



SÉRRIT

SEÐLABANKI ÍSLANDS

Nr. 9

Undirliggjandi erlend staða
og greiðslujöfnuður

Mars 2013

Seðlabanki Íslands

Undirliggjandi erlend staða og greiðslujöfnuður

Höfundarréttur: Seðlabanki Íslands.

Heimilt er að nota efni úr ritinu, enda sé heimildar getið.

Ritið er á vefsíðu Seðlabanka Íslands (<http://www.sedlabanki.is>)

ISSN 1670-8822

Undirliggjandi erlend staða og greiðslujöfnuður

Hér á eftir er gerð grein fyrir mati Seðlabanka Íslands á undirliggjandi erlendri stöðu þjóðarbúsins, þ.e. á erlendum eignum, skuldum og mismun þeirra (hreinni erlendri stöðu). Einnig er fjallað um skekkjur í fyrri áætlunum Seðlabankans og ályktað út frá þeim um óvissu í matinu á erlendu stöðunni. Áætlunin um hreina erlenda stöðu, afborgunarferill erlendra skulda, síðasta þjóðhagsspá bankans og fleiri upplýsinga eru notaðar til að gera áætlun um undirliggjandi greiðslujöfnuð fyrir næstu ár og leggja mat á mögulega endurfjármögnunarþörf. Þá er fjallað um horfur um þróun erlendu stöðunnar á næstu árum en í þeirri greiningu er hvorki fjallað um krónueignir erlendra aðila né búa fallinna fjármálfyrirtækja sem taka þarf á með sérstökum aðgerðum. Helstu niðurstöður eru að undirliggjandi hrein erlend staða, þ.e.a.s. hrein erlend staða án innlánsstofnana í slitameðferð og án Actavis en með reiknaðri niðurstöðu úr uppgjörum innlánsstofnana í slitameðferð og nokkurra annarra stórra félaga í slitameðferð, í lok árs 2012, er neikvæð um 60% af landsframleiðslu. Nokkur óvissa er um þessa stærð en talið líklegt að hún verði á bilinu -80% til -35%. Miðað við fyrirliggjandi þjóðhagsspá mun hrein erlend staða í hlutfalli af landsframleiðslu batna um 18 prósentur fram til loka árs 2017 eða um rúmar 3 prósentur á ári. Þrátt fyrir nokkurn afgang á undirliggjandi viðskiptajöfnuði, einkum framan af spátímanum, nægir hann ekki til að standa undir þekktum afborgunum af erlendum lánum. Endurfjármögnun hluta þeirra er því forsenda stöðugs gengis. Hér er ekki fjallað um ýmsa mikilvæga þætti sem geta haft veruleg áhrif á greiðslujöfnuð og gætu valdið óstöðugleika án fjármagnshatta, svo sem krónugreiðslur til kröfuhafa fallinna fjármálfyrirtækja og stöðu króna í eigu erlendra aðila (svokallaðar aflandskrónur).

3

Undirliggjandi hrein erlend staða þjóðarbúsins

Á þensluárunum fyrir fall stóru bankanna versnaði erlend staða ár frá ári enda viðskiptajöfnuður oft mjög neikvæður og stundum mjög neikvæður. Við bankahrunið tók erlend skuldastaða landsins stökk til hins verra, þegar virði erlendra eigna rýrnaði og erlendar skuldir fallinna fjármálfyrirtækja stóðu eftir að fullu. Skoðun á opinberum uppgjörum gæti bent til þess að vandi Íslands sé ekki einungis greiðslujafnaðarvandi heldur ekki síður skuldavandi. Hin opinberu uppgjör gefa þó mjög villandi mynd, aðallega vegna þess að þar eru taldar fram að fullu skuldir fallinna banka og fleiri fyrirtækja sem aldrei munu verða greiddar af innlendum aðilum og áfallnir vextir af þeim. Til þess að komast nær kjarna vandans er því nauðsynlegt að rýna í gegnum þann frumskóg sem bú fallinna fjármálfyrirtækja er og jafnframt taka tillit til þess að stór hluti skulda þjóðarbúsins tengist einu fyrirtæki sem að mestu leyti starfar utan Íslands og er nú í eigu erlends aðila.

Seðlabankinn hefur greint skuldastöðu þjóðarbúsins á síðustu árum og hafa niðurstöður greininganna verið nokkuð breytilegar. Þessar niðurstöður hafa birst í minnisblöðum til fjárlaganefndar og efnahags- og skattanefndar Alþingis árið 2009, í grein sem birtist í *Efnahagsmálum* í febrúar 2011 og í uppfærslum þeirrar greiningar sem birst hafa í *Peningamálum* og öðrum ritum Seðlabankans. Þessar mismunandi niðurstöður endurspeglar breytileika í mati á verðmæti eigna og skulda efnahagsreiknings sem er hlutfallslega mjög stór miðað við landsframleiðslu Íslands, en einnig mismunandi gæði þeirra gagna sem stuðst er við.

Til þess að endurmeta þær aðferðir sem notaðar hafa verið við greininguna ákvað seðlabankastjóri að setja á fót vinnuhópa sérfræðinga á nokkrum sviðum Seðlabankans til þess að rýna í ýmsa þætti greiðslujafnaðar og endurmeta undirliggjandi hreina erlenda stöðu. Greiningin sem birtist hér á eftir styðst við töluvert ítarlegri gögn um annars vegar verðmat slitastjórna á eignum og hins vegar skiptingu krafna í bú fjármálafyrirtækja í slitameðferð en fyrir hafa legið við fyrri greiningar. Eigi að síður er nauðsynlegt að gera þann fyrirvara að enn ríkir töluverð óvissa um verðmæti eigna og lögsmæti krafna og raunverulega skiptingu eigna í innlendar og erlendar. Sérstakur vinnuhópur sérfræðinga Seðlabankans er starfandi sem m.a. hefur það hlutverk að greina eignir þeirra mun nákvæmar en áður hefur verið gert. Niðurstöðurnar gætu því enn breyst þegar fram líða stundir. Því er stefnt að því að uppfæra þetta mat reglulega í framtíðinni.

Mat á undirliggjandi erlendri stöðu þjóðarbúsins og greiðslujöfnuði sem af því leiðir veitir ákveðnar vísbendingar um sjálfbærni skuldastöðunnar til lengri tíma litið, en mun meiri óvissa ríkir um hvað hún felur í sér um stöðugleika í greiðslujöfnuði. Þótt íslenskur þjóðarbúskapur sé ekki áberandi meira skuldsettur en þjóðarbúskapur annarra landa getur greiðslubyrði erlendra lána einstakra fyrirtækja, einkum fyrirtækja sem hafa litlar eða engar tekjur í erlendri mynt og njóta ekki nægilegs trausts til þess að geta endurfjármagnað erlendar skuldir sínar eða endursamið um þær, leitt til greiðslujafnaðarvanda með tilheyrandi þrýstingi á gengi krónunnar. Nokkrir þættir þess vanda eru greindir hér á eftir. Það sem hér fer á eftir ber þó ekki að líta á sem skuldaþolsgreiningu, enda á það hugtak fremur við um einstaka geira eða aðila þjóðarbúskaparins en þjóðarbúskapinn í heild sinni, og hvorki er fjallað um vanda vegna krónueignar erlendra aðila né krónueigna búa fallinna fjármálafyrirtækja sem taka þarf á með sérstökum aðgerðum.¹

Í næsta kafla eru skuldir ólíkra aðila greindar eftir eðli og líkum á endurfjármögnum, síðan er fjallað um eignir og kröfur í bú fallinna fjármálafyrirtækja og nokkurra annarra stórra fyrirtækja í gjaldþrotameðferð eða fyrirtækja sem gert hafa nauðasamning. Þessar upplýsingar eru svo notaðar til að áætla undirliggjandi hreina erlenda stöðu þjóðarbúskaparins. Næst er fjallað um óvissuþætti í þessu mati. Að síðustu er sett fram sviðsmynd um endurfjármögnunarpörf íslenska þjóðarbúskaparins miðað við þjóðhagsspá í *Peningamálum* 2013/1 og framreikning með þjóðhagslíkani bankans og forsendum um beina fjárfestingu til og frá landinu. Í þessari greiningu er ekki gert ráð fyrir útstreymi gjaldeyris vegna fallinna fjármálafyrirtækja, króna í eigu erlendra aðila eða losunar fjármagnshafta almennt.

1. Sjá t.d. Seðlabanki Íslands, Áætlun um losun fjármagnshafta. Skýrsla til efnahags- og viðskiptaráðherra, mars 2011.

2. Með erlendri stöðu (International Investment Position) er átt við erlendar eignir og erlendar skuldir. Með erlendum eignum teljast hlutabréf í erlendum fyrirtækjum og beinir eignarhlutar og með erlendum skuldum teljast hlutabréf í íslenskum fyrirtækjum sem eru í eigu aðila sem eru búsettir erlendis og fyrirtæki og aðrar innlendar eignir sem erlendir aðilar eiga að fullu eða að hluta.

Greining á eignum og skuldum

Seðlabankinn birtir ársfjórðungslega greiðslujöfnuð við útlönd og hreina erlenda stöðu² þjóðarbúsins, síðast 4. mars sl. Þegar bráða- birgðayfirlit um greiðslujöfnuð við útlönd á fjórða ársfjórðungi 2012 og um hreina erlenda stöðu þjóðarbúsins í lok árs 2012 var birt. Þar eru viðskiptajöfnuður og hrein erlend staða sýnd í heild og án innlánsstofnana í slitameðferð.

Í þessari grein eru erlendar eignir og skuldir greindar nokkru nánar en áður. Bein fjárfesting erlendis (erlend eign) og bein fjárfesting á Íslandi (erlend skuld) er t.d. greind í nokkra undirflokka. Sérstaklega er kannað hvort lánaskuldir í beinni fjárfestingu erlendis þarfnist endurfjármögnunar. Jafnframt eru erlendar lánaskuldir, bæði bein lán og skuldabréfaútgáfur erlendis, sem og skuldir innlendra aðila við föllnu bankana, greindar í undirflokka. Skuldarnar eru flokkaðar á hefðbundinn hátt í skuldir ríkissjóðs, Seðlabanka Íslands, sveitarfélaga, ýmissa lána- fyrirtækja, fyrirtækja með ríkisábyrgð, fyrirtækja sveitarfélaga og annarra fyrirtækja. Skuldir annarra fyrirtækja eru svo greindar nánar í eftirfarandi fjóra undirflokka:

Fyrirtæki með meginhluta starfsemi sinnar erlendis

Í þessum flokki eru fyrirtæki sem hafa yfir 80% tekna og gjalda erlendis og uppfylla 6. mgr. 13. gr. n, laga nr. 87/1992 um gjald-eyrismál, sem veitir m.a. undanþágu frá skilaskyldu erlends gjaldeyris, takmörkunum á erlendri fjárfestingu og erlendri lántöku. Starfsemi margra þeirra félaga fer fram að stóru leyti á erlendri grundu.³

Fyrirtæki sem geta endurfjármagnað sig erlendis

Hér eru talin útflutningsfyrirtæki með traust tekjuflæði í erlendum gjaldmiðlum eða fyrirtæki sem nýlega hafa sótt sér lánsfjármagn á erlenda lánsfjármarkaði. Þau eru talin eiga möguleika á að endurfjármagna erlendar skuldir á erlendum lánsfjármörkuðum.

