáfuefni Greiningardeildar lýtur að hverju sinni.