Fyrirtæki án aðgangs að erlendum fjármagnsmörkuðum

Í þessum flokki eru fyrirtæki með erlendar skuldir sem ekki er talið líklegt að hægt verði að endurfjármagna erlendis við núverandi markaðsaðstæður. Tekjur þessara fyrirtækja eru að mestu leyti í íslenskum krónum þannig að erlendri lántöku þeirra fylgir gengisáhætta.

Fyrirtæki í slitameðferð eða með nauðasamning, önnur en fallin fjármálafyrirtæki

Um er að ræða fyrirtæki sem vinna að því að hámarka söluvirði eigna og greiða kröfuhöfum andvirði þeirra. Um er að ræða fallin fjármálafyrirtæki og önnur stór eignarhaldsfélög sem hafa eða stefna að því að fara í nauðasamning. Við nauðasamning er litlum hluta af skuldum breytt í eigið fé, en gefið út nýtt skuldabréf fyrir afganginum af skuldunum sem hafa lítið verið niðurfærðar síðan fyrir fjármálaáfallið í október 2008. Bókfært virði eigna félaganna er mun lægra en útgefið nafnverð á skuldabréfunum.

3. Lista yfir þessi fyrirtæki má nálgast á heimasíðu Seðlabankans: [http://www.seðlabanki.is/library/Skráarsafn/Gjaldreyrismal/Listi%20yfir%20félög%20með%2080%20undanþágu%20-%20Copy%20\(1\).pdf](http://www.seðlabanki.is/library/Skráarsafn/Gjaldreyrismal/Listi%20yfir%20félög%20með%2080%20undanþágu%20-%20Copy%20(1).pdf).

Áhrif uppgjör innlánsstofnana í slitameðferð

Við uppgjör innlánsstofnana í slitameðferð, Glitnis, Kaupþings og LBI (áður Landsbanka Íslands), verður andvirði eigna þeirra greitt kröfuhöfum eða þeir fá forræði yfir eignum búanna. Kröfuhafar geta aldrei endurheimt meira af sínum kröfum en nemur söluvirði eigna búanna. Skuldbindingar geta þó myndast milli innlendra og erlendra aðila í slitaferlinu ef hlutföll innlendra og erlendra eigna eru ekki þau sömu og hlutföll innlendra og erlendra kröfuhafa. Til að átta sig á mögulegum skuldbindingum þarf því bæði að rýna í eignir búanna og kröfuhafa.

Töluverð óvissa er enn um söluverðmæti eigna föllnu bankanna. Varfærni hefur verið gætt við mat á einstökum eignum og hafa væntar endurheimtur aukist eftir því sem meira hefur verið innheimt af kröfum og eignum komið í verð. Væntar endurheimtur Glitnis, Kaupþings og LBI (áður Landsbanka Íslands) voru í árslok 2012 áætlaðar af slitastjórnnum 2.678 ma.kr., þar af voru 1.739 ma.kr. erlendar eignir og 939 ma.kr. innlendar eignir. Áætlað er að 35% eigna búanna séu innlendar og 65% erlendar. Búin hafa þegar greitt forgangskröfuhöfum tæpa 900 ma.kr. nánast að öllu leyti með erlendum eignum.

Skipting krafna

Seðlabankinn hefur hingað til byggt mat sitt á skiptingu kröfuhafa í innlenda og erlenda á efnahagsyfirlitum sem slitastjórnir fallinna fjármála fyrirtækja skila inn til Seðlabankans og endurspeglar útstandandi kröfur, bæði samþykktar og í ágreiningi. Hluti af kröfuhöfum eru innlendar innlánsstofnanir í slitameðferð og raunverulegir eigendur þeirra krafna eru að verulegu leyti erlendir kröfuhafar viðkomandi innlánsstofnana. Því hefur Seðlabankinn lagt í ítarlega greiningu á undirliggjandi eignum innlendra krafna innlánsstofnana í slitameðferð. Í efri hluta töflu 1 er sýnd skipting krafna samkvæmt samþykktum kröfum úr kröfuhafaskrár búanna. Þar má sjá að hlutfall innlendra krafna í bú Glitnis er rúmlega 14%, tæplega 12% í bú Kaupþings, óverulegt í forgangskröfum LBI en tæp 11% í almennum kröfum LBI. Ef staðan er skoðuð í ljósi þess hverjir raunverulega eiga kröfurnar, er hlutfall innlendra krafna í bú Glitnis rúm 6%, um 8,5% í bú Kaupþings

Tafla 1 Skipting krafna innlánsstofnana í slitameðferð samkvæmt samþykktum kröfum í kröfuhafaskrár

| | Hlutfall innlendra krafna (%) | Hlutfall erlendra krafna (%) |
|---|-------------------------------|------------------------------|
| Glitnir | 14,4 | 85,6 |
| Kaupþing | 11,6 | 88,4 |
| LBI, forgangskröfur | 0,1 | 99,9 |
| LBI, almennar kröfur | 10,7 | 89,3 |
| <i>Greining Seðlabankans á skiptingu krafna¹</i> | | |
| Glitnir | 6,2 | 93,8 |
| Kaupþing | 8,5 | 91,5 |
| LBI, forgangskröfur | 0,1 | 99,9 |
| LBI, almennar kröfur | 5,8 | 94,2 |
| Samtals: vegið | 5,3 | 94,7 |

1. Hluti af innlendum kröfum eru frá ILST í slitameðferð. Greindir eru undirliggjandi og raunverulegir eigendur þeirra krafna.

Heimildir: Kröfuhafaskrár Glitnis, Kaupþings og LBI, Seðlabanki Íslands.

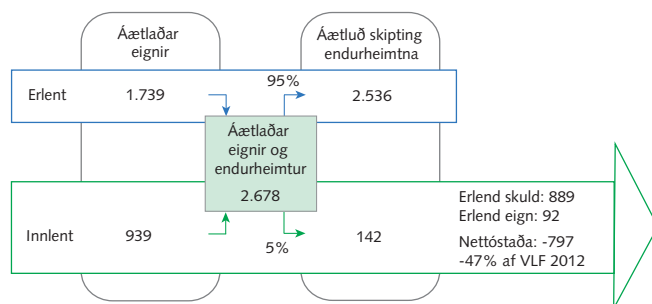
og tæp 6% í almennum kröfum í LBI (sjá neðri hluta töflu 1). Sé vegið með tilliti til stærðar búanna og forgangskrafna LBI er út frá framangreindri greiningu gert ráð fyrir að um 5,3% af undirliggjandi kröfum séu í raun innlendar og um 94,7% erlendar. Er það umtalsverð lækkun á hlutfalli innlendra krafna frá fyrri greiningum.⁴ Nokkur óvissa er þó til staðar í þessari greiningu. Enn er ágreiningur um talsvert af kröfum og aðilar semja oft um uppgjör sín á milli bæði í frjálsum samningum og með skuldajöfnunum. Það kann að hnika til hlutfalli innlendra og erlendra krafna enn frekar.

Áhrif uppgjors búanna á greiðslujöfnuð

Miðað við ofangreinda áætlun á eignum búanna og skiptingu krafna sést að skipting krafna í búin (5,3% innlendar og 94,7% erlendar) er ólík reiknaðri skiptingu eigna þeirra í 35% innlendar og 65% erlendar. Þessi munur leiðir til þess að við undirliggjandi endurgreiðslur eftir slit búanna eða nauðasamning vegur hlutdeild erlendra kröfuhafa í andvirði innlendra eigna þyngra en hlutdeild innlendra kröfuhafa í andvirði erlendra eigna. Miðað við útreiknað uppgjör er gert ráð fyrir að um 2.536 ma.kr. af eignum renni til erlendra kröfuhafa og um 142 ma.kr. renni til innlendra kröfuhafa. Þannig myndu um 889 ma.kr., eða um 52% af vergri landsframléiðslu ársins 2012, af innlendum eignum renna til erlendra kröfuhafa og mynda erlenda skuld. Á móti er gert ráð fyrir að um 92 ma.kr. (5% af VLF 2012) af erlendum eignum renni til innlendra aðila og myndi erlenda eign. Nettóstaðan er erlend skuld sem nemur 797 ma.kr. (47% af VLF 2012) (mynd 1).

Mynd 1

Áætluð áhrif slita Glitnis, Kaupþings og LBI á erlenda stöðu þjóðarbúsins



Fjárhæðir í milljörðum íslenskra króna. Skipting kröfuhafa er byggð á samþykktum kröfum skv. kröfuhafaskrá. Miðað er við áætlaða stöðu eignasafnanna í lok árs 2012. Eignir vegna erlendra veða tengdar innlendum eignum eru flokkaðar sem erlendar eignir.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Undirliggjandi hrein erlend staða þjóðarbúsins

Við venjulegar aðstæður á hrein erlend staða að endurspegla þær erlendu eignir sem aðilar sem búsettir eru í landinu eiga og þær skuldir sem þeir þurfa að standa erlendum aðilum skil á. En aðstæður hér á landi núna eru ekki venjulegar. Mikið af skráðum eignum innlendra aðila erlendis eru eignir búa gömlu bankanna. Það sama gildir um stóran hluta erlendra skulda sem eru skuldir búanna en verða

4. Sjá t.d. greiningar í *Hvað skuldar þjóðin?*, Peningamálum 2012/2 og *Fjármálastöðugleika* 2012/1.

ekki greiddar nema að mjög litlu leyti. Til að fá sem gleggsta mynd af stöðu íslenska þjóðarbúsins gagnvart útlöndum þarf að greina hvernig útgreiðslur til kröfuhafa föllnu bankanna munu skiptast á milli þeirra sem búsettir eru erlendis og þeirra sem búsettir eru á Íslandi. Seðlabankinn hefur einnig talið rétt að undanskilja eignir og skuldir lyfjafyrirtækisins Actavis. Þær tölur sem bankinn hefur um fyrirtækið gefa til kynna að erlend staða Actavis á Íslandi sé neikvæð sem nemur tæplega hálfri landsframleiðslu. Actavis selur nær alla sína framleiðslu erlendis og var nýlega keypt af bandarísku fyrirtæki. Starfsemi fyrirtækisins á Íslandi er ekki umfangsmikil miðað við heildarveltu þess en er eigi að síður mikilvægur hluti íslenska hagkerfisins. Neikvæð erlend staða þess upp á tæplega hálfri landsframleiðslu gefur ekki rétta mynd af fjárhagslegri byrði íslenska hagkerfisins vegna Actavis.

Í töflu 2 er að finna yfirlit yfir erlendar eignir og skuldir þjóðarbúsins. Fyrst eru heildartölur skv. opinberum stöðlum sem brotnar eru niður á geira næst eru eignir og skuldir innlánsstofnana í slitameðferð dregnar frá, þá er reiknuðu uppgjöri þeirra bætt við, Actavis er næst tekið út og að síðustu eru nokkur fyrirtæki í slitameðferð tekin út og reiknað uppgjör þeirra sett í staðinn. Eins og komið hefur fram hér að framan samanstendur flokkurinn *Fyrirtæki í slitameðferð eða fyrirtæki sem gengið hafa í gegnum nauðasamning önnur en fallin fjármála-fyrirtæki* af fyrirtækjum sem gengið hafa í gegnum nauðasamninga eða eru í slitameðferð, aðallega stór eignarhaldsfélög. Skuldir þeirra eru enn að mestu óniðurfærðar síðan fyrir fjármálaáfallið í október 2008 og eru mun hærri en verðmæti undirliggjandi eigna. Starfsemi þeirra snýst, í flestum tilvikum, um að hámarka virði eigna og greiða kröfuhöfum. Þessi fyrirtæki eiga lítið af innlendum eignum sem munu renna til erlendra kröfuhafa en talsverðar erlendar eignir.

Undirliggjandi erlendar skuldir, þ.e. skuldir með áætluðum slitum innlánsstofnana í slitameðferð, án Actavis og án fyrirtækja í slitameðferð, eru áætlaðar um 185% af landsframleiðslu en á móti nema erlendar eignir um 125% af landsframleiðslu.

Tafla 2 Erlendar eignir og skuldir þjóðarbúsins í lok árs 2012

| | Eignir | | Skuldir | |
|--|--------|---------------|---------|---------------|
| | Ma.kr. | % af VLF 2012 | Ma.kr. | % af VLF 2012 |
| Bein fjárfesting | 1.313 | 77 | 1.597 | 93 |
| Seðlabanki | 540 | 32 | 193 | 11 |
| Hið opinbera | 3 | 0 | 633 | 37 |
| Viðskiptabankar | 378 | 22 | 122 | 7 |
| Aðrir aðilar | 2.159 | 126 | 10.762 | 630 |
| Viðskiptakröfur | 36 | 2 | 46 | 3 |
| Alls | 4.430 | 259 | 13.352 | 782 |
| Án ILST í slitameðferð | 2.453 | 143 | 3.495 | 204 |
| M.v. reiknað uppgjör úr ILST í slitameðferð | 2.545 | 149 | 4.384 | 256 |
| Undirliggjandi skuld m.v. reiknað uppgjör úr ILST í slitameðferð og án Actavis | 2.208 | 129 | 3.341 | 195 |
| Undirliggjandi skuld m.v. reiknað uppgjör úr ILST í slitameðferð án Actavis og annarra fyrirtækja í slitameðferð eða fyrirtækja sem gert hafa nauðasamning | 2.138 | 125 | 3.154 | 185 |

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mat á undirliggjandi hreinni erlendri stöðu þjóðarbúsins má sjá í töflu 3. Hrein erlend staða sem bókuð er samkvæmt stöðluðu uppgjóri var neikvæð um 522% af landsframleiðslu í árslok 2012. Ef horft er framhjá innlánsstofnunum í slitameðferð verður staðan neikvæð um 61% af landsframleiðslu. Eins og kom fram hér að framan er nú gert ráð fyrir, miðað við bókfært virði eigna innlánsstofnana í slitameðferð, að uppgjör þeirra verði neikvætt um sem nemur 47% af landsframleiðslu. Samanlagt er undirliggjandi staðan þá neikvæð um 108% af landsframleiðslu. Að teknu tilliti til Actavis er staðan neikvæð um 66% af landsframleiðslu og sé einnig áætlað fyrir áhrifum uppgjóra nokkurra fyrirtækja sem eru í slitameðferð eða með nauðasamning er staðan neikvæð um 60% af landsframleiðslu. Samanburð við eldra mat á stöðunni og óvissu í núverandi mati er að finna í viðauka II og í næsta kafla.

Tafla 3 Hrein erlend staða þjóðarbúsins í lok árs 2012

| | Ma.kr. | % af VLF 2012 |
|--|--------|---------------|
| Hrein erlend staða við útlönd | -8.922 | -522 |
| Án ILST í slitameðferð | -1.042 | -61 |
| M.v. reiknað uppgjör úr ILST í slitameðferð | -1.839 | -108 |
| Undirliggjandi hrein erlend staða m.v. reiknað uppgjör úr ILST í slitameðferð og án Actavis | -1.133 | -66 |
| Undirliggjandi hrein erlend staða m.v. reiknað uppgjör úr ILST í slitameðferð, án Actavis og annarra fyrirtækja í slitameðferð eða fyrirtækja sem gert hafa nauðasamning | -1.016 | -60 |

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Við mat á áhrifum slita innlánsstofnana í slitameðferð er notast við bókfært virði slitastjórna á eignum búanna. Innlánsstofnanir í slitameðferð eru takmarkaðar af lögum nr. 87/1992 um gjaldeyrismál, en eru þó undanþegnar vissum ákvæðum, s.s. skilaskyldu, erlendri fjárfestingu, erlendri lántöku og lánveitingu o.fl. Í mars 2012 voru fjármagnshreyfingar í erlendum gjaldeyri takmarkaðar að undanskildum innstæðum í reiðufé í erlendum gjaldeyri í þeirra eigu hjá erlendum fjármálafyrirtækjum eða hjá Seðlabanka Íslands eins og þær stóðu við lok dags 12. mars 2012 undanþegnar bannákvæði 2. mgr. 13. gr. b. um fjármagnshreyfingar í erlendum gjaldeyri milli landa, en gerð er krafa um að þær séu tilkynntar til Seðlabankans. Auk þess sem felld var út undanþága fyrir fjármagnshreyfingum á milli landa í innlendum gjaldeyri vegna greiðslu krafna úr þrotabúum og greiðslu samningskrafna samkvæmt nauðasamningi.

Á meðal eigna búanna eru innlendar eignir í krónum bókfærðar á um 440 ma.kr. og innlendar eignir í erlendum gjaldmiðlum bókfærðar á tæpa 500 ma.kr. Af innlendum eignum í krónum eru eignarhlutir búanna í Íslandsbanka og Arion banka stærstir. Bókfært virði eignarhlutanna er nálægt eigin fé bankanna. Fáist ekki það verð fyrir eignarhluti búanna í bönkunum mun það draga úr neikvæðum áhrifum slita búanna á hreina erlenda stöðu þjóðarbúsins. Fyrir hverja fjórðungslækkun á endurheimtum á eignarhlut búanna í bönkunum í erlendum gjaldeyri munu áhrifin af slitum búanna á hreinu erlendu stöðuna lækka sem nemur rúmum 3% af landsframleiðslu.

Óvissa í mati á undirliggjandi hreinni erlendri stöðu þjóðarbúsins

Í viðauka II er fjallað ítarlega um fyrri áætlanir Seðlabankans um undirliggjandi hreina erlenda stöðu og skekkjur í þeim áætlunum. Þar kemur fram að helsta ástæðan fyrir skekkjum í fyrri áætlunum eru endurskoðanir á tölum sem Seðlabankinn hefur birt um hreina erlenda stöðu án innlánsstofnana í slitameðferð en þær tölur byggja á upplýsingum sem fyrirtæki, stofnanir og einstaklingar senda bankanum um erlendar eignir sínar og skuldir. Frá fjórða fjórðungi ársins 2006 til fjórða fjórðungs ársins 2012 hafa fyrstu tölur um hreina erlenda stöðu án innlánsstofnana í slitameðferð verið endurskoðaðar að meðaltali um sem nemur -10% af landsframleiðslu. Staðalfrávik endurskoðunarinnar fyrir tímabilið mælist 20% af landsframleiðslu. Þessi gögn um endurskoðun talna um hreina erlenda stöðu án innlánsstofnana eru þau gögn sem aðgengileg eru til að meta óvissu í þessum tölum. Sennilega er ástæða til að ætla að stærsti hluti tímabilsins sé af ýmsum ástæðum sérstakur og gefi ýkta mynd af óvissunni í tölum Seðlabankans nú og í framtíðinni. Þetta á sérstaklega við um tímabilið eftir gjaldþrot stóru bankanna haustið 2008. En þótt raunsætt virðist að gera ráð fyrir að tími endurskoðunar sem nemur meira en 30% sé liðinn er vart raunsætt að ætla að óvissan í tölunum sé minni en svo að 95% öryggisbil nemi 10-15% af landsframleiðslu. Það er sennilegt að óvissan sé minna hneigð í átt að lækkun en fram kemur í mynd 7 í viðauka II, jafnvel að 95% öryggisbil gæti verið nálægt því að vera samhverft um núll. Hér verður miðað við að bilið sé +10% af landsframleiðslu upp á við en -15% af landsframleiðslu niður á við.

Ástæða er til að ætla að ekki komi öll óvissa um erlendu stöðuna fram í endurskoðun á tölum Seðlabankans. Mjög líklegt er að einhverjir aðilar, einkum smærri aðilar, t.d. einstaklingar sem eiga sumarhús erlendis, eigi erlendar eignir sem ekki hafa verið tilkynntar Seðlabankanum og fá heldur ekki beiðni um að senda slíkar upplýsingar til Seðlabankans. Tölur um hreina erlenda stöðu miðast við búsetu manna þannig að þegar einstaklingur sem á eignir erlendis þar sem hann býr flytur til Íslands verða eignir hans og skuldir hluti af erlendri stöðu landsins. Mjög líklegt er að einhverjir slíkir aðilar tilkynni ekki um eignir sínar og skuldir í útlöndum. Því miður vill einnig bregða

Tafla 4 Bein fjárfesting í árslok 2012

Ma.kr. m.v. gengi 31.12.2012

| | |
|---|-------|
| <i>Bein fjárfesting erlendis</i> | 1.313 |
| Fyrirtæki með undanþágu skv. 6. mgr. 13. gr. n, laga nr. 87/1992 um gjaldeyrismál | 568 |
| - þ.a. Actavis og tengd félög | 337 |
| ILST í slitameðferð | 502 |
| Önnur fyrirtæki í slitameðferð eða fyrirtæki sem gert hafa nauðasamning | 87 |
| Önnur fyrirtæki | 155 |
| <i>Bein fjárfesting á Íslandi</i> | 1.597 |
| Fyrirtæki með undanþágu skv. 6. mgr. 13. gr. n, laga nr. 87/1992 um gjaldeyrismál | 1.120 |
| - þ.a. Actavis og tengd félög | 1.043 |
| Önnur fyrirtæki í slitameðferð eða fyrirtæki sem gert hafa nauðasamning | 17 |
| Stóriðja | 376 |
| Önnur fyrirtæki | 66 |

Heimild: Seðlabanki Íslands.

við að aðilar sem fá fyrirspurnir frá Seðlabankanum um erlendar eignir og skuldir veiti Seðlabankanum ófullnægjandi upplýsingar eða svari seint eða jafnvel alls ekki. Mjög erfitt er að geta sér til um stærð þeirrar skekkju sem verður til vegna þessara atriða.

Veruleg óvissa er einnig um útkomuna úr slitum innlánsstofnana í slitameðferð. Hér að framan var gerð grein fyrir því að áhrifin af skiptingu eigna í þrotabúunum á hreina erlenda stöðu í grunnþæminu væri -47% af landsframleiðslu en að óvissa væri um verðmæti eignanna og um hlutfall innlendra og erlendra krafna. Áætlað er að óvissa í verðmæti eigna sé 19% af landsframleiðslu og líklega einkum upp á við en að óvissa í hlutfalli krafna sé ±5% af landsframleiðslu. Ef þessar tölur eru lagðar við tölurnar um óvissubilið fyrir matið á erlendu stöðunni án innlánsstofnana í slitameðferð fæst öryggisbil sem er +25% (10%+15%) upp á við en -20% (-15%-5%) niður á við frá stöðumati sem er -60% af landsframleiðslu. Efri mörkin væru þá -35% en neðri mörkin -80% af landsframleiðslu.

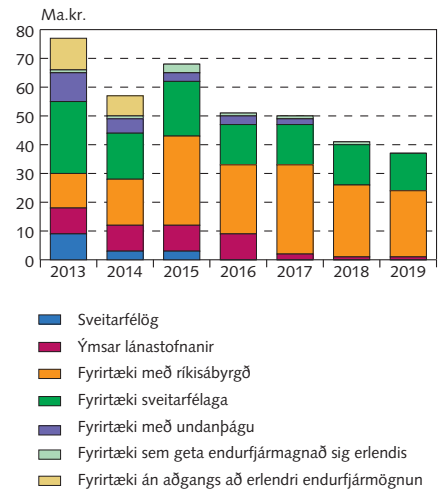
Rétt er að geta þess að í þessum tölum er ekki tekið tillit til óvissu um útkomu slita eða nauðasamninga annarra fyrirtækja en innlánsstofnana í slitameðferð sem áætlað er að muni hafa jákvæð áhrif á hreinu erlendu stöðuna sem nemur 6% af landsframleiðslu (sjá töflu 3).

Undirliggjandi greiðslujöfnuður

Bein fjárfesting erlendis (erlend eign) og bein fjárfesting á Íslandi (erlend skuld) er greind sérstaklega niður í nokkra undirflokkka í töflu 4. Í ljós kemur að í langflestum tilfellum er bein fjárfesting erlendis tengd annað hvort fyrirtækjum með almenna undanþágu skv. 6. mgr. 13. gr. n, laga nr. 87/1992 um gjaldeyrismál, þar með talið Actavis, með 568 ma.kr. eða um 43% af heildinni, eða innlánsstofnunum og öðrum fyrirtækjum í slitameðferð með samtals 589 ma.kr. eða um 45% af heildinni. Fyrirtæki sem tilheyra ekki ofangreindum tveimur flokkum eru einungis með um 155 ma.kr. eða um 12% af beinu fjárfestingunni erlendis. Sérstaklega var kannað hvort þörf væri á endurfjármögnun lánaskulda er falla undir beina fjárfestingu erlendis. Gert var ráð fyrir að fyrirtæki sem hafa lánaskuldir við erlend móðurfélög sín hefðu aðgang að erlendri endurfjármögnun. Sambærilegt mynstur og í beinni fjárfestingu erlendis má sjá í beinni fjárfestingu á Íslandi. Fyrirtæki með almenna undanþágu skv. 6. mgr. 13. gr. n, laga nr. 87/1992 um gjaldeyrismál, að langmestu leyti Actavis, eru með 1.120 ma.kr. eða um 70% af heildinni. Stóriðjufyrirtækin eru svo með 376 ma.kr. eða um 24% af heildinni. Fjárfesting annarra fyrirtækja í beinni fjárfestingu á Íslandi er mun minni í sniðum.

Lánaskuldir innlendra aðila við erlenda og skuldir í erlendum gjaldmiðlum við föllnu bankana námu um sl. áramót 1.631 ma.kr. eða tæplega 100% af landsframleiðslu eins og sjá má í töflu 5. Á móti þessum skuldum eru verulegar erlendar eignir. Til að mynda námu beinar lánaskuldir og aðrar gjaldeyrisskuldir Seðlabanka Íslands og ríkissjóðs við erlenda aðila og föllnu bankana samtals 575 ma.kr. um sl. áramót, en á móti áttu bankinn og ríkissjóður 513 ma.kr. í gjaldeyrisforða. Meginhluti erlendra skulda er því hjá aðilum sem hafa aðgang að erlendum lánsfjármörkuðum, hafa erlent tekjustreymi eða hafa í einhverjum mæli safnað erlendum eignum fyrir afborgunum. Rétt er

Mynd 2
Áætlaðar afborganir af erlendum lánnum annarra en ríkissjóðs og SÍ¹



1. Allar tölur í ma.kr., m.v. stöðu 31.12.2012 og gengi 4. mars 2013. Heimild: Seðlabanki Íslands.

að nefna að afar ólíklegt er að skuldir annarra fyrirtækja í slita- eða nauðasamningsmeðferð verði að fullu greiddar. Endurheimtur þeirra munu að mestu koma af sölu erlendra eigna. Þessar skuldir eru því ekki teknar með í endurgreiðsluferil þjóðarbúsins hér á eftir.

Aðgangur innlendra aðila að erlendum lánsfjármörkuðum hefur verið takmarkaður frá falli bankakerfisins, ef undan er skilinn ríkissjóður og útflutningsfyrirtæki með traust tekjuflæði í erlendum gjaldmiðlum.

Tafla 5 Lánaskuldir við erlenda aðila og skuldir í erlendum gjaldmiðlum við föllnu bankana í árslok 2012

Ma.kr. m.v. gengi 4.3.2013

| | |
|--|-------|
| Seðlabanki Íslands | 143 |
| Ríkissjóður | 389 |
| Sveitarfélög | 17 |
| Ýmsar lánastofnanir | 46 |
| Fyrirtæki með ríkisábyrgð | 213 |
| Fyrirtæki sveitarfélaga | 206 |
| Önnur fyrirtæki | 239 |
| - þ.a. með undanþágu skv. 6. mgr. 13. gr. n, laga nr. 87/1992 um gjaldeyrismál | 25 |
| - þ.a. geta endurfjármagnað sig erlendis | 8 |
| - þ.a. án aðgangs að erlendri endurfjármögnun | 19 |
| - þ.a. önnur fyrirtæki í slitameðferð eða fyrirtæki sem gert hafa nauðasamning | 187 |
| Skuldir innlendra aðila í erlendum gjaldmiðlum við ILST í slitameðferð | 378 |
| - þ.a. Landsbankinn | 300 |
| Samtals | 1.631 |

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Við núverandi aðstæður á erlendum lánsfjármörkuðum hefur verið ákveðin tilhneiging hjá innlendum aðilum til að greiða frekar niður erlendar skuldir en að endurfjármagna þær, m.a. vegna þeirra lánskjara sem bjóðast. Þetta kann að skapa hættu í viðskiptum við útlönd sé afborgunarferillinn of þungur miðað við undirliggjandi afgang. Afborgunarferill erlendra lána og skulda í erlendum gjaldmiðlum við ILST í slitameðferð er sýndur í töflu 6.⁵ Fyrir utan ríkissjóð og Seðlabanka er stærstur hluti af afborgana tengdur erlendum skuldum fyrirtækja með ríkisábyrgð, fyrirtækja sveitarfélaga og Landsbankans. Afborgunarferillinn, án ríkissjóðs og Seðlabankans, sem sýndur er á mynd 3 þyngist verulega á árinu 2015 þegar afborganir af skuldaþréfum milli gamla og nýja Landsbankans hefjast af fullum þunga. Miðað við núverandi afborgunarferil, án endurfjármögnunar eða lánalengingar, mun eiga sér stað mjög hröð uppgreiðsla á erlendum skuldum þjóðarbúsins. Í því mati sem lagt er á þróun greiðslujafnaðar og birt er í næsta kafla er gert ráð fyrir að innstreymi fjármagns, vegna t.a.m. fjárfestinga eða lántöku, eða lánalengingar þurfi til að standa undir þessum afborgunarferli.

Spá um greiðslujöfnuð og erlenda stöðu

Seðlabankinn hefur lagt mat á hugsanlega þróun greiðslujafnaðar á næstu árum. Matið er byggt á grunnsþá Seðlabanka Íslands um þróun

5. Frekari sundurliðun á afborgunum er sýndur í töflum í Viðauka I.

Tafla 6 Áætlaðar afborganir erlendra lána og skulda í erlendum gjaldmiðlum við föllnu bankana

| Ma.kr. m.v. gengi 4.3.2013 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|
| Seðlabanki Íslands | 0 | 0 | 64 | 32 | 0 | 0 | 11 |
| Ríkissjóður | 0 | 25 | 2 | 130 | 2 | 0 | 31 |
| Sveitarfélög | 9 | 3 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Ýmsar lánastofnanir | 9 | 9 | 9 | 9 | 2 | 1 | 1 |
| Fyrirtæki með ríkisábyrgð | 12 | 16 | 31 | 24 | 31 | 25 | 23 |
| Fyrirtæki sveitarfélaga | 25 | 16 | 19 | 14 | 14 | 14 | 13 |
| Fyrirtæki með undanþágu skv. 6. mgr. 13. gr. n, laga nr. 87/1992 um gjaldeyrismál | 10 | 5 | 3 | 3 | 2 | 0 | 0 |
| Fyrirtæki sem geta endurfjárm. sig erlendis | 1 | 1 | 3 | 1 | 1 | 1 | 0 |
| Fyrirtæki án aðgangs að erlendri endurfjármögnun | 11 | 7 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Skuldir innlendra aðila, án Landsbankans, við ILST í slitameðferð í erlendum gjaldmiðlum | 17 | 17 | 4 | 4 | 4 | 12 | 4 |
| Landsbankinn | 0 | 17 | 60 | 74 | 74 | 74 | 0 |
| Samtals | 94 | 116 | 198 | 292 | 131 | 127 | 83 |
| Samtals án ríkissjóðs og SÍ | 90 | 87 | 128 | 125 | 125 | 123 | 37 |

Heimild: Seðlabanki Íslands.

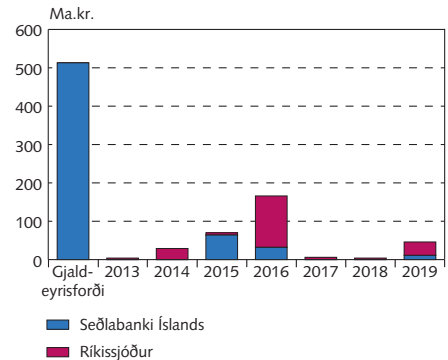
Þjóðarbúskaðarinn sem birt var í *Peningamálum* 2013/1 og framreikningi fyrir árin 2016 og 2017.

Tafla 7 sýnir áætlun bankans um greiðslujöfnuð fram til ársins 2017. Líðirnir eru sýndir í ma.kr. Í spá um þáttatekjuföfnuðinn er tekið tillit til reiknaðs uppgjörs innlánsstofnana í slitameðferð og áætlaður vaxtakostnaður vegna þeirra eigna sem munu falla erlendum aðilum í skaut. Greiðslubyrði erlendra lána og skulda í erlendum gjaldmiðlum við föllnu bankana, án ríkissjóðs og Seðlabanka, er svo sett inn í samræmi við afborgunarferilinn sem sýndur er í töflu 6 og á mynd 4. Það er ekki gert ráð fyrir neinu útlæði „hvikra“ krónueigna erlendra aðila eða krónueigna búa föllnu fjármálafyrirtækjanna. Gert er ráð fyrir að ríkissjóður og Seðlabanki muni endurfjármagna erlendar skuldir að öllu leyti. Þegar undirliggjandi viðskiptajöfnuður er borinn saman við greiðslubyrðina sést að án frekara innstreymis fjármagns í formi fjárfestingar, endurfjármögnunar eða lánalengingar er fjármagnspörf allt spátímabilið (Endurfjármögnun I í töflu 7). Metinn undirliggjandi viðskiptajöfnuður einn og sér stendur því ekki undir afborgunarbyrðinni ef ekkert frekara fjármagnsinnstreymi verður.

Í grunnspánni í töflu 7 eru svo settar inn fjármagnshreyfingar í samræmi við nýjustu spá Seðlabanka Íslands um þróun þjóðarbúskaðarinnar, annars vegar spá um stóriðjufjárfestingu og hins vegar um að orkufyrirtækin fjármagni nýframkvæmdir með nýrri lántöku. Jafnframt er gert ráð fyrir að lífeyrissjóðirnir endurfjárfesti erlendis fyrir arð af erlendum eignum. Þá verður afgangur samkvæmt grunnspánni á þessu og næsta ári en þörf er á endurfjármögnun á seinni árunum, sérstaklega á árunum 2016 og 2017, miðað við óbreyttan afborgunarferil erlendra lána þjóðarbúsins og óbreyttan gjaldeyrisforða (Endurfjármögnun II í töflu 7). Er það einkum vegna minna innstreymis fjár vegna minni stóriðjufjárfestingar á árinu 2017 og vegna hárra afborgana af skuldabréfum milli gamla og nýja Landsbankans á árunum eftir 2014. Áætluð fjármagnspörf er 93 ma.kr. á árinu 2016 og 150 ma.kr. á árinu 2017. Vert er þó að ítreka að miðað við söguleg

Mynd 3

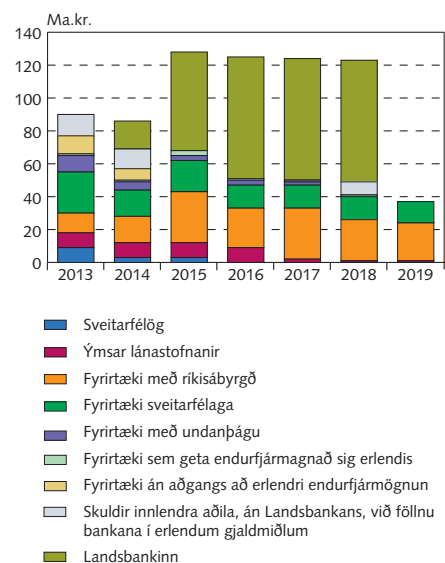
Áætlaðar afborganir ríkissjóðs og SÍ af erlendum lánum og skuldum í erlendum gjaldmiðlum við föllnu bankana ásamt gjaldeyrisforða SÍ¹



1. Allar tölur í ma.kr., m.v. stöðu 31.12.2012 og gengi 4. mars 2013. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Áætlaðar afborganir af erlendum lánum og skuldum í erlendum gjaldmiðlum við föllnu bankana, annarra en ríkissjóðs og SÍ¹



1. Allar tölur í ma.kr., m.v. stöðuna 31.12.2012 og gengi 4. mars 2013. Heimild: Seðlabanki Íslands.

gögn eru forsendur um fjármagnsjöfnuðinn varfærnar (sjá neðstu línuna í töflu 7). Verði hann á svipuðu róli og á árunum 2010 og 2011 má búast við meira innstreymi fjármagns en hér er gert ráð fyrir.

Tafla 7 Greiðslujöfnuður¹

| Ma.kr. | 2010 | 2011 | 2012 ² | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|--|------|------|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Útflutningur vöru og þjónustu | 865 | 964 | 1.011 | 1.095 | 1.131 | 1.180 | 1.238 | 1.331 |
| Innflutningur vöru og þjónustu | 710 | 826 | 903 | 957 | 1.007 | 1.080 | 1.177 | 1.286 |
| Vöru- og þjónustujöfnuður | 155 | 138 | 108 | 138 | 125 | 100 | 61 | 44 |
| Þáttatekujöfnuður, með reiknuðu uppgjöri ILST í slitameðferð og án Actavis | -44 | -84 | -55 | -68 | -68 | -75 | -85 | -87 |
| Viðskiptajöfnuður án ILST í slitameðferð og án Actavis | 111 | 54 | 52 | 70 | 58 | 26 | -23 | -42 |
| Afborganir erlendra lána og skulda í erlendum gjaldmiðlum við ILST í slitameðferð, án ríkissjóðs og SÍ | | | | -90 | -87 | -128 | -125 | -125 |
| Endurfjármögnun I (+afgangur, -þörf) | | | | -20 | -29 | -102 | -149 | -167 |
| Grunnsþá (sjá skýringar í texta) | | | | 31 | 57 | 77 | 56 | 17 |
| Endurfjármögnun II (+afgangur, -þörf) | | | | 11 | 28 | -25 | -93 | -150 |
| Fjármagnsjöfnuður án ILST í slitameðferð og án Actavis (án forða) | 16 | 105 | -416 | -59 | -30 | -51 | -69 | -108 |

1. Grunnspá 2013-2015 úr *Peningamálum* 2013/1, framreiknuð fyrir 2016-2017. 2. Bráðabirgðatölur. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Spáin í töflu 7 er háð margvíslegri óvissu, t.d. varðandi hreinu erlendu stöðuna í lok árs 2012 en þó sér í lagi varðandi spána um út- og innflutning og þáttatekujöfnuð. Þetta er spá sem birt var í síðustu *Peningamálum* fyrir árin 2013-2015 og framreikningur með þjóðhagslíkani bankans, QMM, fyrir árin 2016-2017. Í þeim framreikningi er gert ráð fyrir því að erlendir vextir hækki í átt að jafnvægi og verði um 7% í lok tímabilsins. Rökin fyrir þessari forsendu eru að hagkerfi heimsins nái sér á strik eftir langlengsta samdráttartímabil frá lokum seinni heimsstyrjaldarinnar á næstu fimm árum. Þá er gert ráð fyrir að Ísland verði áfram með mikinn gjaldeyrisforða sem beri lága vexti. Innflutningur vex einnig mikið á seinni hluta tímabilsins enda er gert ráð fyrir að hagvöxtur verði nokkur. Í spánni vex innflutningur mun meira en útflutningur. Gert er ráð fyrir að raungengi verði áfram lágt og einnig er gert ráð fyrir að viðskiptakjörin verði áfram svipuð og nú, en sögulega séð eru þetta mjög óhagstæð viðskiptakjör. Forsendur að baki viðskiptajafnaðarframreikningi fyrir árin 2016 og 2017 eru því fremur svartsýnar.

Horfur um þróun hreinu erlendu stöðunnar á næstu árum

Á árinu 2012 nam undirliggjandi viðskiptajöfnuður 52 ma.kr. Þessi jákvæði viðskiptajöfnuður felur það í sér að hrein erlend staða hefur batnað á árinu sem þessu nemur. Aðrir þættir eins og afskriftir skulda og hækkun á virði eigna hafa einnig áhrif á stöðuna. Gengið hefur einnig áhrif á hreina erlenda stöðu þjóðarbúsins í íslenskum krónum og þá hefur landsframleiðslan áhrif á mælingu á erlendu stöðunni sem hlutfalli af landsframleiðslu.

Hér að framan (sjá töflu 3) var gert ráð fyrir að hrein erlend staða hafi verið -60% í lok árs 2012 eða -1.016 ma.kr. Af því að

gengi erlendra gjaldmiðla hækkaði um 7,1% á árinu 2012 var hrein erlend staða í lok ársins 2012 -949 ma.kr. á gengi í lok ársins 2011.⁶ Meðalgengi erlendra gjaldmiðla á árinu 2012 var 4,9% hærra en í lok 2011 sem þýðir að 52 ma.kr. viðskiptaafgangur á árinu á árinu nam 50 ma.kr. í byrjun árs. Á gengi í lok árs 2011 hefðu því undirliggjandi erlenda staða átt að vera -998 ma.kr. eða -61% af landsframleiðslu ársins 2011.

Ef gengi krónunnar lækkar ekki (en það er forsendan í spánni), ef hægt verður að endurfjármagna þær afborganir sem ekki er hægt að greiða með afgangi af viðskiptajöfnuði og ef engar eignir eða skuldir eru afskrifaðar og verðmæti þeirra helst óbreytt breytist hrein erlend staða á ári t (ES_t) eins og viðskiptajöfnuður ársins (VJ_t), þ.e.:

$$ES_t = ES_{t-1} + VJ_t$$

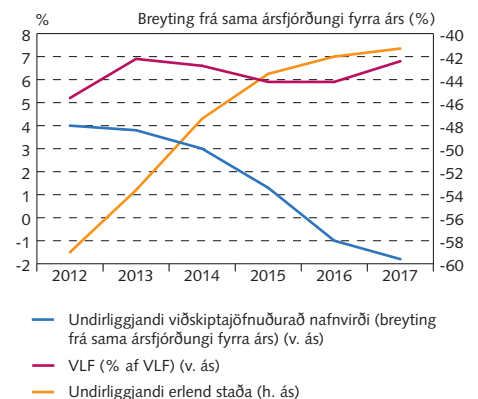
Með því að deila í gegn með landsframleiðslu (VLF_t) og framkvæma nokkrar einfaldar reikningsaðgerðir má fá út að þessi jafna jafngildi því að:

$$\frac{ES_t}{VLF_t} - \frac{ES_{t-1}}{VLF_{t-1}} = - \frac{ES_{t-1}}{VLF_{t-1}} \cdot \frac{gn_t}{1 + gn_t} + \frac{VJ_t}{VLF_t}$$

þar sem gn_t er vöxtur nafnvirðis landsframleiðslunnar á tímabili t . Vinstra megin við jafnaðarmerkið í þessari jöfnu er breyting í hlutfalli hreinnar erlendar stöðu af landsframleiðslu en hægra megin eru tveir liðir: Fyrri liðurinn er jákvæður ef hreina erlenda staðan er neikvæð og nafnvirði landsframleiðslunnar vex en formerki þess seinni ræðst af því hvort viðskiptajöfnuður er jákvæður eða neikvæður. Ef hrein erlend staða er nálægt því að vera neikvæð um helming af landsframleiðslunni má til einföldunar miða við að fyrri liðurinn sé um 0,5 gn_t , þ.e. helmingurinn af vexti í nafnvirði landsframleiðslunnar. Á árunum 2013-2017 er áætlað að nafnvirði landsframleiðslunnar vaxi um að meðaltali 6,4% á ári þannig að fyrri liðurinn leiðir til þess að erlenda staðan sem hlutfall af landsframleiðslu batnar að meðaltali um rúmlega 3% á ári. Ef viðskiptajöfnuður er jákvæður batnar erlenda staðan meira í hlutfalli af landsframleiðslu. Við þær aðstæður sem gert er ráð fyrir í þessu riti gildir sem þumal fingursregla að viðskiptajöfnuðurinn þarf að jafnaði að vera neikvæður um meira en 3% af landsframleiðslu til að erlenda staðan sem hlutfall af landsframleiðslu versni. Ef gengi krónunnar veikist hins vegar batnar hrein erlend staða minna í hlutfalli við landsframleiðslu.

Mynd 5 sýnir að undirliggjandi hrein erlend staða sem hlutfall af landsframleiðslu mun batna úr -60% í lok ársins 2012 í -42% af landsframleiðslunni í lok ársins 2017 ef tekið er mið af spá og framreikningi Seðlabankans á viðskiptajöfnuði, þ.e. hlutfallið hækkar um 18 prósentur. Áætlað er að nafnvirði erlendu stöðunnar í íslenskum krónum hækki um 4% á þessum fimm árum. Á sama tíma hækkar nafnvirði landsframleiðslunnar um 36%. Síðustu tvö árin, 2016 og 2017, er gert ráð fyrir litlum afgangi á vöru- og þjónustujöfnuði, auk þess sem gert er ráð fyrir að þáttatekjujöfnuðurinn verði neikvæðari

Mynd 5
Undirliggjandi erlend staða, viðskiptajöfnuður og VLF¹



1. Grunnspá 2013-2015 úr Peningamálum 2013/1, framreiknuð fyrir 2016-2017.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

6. Hér er til einföldunar gert ráð fyrir að allar eignir og skuldir séu í erlendum gjaldeyri sem ekki er alveg rétt.

en áður vegna hækkunar alþjóðlegra vaxta.⁷ Þessi tvö ár er því spáð neikvæðum viðskiptajöfnuði, -1% af landsframleiðslu árið 2016 og -1,8% af landsframleiðslu árið 2017. Þrátt fyrir að þetta leiði að öðru óbreyttu til erlendarar lántöku og verri erlendarar stöðu batnar erlenda staðan sem hlutfall af landsframleiðslu um 2,2 prósentur á þessum tveimur árum. Í þessum útreikningum er byggt á þeirri forsendu að hægt verði að endurfjármagna þær afborganir sem ekki er hægt að greiða með afgangi af viðskiptajöfnuði.

Ef hreina erlenda staðan reynist verri en gert var ráð fyrir hér fyrir framan verður undirliggjandi viðskiptajöfnuður óhagstæðari vegna hærrí vaxta af meiri skuld. Ef t.d. hrein erlend staða við lok ársins 2012 er -80% af landsframleiðslu en ekki -60% má gera ráð fyrir að viðskiptajöfnuður verði um einni prósentu lægri en ella. Þrátt fyrir þetta mun hrein erlend staða sem hlutfall af landsframleiðslu lækka um 18 prósentur og verða -62% í lok ársins 2017. Auk óvissunnar um hreinu erlendu stöðuna í lok ársins 2012 hefur óvissa varðandi þjóðhagsspána áhrif á útreikningana.

Nokkrar ályktanir

Þótt ofangreint mat sé enn háð mikill óvissu er óhætt að draga af því nokkrar ályktanir. Ekki verður annað séð en að greiningin staðfesti það mat sem Seðlabankinn hefur sett fram áður, að vandi íslenska þjóðarbúskaparins sé greiðsluvandi í erlendum gjaldmiðlum fremur en skuldavandi. Rétt er að skýra hvað átt er við með þessum greinarmun. Með *skuldavanda* er átt við þær aðstæður þegar afgangur af vöru- og þjónustuviðskiptum er ekki nægur til þess að standa undir vöxtum, arðgreiðslum og launum sem innlendir aðilar þurfa að greiða hinum erlendu að því marki að skuldir aukist ekki í hlutfalli við landsframleiðslu, að gefnum raunhæfum forsendum um vexti, verðbólgu og hagvöxt. Framangreint mat á undirliggjandi viðskiptajöfnuði bendir til þess að þjóðarbúskapurinn í heild muni skapa nægar gjaldeyristekjur til þess að standa undir þáttgjöldum næstu ára án gengislækkunar og að jafnvel sé nokkurt svigrúm til skuldalækkunar. Í þeim skilningi eru skuldirnar sjálfbærar þótt þær séu þjóðinni töluvert þungur baggi.

Þrátt fyrir að skuldir séu sjálfbærar í ofangreindum skilningi geta þjóðir glímt við alvarlegan *greiðslujafnaðarvanda*. Svo er í tilfalli Íslands, enda er það ástæða þess að komið var á fjármagnshöftum eftir bankahrunið. Segja má að greiðslujafnaðarvandi sé til staðar ef viðskiptajöfnuður, þ.e.a.s. mismunur þess sem eftir stendur þegar vextir, arður og laun erlendra aðila hafa verið greidd, dugir ekki til þess að standa undir fyrirsjáanlegum afborgunum erlendra lána og öðru útstreymi að teknu tilliti til mótsvarandi innstremmis fjármagns. Svarið við þessari spurningu er mun óvissara en svarið við fyrri spurningunni. Einstakir aðilar kunna hins vegar að eiga við skuldavanda að etja. Þekkt er að mikilvæg innlend fyrirtæki eiga afar erfitt með að afla lánsfjár á erlendum mörkuðum til þess að endurfjármagna lán á viðunandi kjörum sem falla á gjalddaga á næstu árum. Það veldur því að fyrirtækin verða að greiða upp erlend lán hraðar en æskilegt getur talist og

7. Vextirnir gætu einnig hækkað þótt grunnvextir verði áfram lágir ef skuldsettir aðilar þurfa að endurfjármagna á kjörum sem endurspeglar hátt áhættumat.

skýra slíkar lánahreyfingar t.d. lágt gengi krónunnar að undanfögnu. Fjölmargir óvissuþættir gefa tilefni til ólíkra sviðsmynda, t.d. líkur á endurfjármögnun lána og hreyfingar í eignasöfnum innlendra og erlendra aðila þegar fjármagnshöftum sleppir. Til þess að hægt verði að komast í gegnum nokkurra ára tímabil þungra endurgreiðslna án þess að gengið gefi verulega eftir, jafnvel á meðan fjármagnshöft eru til staðar, þarf annað hvort að eiga sér stað endurfjármögnun töluverðs hluta skuldarinnar eða mótsvarandi hreint fjármagnsinnstreymi. Um báða þessa þætti er mikil óvissa. Greiningin hér að framan sýnir að stöðugleiki krónunnar kann að vera háður því að endurfjármögnun náist á a.m.k. hluta þeirra skulda sem falla á gjalddaga á næstu árum, eða annað fjármagnsinnstreymi komi til mótvægis, jafnvel þegar gert er ráð fyrir engu útlæði „hvikra“ krónueigna erlendra aðila eða krónueigna búa fallinna fjármálafyrirtækja (innlánsstofnana í slitameðferð). Það getur því komið til nokkurs greiðslujafnaðarvanda þrátt fyrir fjármagnshöft.

Í þessu riti hefur aðeins hluti greiðslujafnaðarvandans verið greindur. Auk þess sem endurfjármögnun skulda stendur í sumum tilfellum í járnnum, er þrenns konar greiðslujafnaðarvandi, sem fyrr segir, ekki tekinn til umfjöllunar í þessari grein. Í fyrsta lagi er um að ræða vanda er tengist krónueignum búa fallinna fjármálafyrirtækja (innlánsstofnana í slitameðferð), en þessar greiðslur eru háðar fjármagnshöftum sem ekki verður aflétt fyrr en viðunandi lausn hefur fundist.⁸ Í öðru lagi er stofn „hvikra“ krónueigna erlendra aðila í bankakerfinu enn umtalsverður, þótt útboð hafi lækkað stofninn verulega og innstæðurnar gætu jafnvel fjarað út á 1–2 árum. Í þriðja lagi er í þessari greiningu ekki fjallað um hugsanlegar eignahreyfingar innlendra aðila, t.d. lífeyrissjóða, en slíkar eignahreyfingar eru háðar fjármagnshöftum. Við afléttingu hafta er gert ráð fyrir að varúðarreglur muni takmarka svigrúm til þess að auka vægi erlendra eigna í eignasöfnum þeirra hratt fyrst eftir að höftum verður aflétt.

Að síðustu er rétt að nefna tvö mikilvæg atriði sem munu skipta miklu um mögulegar lausnir á þeim greiðslujafnaðarvanda sem íslenska þjóðarþúið stendur frammi fyrir. Fyrri atriðið er ástandið í efnahags- og fjármálum í heiminum. Þótt grunnvextir séu mjög lágir eru áhættuálög oft há. Traustir lántakendur geta jafnan útvegað sér fjármagn á mjög hagstæðum kjörum á sama tíma og ótraustari lántakendur koma að lokuðum dyrum og þurfa að sæta óhagstæðum vaxtakjörum. Seinna atriðið er trúverðugleiki íslenska hagkerfisins og geta þess til að greiða erlendar skuldir. Þetta atriði mun skipta miklu um þau vaxtakjör og þá endurfjármögnunarmöguleika sem íslenskum stofnunum og fyrirtækjum bjóðast á næstu árum.

8. Seðlabankinn getur sett skilyrði fyrir veitingu undanþágu sem er forsenda nauðasamninga sem felur í sér lausn greiðslujafnaðarvandans. Það mætti gera t.d. með i) mjög hægum útgreiðslum, ii) lágu verði eigna sem innlendir aðilar keyptu fyrir erlendan gjaldeyri, eða iii) lágu gengi á krónum sem skipt yrði í erlendan gjaldeyri.

Viðauki I

Tafla 8 Áætlaðar afborganir erlendra lána

| Ma.kr. m.v. gengi 4.3.2013 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|
| Seðlabanki Íslands | 0 | 0 | 64 | 32 | 0 | 0 | 11 |
| Ríkissjóður | 0 | 25 | 2 | 130 | 2 | 0 | 31 |
| Sveitarfélög | 9 | 3 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Ýmsar lánastofnanir | 9 | 9 | 9 | 9 | 2 | 1 | 1 |
| Fyrirtæki með ríkisábyrgð | 12 | 16 | 31 | 24 | 31 | 25 | 23 |
| Fyrirtæki sveitarfélaga | 25 | 16 | 19 | 14 | 14 | 14 | 13 |
| Fyrirtæki með undanþágu skv. 6. mgr. 13. gr. n, laga nr. 87/1992 um gjaldeyrismál | 10 | 5 | 3 | 3 | 2 | 0 | 0 |
| Fyrirtæki sem geta endurfjárm. sig erlendis | 1 | 1 | 3 | 1 | 1 | 1 | 0 |
| Fyrirtæki án aðgangs að erlendri endurfjárm. | 11 | 7 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Samtals | 77 | 83 | 134 | 213 | 53 | 41 | 78 |
| Samtals án ríkis og SÍ | 77 | 58 | 68 | 51 | 51 | 41 | 37 |

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla 9 Áætlaðar afborganir af skuldum í erlendum gjaldmiðlum við ILST í slitameðferð

| Ma.kr. m.v. gengi 4.3.2013 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|
| Ríkissjóður | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| Fyrirtæki sem geta endurfjárm. sig erlendis | 5 | 7 | 0 | 0 | 0 | 8 | 0 |
| Fyrirtæki án aðgangs að erlendri endurfjárm. | 8 | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Landsbankinn | 0 | 17 | 60 | 74 | 74 | 74 | 0 |
| Samtals | 17 | 34 | 64 | 78 | 78 | 86 | 4 |
| Samtals án ríkis | 13 | 30 | 60 | 74 | 74 | 82 | 0 |

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Viðauki II

Ástæður breytinga frá fyrri áætlunum

Á undanförunum árum hefur Seðlabankinn nokkrum sinnum birt áætlanir um hreina erlenda stöðu Íslands og þróun hennar. Fyrsta skiptið eftir fall stóru bankanna haustið 2008 var í minnisblaði til fjárlaganefndar Alþingis sem birt var 15. júlí 2009, næst í minnisblaði til fjárlaganefndar og efnahags- og skattanefndar 14. nóvember 2009 og þá í minnisblaði til fjárlaganefndar um Icesave-samning 10. janúar 2011. Í febrúar 2011 kom út greinin *Hvað skuldar þjóðin?* Hinn 21. maí 2012 var birt rammagrein í *Peningamálum 2012/2* um erlendu stöðuna og greiðslujöfnuð og í ritinu *Economy of Iceland* sem kom út 4. október 2012 var áætlun um erlendu stöðuna. Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur einnig birt slíkar áætlanir allt frá haustinu 2008.

Fyrstu áætlanirnar voru mjög grófar enda var óvissan um uppgjör fjölda ógjaldfærra fyrirtækja veruleg. Ekki var unnt að áætla hugsanlega útkomu úr slitum föllnu bankanna vegna skorts á upplýsingum og mikillar óvissu um niðurstöðu dómsmála. Þær tölur sem fyrir lágu um virði eigna búanna voru tiltölulega lágar miðað við það sem síðar hefur komið á daginn. Sem dæmi má nefna að um mitt ár 2009 voru áætlaðar endurheimtur í bú LBI (áður Landsbanka Íslands) um 80% af forgangskröfum vegna innstæðna og í minnisblaði til fjárlaganefndar frá 15. júlí 2009 var forsendan í grunddæminu að endurheimtur yrðu 75% af þeim kröfum en í fráviksdæmum var gert ráð fyrir mun lægra hlutfalli. Algengt er að virði eigna sé vanmetið fyrst eftir fjármálaáfall, enda er eftirspurn eftir stórum eignum lítil og eðlilegt að aðilar séu sérstaklega varkárir við slíkar aðstæður.

Við þær aðstæður sem ríktu fljótlega eftir fall gömlu bankanna var talið óvarlegt að treysta á tölur sem Seðlabankinn safnaði um erlendar eignir og skuldir. Í minnisblaði til fjárlaganefndar 15. júlí 2009 var stuðst við upplýsingar sem Seðlabankinn birti um erlendar skuldir, annarra en fallinna fjármálastofnana og stórra eignarhaldsfélaga. Skuldum innlendra dótturfélaga við erlend móðurfélög var einnig sleppt. Horft var framhjá erlendum eignum samkvæmt tölum Seðlabankans en þær gáfu til kynna að eignir væru jafn miklar og skuldirnar. Þess í stað var horft til erlendra eigna sem voru nokkuð vísar eins og erlendar eignir lífeyrissjóðanna og gjaldeyrisforði Seðlabankans. Útkoman var að erlendar skuldir umfram eignir, miðað við árslok 2009, voru taldar 71% af landsframleiðslu ef skuldbindingum samkvæmt fyrirbyggjandi drögum að samkomulagi um Icesave var sleppt.

Þegar lengra leið frá falli bankanna og stóru eignarhaldsfélaganna var ástæða til að ætla að tölur Seðlabankans um erlendar eignir og skuldir væru ábyggilegri en áður. Í áætlunum í greininni *Hvað skuldar þjóðin?* sem út kom í byrjun ársins 2011 og í rammagrein í *Peningamálum 2012/2* sem gefin voru út í maí 2012 sem og í *Economy of Iceland* sem gefið var út í október 2012 var byggt beint á tölum Seðlabankans um hreina erlenda stöðu án eigna og skulda innlánsstofnana í slitameðferð og án Actavis og áætlaðri útkomu úr skiptum á búum föllnu bankanna. Í töflu 10 eru sýndar áætlanir bankans um hreina erlenda stöðu í þessum ritum.

Tafla 10 Hrein erlend staða þjóðarbúsins

| % af VLF | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---|------|------------|------------|------------|
| <i>Hvað skuldar þjóðin?</i> | | <i>Spá</i> | <i>Spá</i> | <i>Spá</i> |
| Hrein erlend staða (opinberar tölur) | -594 | -584 | -540 | -507 |
| - Án ILST í slitameðferð | -28 | -25 | -20 | -17 |
| - Undirliggjandi m.v. reiknað uppgjör ILST í slitameðferð | -72 | -66 | -59 | -54 |
| - Undirliggjandi m.v. reiknað uppgjör ILST í slitameðferð og án Actavis | -23 | -18 | -14 | -12 |
| <i>Peningamál 2012/2</i> | | <i>Spá</i> | <i>Spá</i> | <i>Spá</i> |
| Hrein erlend staða (opinberar tölur) | -633 | -566 | -551 | -526 |
| - Án ILST í slitameðferð | -63 | -53 | -46 | -53 |
| - Undirliggjandi m.v. reiknað uppgjör ILST í slitameðferð | -119 | -111 | -100 | -89 |
| - Undirliggjandi m.v. reiknað uppgjör ILST í slitameðferð og án Actavis | -60 | -47 | -37 | -30 |
| - " - , leiðrétt ¹ | -78 | -66 | -55 | -47 |
| <i>Mismunur</i> | | | | |
| Hrein erlend staða (opinberar tölur) | -39 | 18 | -11 | -19 |
| - Án ILST í slitameðferð | -35 | -28 | -26 | -36 |
| - Undirliggjandi m.v. reiknað uppgjör ILST í slitameðferð | -47 | -45 | -41 | -35 |
| - Undirliggjandi m.v. reiknað uppgjör ILST í slitameðferð og án Actavis | -37 | -29 | -23 | -18 |
| - " - , leiðrétt ¹ | -55 | -48 | -41 | -35 |

1. Mistök voru gerð við útreikning á hlut Actavis í tölunum sem birtar voru í *Peningamálum* 2012/2. Þessi lína sýnir það sem kemur út ef rétt er reiknað.

Heimildir: *Hvað skuldar þjóðin?*, *Peningamál* 2012/2.

Eins og sést í töflu 10 er helsta ástæða verri stöðu í *Peningamálum* 2012/2 en í *Hvað skuldar þjóðin?* sú að hrein erlend staða án innlánsstofnana í slitameðferð versnaði sem nam 35% af landsframleiðslu. Meginástæðan fyrir mikilli endurskoðun á hreinni erlendri stöðu án innlánsstofnana í slitameðferð var að í byrjun árs 2011 sendu stjórnendur búanna frá sér fyrstu tölur um erlendar eignir þeirra, sem gerðu Seðlabankanum kleift að aðgreina þessar eignir frá öðrum eignum. Þessar upplýsingar ollu mikilli endurskoðun á tölum um hreina erlenda stöðu án innlánsstofnana í slitameðferð, fyrst í töflunni sem birt var í júní 2011, tæpu hálfu ári eftir að greinin *Hvað skuldar þjóðin?* kom út.

Tafla 11 sýnir hreina erlenda stöðu þjóðarbúsins í lok ársins 2010 eins og hún var áætluð í greininni *Hvað skuldar þjóðin?*, í *Peningamálum* 2012/2 og í *Economy of Iceland* 2012.

Samkvæmt töflu 11 versnaði undirliggjandi hrein erlend staða, þ.e. hrein erlend staða án banka í slitameðferð og án Actavis en með reiknuðu uppgjöri innlánsstofnana í slitameðferð, um 55% af landsframleiðslu ef miðað er við áætlunina í *Peningamálum* 2012/2 með leiðréttingu vegna Actavis en um 62% af landsframleiðslu ef miðað er við áætlunina í *Economy of Iceland* 2012. Áhrif reiknaðs uppgjors innlánsstofnana í slitameðferð versna úr -44% af landsframleiðslu í *Hvað skuldar þjóðin?* í -56% í *Peningamálum* 2012/2 og í *Economy of Iceland* 2012. Þetta þýðir að áhrif uppgjorsins voru talin verri en áður sem nemur 12% af landsframleiðslu. Samanborið við núverandi mat á áhrifum slita innlánsstofnana í slitameðferð verður að hafa í huga að frá þessum tíma hafa verulegar eignir verið greiddar kröfuhöfum út úr búunum og í árslok 2010 áttu búin erlendar innstæður í Seðlabanka Íslands sem námu 17% af landsframleiðslu og gerðu þau áhrif slita þeirra neikvæðari sem því nam. Búin eiga í dag óverulegar innstæður í Seðlabankanum.

Tafla 11 Hrein erlend staða þjóðarbúsins í lok árs 2010

| Ma.kr. | Hvað skuldar þjóðin 2012 | PM 2012/2 | PM 2012/2 leiðr. ¹ | Econ. of Icel. 2012 | Mism. |
|---|--------------------------|-----------|-------------------------------|---------------------|-------|
| Hrein erlend staða án ILST í slitameðferð | -438 | -967 | -967 | -1.074 | -636 |
| Hrein erlend staða m.v. reiknað uppgjör ILST í slitameðferð | -1.126 | -1.826 | -1.826 | -1.933 | -808 |
| Hrein erlend staða m.v. reiknað uppgjör ILST í slitameðferð og án Actavis | -360 | -921 | -1.194 | -1.304 | -945 |
| % af VLF | | | | | |
| Hrein erlend staða án ILST í slitameðferð | -28 | -63 | -63 | -70 | -42 |
| Hrein erlend staða m.v. reiknað uppgjör ILST í slitam. | -72 | -119 | -119 | -126 | -54 |
| Hrein erlend staða m.v. reiknað uppgjör ILST í slitameðferð og án Actavis | -23 | -60 | -78 | -85 | -62 |
| <i>Hrein erlend staða án ILST í slitameðferð og án Actavis (útkoma úr ILST í slitameðferð ekki með)</i> | | | | | |
| Ma.kr. | -328 | -335 | -445 | -773 | |
| % af VLF | -21 | -22 | -29 | -50 | |

1. Mistök voru gerð við útreikning á hlut Actavis í tölunum sem birtar voru í *Peningamálum* 2012/2. Þessi dálkur sýnir það sem kemur út ef rétt er reiknað.

Heimildir: *Economy of Iceland* 2012, *Hvað skuldar þjóðin?*, *Peningamál* 2012/2.

Af lækkun undirliggjandi hreinnar erlendar stöðu um 62% af landsframleiðslu á milli áætlana í *Hvað skuldar þjóðin?* og í *Economy of Iceland* 2012 skrifast 50% af landsframleiðslu á endurmat á eignum og skuldum annarra fyrirtækja en innlánsstofnana í slitameðferð og Actavis en 12% á breytta áætlun um áhrif reiknaðs uppgjör innlánsstofnana í slitameðferð.

Í greininni *Hvað skuldar þjóðin?* var gert ráð fyrir að innlendir kröfuhafar ættu 15% krafna. Í áætluninni í *Peningamálum* 2012/2 var hins vegar gert ráð fyrir að innlendir kröfuhafar ættu 13% krafna. Miðað við forsendur um erlendar og innendar eignir innlánsstofnana í slitameðferð í greininni *Hvað skuldar þjóðin?* hefur þessi breyting á hlut innlendra kröfuhafa þau áhrif að undirliggjandi hrein erlend staða versnaði um 53 ma.kr. eða 3,5% af landsframleiðslu ársins. Afgangurinn af lækkun sem nam 12% af landsframleiðslu var vegna breyttra forsendna um innendar og erlendar eignir innlánsstofnana í slitameðferð.

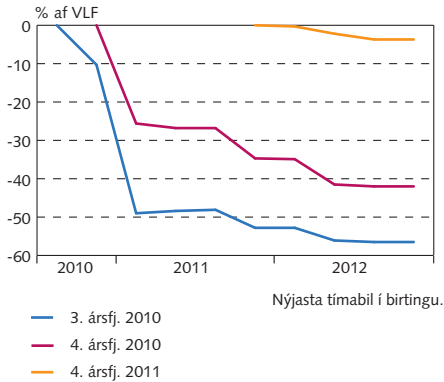
Endurskoðun á birtum tölum Seðlabankans um hreina erlenda stöðu þjóðarbúsins án ILST í slitameðferð

Verulegar skekkjur eru alla jafna í mati á hreinni erlendri stöðu. Þetta á einkum við um fyrstu tölur. Ákveðna hugmynd um a.m.k. hluta þessarar skekkju má fá með því að skoða þróun leiðréttinga á birtum tölum. Mynd 6 sýnir þróun hreinnar erlendar stöðu án innlánsstofnana í slitameðferð sem hlutfall (%) af landsframleiðslu í lok þriðja fjórðungs ársins 2010, en upplýsingar um fyrstu tölur fyrir þann ársfjórðung lágu fyrir þegar greinin *Hvað skuldar þjóðin?* var birt, og fyrir stöðuna í lok fjórða fjórðungs ársins 2010 en í greininni *Hvað skuldar þjóðin?* er áætlun um þá stöðu. Einnig er sýnd þróun mats á stöðunni í lok ársins 2011 sem miðað er við í *Peningamálum* 2012/2.

Eins og áður var nefnt var stærsta endurskoðun á tölunum um hreina erlenda stöðu án innlánsstofnana í slitameðferð í lok þriðja og

Mynd 6

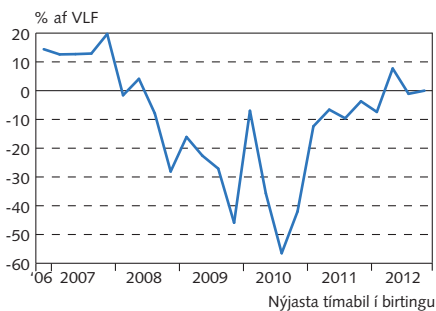
Breyting frá fyrstu tölum um erlenda stöðu án ILST í slitameðferð til talna með 4. ársfj. 2012



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Breyting frá fyrstu tölum um erlenda stöðu án ILST í slitameðferð til talna sem birtust 4. mars 2013¹



1. Ársfjórðungslegar tölur.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

fjórða ársfjórðungs 2010 gerð þegar tölur um stöðuna í lok fyrsta fjórðungs ársins 2011 voru birtar 1. júní árið 2011. Nýjar upplýsingar frá föllnu bönkunum gerðu það mögulegt að aðgreina erlenda fjárfestingu þeirra frá fjárfestingu annarra aðila. Eins og sést í mynd 6 ollu þessar nýju upplýsingar miklum breytingum. Talan fyrir stöðuna í lok þriðja fjórðungs ársins 2010 lækkaði um fjárhæð sem nam 39% af landsframleiðslu en talan fyrir fjórða ársfjórðung lækkaði um 26% af landsframleiðslu. Eins og myndin sýnir voru fyrstu tölur fyrir þriðja fjórðung ársins 2010 lækkaðar um alls 57% af landsframleiðslu fram til fjórða fjórðungs ársins 2012 og tölur fyrir fjórða fjórðung ársins 2010 um 42 prósentur.

Önnur skýring á miklum breytingum við endurskoðun talna í júní 2011 er að á vorin fást tölur um aðila sem skila árlega skýrslum en þess á milli eru tölur um erlendar eignir þeirra og skuldir áætlaðar. Þótt mest sé um nýjar upplýsingar á fyrri hluta árs berast nýjar upplýsingar einnig á öðrum tímum.

Uppsöfnuð endurskoðun frá fyrstu tölum til þeirra talna sem birtar voru í mars 2013 með fyrstu tölum fyrir fjórða fjórðung ársins 2012 er sýnd á mynd 7. Myndin sýnir að alla jafna leiðir endurskoðun til verulegra breytinga. Á árinu 2007 voru tölur um hreina erlenda stöðu endurskoðaðar til hækkunar um 10-20% af landsframleiðslu en eftir fall bankanna hefur endurskoðunin alla jafna verið til lækkunar. Eina undantekningin er að fyrstu tölur um hreina erlenda stöðu innlendra aðila án innlánsstofnana í slitameðferð við lok annars fjórðungs ársins 2012 voru hækkaðar um 7,5% af landsframleiðslu við aðra birtingu þegar birtar voru fyrstu tölur um stöðuna við lok þriðja ársfjórðungs ársins 2012. Þessi tala var enn endurskoðuð lítillega þegar tölur um fjórða ársfjórðung ársins 2012 voru birtar 4. mars sl. og er matið nú hærra en fyrsta matið sem nemur 7,7% af landsframleiðslu ársins. Endurskoðun á tölunni fyrir fjórða fjórðung ársins 2012 er auðvitað 0 við fyrstu birtingu.

Eins og sést í mynd 7 varð mesta endurskoðun fyrstu talna á tölum um hreina erlenda stöðu án innlánsstofnana í slitameðferð við lok þriðja ársfjórðungs ársins 2010 en fyrstu tölur hafa verið lækkaðar um 57% af landsframleiðslu. Önnur mesta lækkunin var á stöðunni á fjórða ársfjórðungi ársins 2009 en hún var lækkuð um 46% af landsframleiðslu og sú þriðja mesta var lækkun um 42% af landsframleiðslu fyrir fjórða ársfjórðung ársins 2010. Frá fyrsta ársfjórðungi ársins 2011 hefur endurskoðunin minnkað mikið.

Heimildir

- Minnisblað til fjárlaganefndar Alþingis sem birt var 15. júlí 2009, www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=7199.
- Minnisblað til fjárlaganefndar og efnahags- og skattanefndar 14. nóvember 2009, www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=7521.
- Minnisblað til fjárlaganefndar um Icesave-samning 10. janúar 2011, www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=8382.
- Hvað skuldar þjóðin?*, Efnahagsmál nr. 4, febrúar 2011, <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=8702>.

Horfur um erlendar skuldir og greiðsluflæði, *Peningamál* 2012/2, www.sedlabanki.is/library/Skr%C3%A1arsafn/Peningastefnunefnd/Peningam%C3%A1l%202012-2.pdf.

Economy of Iceland, 4. október 2012, www.cb.is/library/Skr%C3%A1arsafn--EN/Economy-of-Iceland/2012/EOI_2012.pdf.