



# EFNAHAGSMÁL

Nr. 4

## Hvað skuldar þjóðin?

*Arnór Sighvatsson, Ásgeir Daniélfsson,  
Daníel Svavarsson, Freyr Hermannsson,  
Gunnar Gunnarsson, Hrönn Helgadóttir,  
Regína Bjarnadóttir og  
Ríkarður Bergstað Ríkarðsson*

Útgefandi:

Sedlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 150 Reykjavík.

Sími: 569 9600, símbref: 569 9605

Netfang: [sedlabanki@sedlabanki.is](mailto:sedlabanki@sedlabanki.is)

Veffang: [www.sedlabanki.is](http://www.sedlabanki.is)

Ritstjórn:

Pórarinn G. Pétursson, formaður

Sturla Pálsson

Tómas Örn Kristinsson

Tryggvi Pálsson

Rannveig Sigurðardóttir

Helga Guðmundsdóttir

4. rit febrúar 2011

Vefrit

ISSN 1670-8172

Öllum er frjálst að nota efni úr *Efnahagsmálum* en þess er óskað að getið sé heimildar.

**Merking tákna:**

- \* Bráðabirgðatala eða áætlun.
- 0 Minna en helmingur einingar.
- Núll, þ.e. ekkert.
- ... Upplýsingar vantar eða tala ekki til.
- . Tala á ekki við.

## Hvað skuldar þjóðin?<sup>1</sup>

Ætíð er nokkur óvissa tengd upplýsingum um erlendar eignir og skuldir þjóðarbúsins. Hana má meðal annars rekja til þess að óvissa ríkir jafnan um rétt virði eigna og skulda og tímasetningu fjárfestingar yfir landamæri og einnig reynist oft erfitt að fá tímanlegar upplýsingar um viðskiptin. Við hrun bankanna á haustmánuðum 2008 jókst óvissa um verðmæti eigna og lögmæti krafna mikið. Þótt staðan hafi skýrst nokkuð síðan er enn mikil óvissa fyrir hendi. Umtalsverður hluti eigna og skulda einkaaðila er nú undir forsjá skilaneftnda og slitastjórna sem ásamt dómstólum er ætlað að greiða úr óvissunni og að lokum selja eignir til þess að gera upp við kröfuhafa sem teljast eiga lögmæta kröfu í eignir hinna föllnu fyrirtækja. Þess utan er framtíð fjölda annarra fyrirtækja óviss. Ferli þeirra gæti lokið með gjaldþroti eða umtalsverðri afskrift krafna. Mat á erlendum eignum og skuldum hins opinbera er áreiðanlegra en matið á erlendum eignum og skuldum einkaaðila, þótt nokkur óvissa sé um skuldbindingar ríkisins vegna lcesave-málsins. Í ljósi framangreinds er erfitt að fullyrða með vissu um raunverulega skuldastöðu þjóðarbúsins. Uppgjör greiðslujafnaðar og erlendar stöðu þjóðarbúsins fylgir alþjóðlegum stöðlum. Við núverandi aðstæður gefur niðurstaða hins staðlaða uppgjors hins vegar ekki rétta mynd af þeirri skuldastöðu sem ráða mun mestu um velferð þjóðarinnar til næstu ára. Í þessari grein er gerð tilraun til að rýna í gegnum moldviðrið sem þyrlandist upp við fall fjármálakerfisins og leggja mat á verðmæti eigna og skulda sem líklegt er að komi í ljós þegar rykið hefur sest. Þá skuldastöðu sem er niðurstaða þessarar greiningar má kalla „dulda“ skuldastöðu þjóðarbúsins, en stundum hefur hugtakið undirliggjandi skuldastaða verið notað. Þótt mikil óvissa ríki enn um þessar niðurstöður virðist næsta víst að þegar þrotabú hinna föllnu fjármálafyrirtækja hafa verið gerð upp muni hreinar skuldir þjóðarbúsins verða töluvert lægri en skuldir þess árin fyrir hrúnið. Hreinar erlendar skuldir hins opinbera verða hins vegar töluvert hærri.

## I Inngangur

### Skuldsett land

Ísland hefur lengi verið í hópi skuldsettustu landa hins þróaða hluta heimsins. Miklar skuldir þurfa ekki endilega að vera merki um óheilbrigt efnahagslíf. Þær geta þvert á móti verið merki um mikla fjárfestingu í útflutningsatvinnuvegum sem skapa gjaldeyristekjur til lengri tíma eða arðbæra erlenda fjárfestingu sem skapar nægar tekjur erlendis til að standa undir vaxta- og arðgreiðslunum. Miklar erlendar eignir og skuldir endurspegla einnig smæð þjóðarbúskaparins, en lítil lönd eins og Ísland reiða sig hlutfallslega mun meira á alþjóðaviðskipti til að jafna sveiflur í innlendri framleiðslu og eftirspurn og nýta sér alþjóðlega fjármálamarkaði til að jafna út áhrif ytri áfalla. Ef skuldirnar verða óvenju miklar, vaxa hratt eða er aflað til að viðhalda miklum vexti einkaneyslu eða samneyslu er þó ástæða til að staldra við. Við slíkar kringumstæður er líklegt að skuldasoöfnunin sé ósjálfbær og geti ef ekkert er að

1. Arnór Sighvatsson er aðstoðarseðlabankastjóri, Freyr Hermannsson er ráðgjafi á alþjóða- og markaðssviði Seðlabankans, Ásgeir Danielsson er forstöðumaður rannsóknar- og spádeildar hagfræðisviðs Seðlabankans, Gunnar Gunnarsson og Regína Bjarnadóttir eru hagfræðingar á hagfræðisviði Seðlabankans, Ríkarður Bergstað Ríkarðsson er forstöðumaður greiðslujafnaðardeildar upplýsingasviðs Seðlabankans, Hrönn Helgadóttir er forstöðumaður fjármálafyrirtækjadeildar upplýsingasviðs Seðlabankans og Daníel Svavarsson er forstöðumaður hagfræðideildar Landsbankans, en var áður sérfræðingur á alþjóða- og markaðssviði Seðlabankans. Skoðanir sem koma fram í greininni eru skoðanir höfunda og þurfa ekki að endurspegla skoðun Seðlabanka Íslands.

gert valdið gjaldeyriskreppu og jafnvel óstöðugleika fjármálakerfisins. Skuldasöfnun íslenska þjóðarbúsins bar ýmis merki um ósjálfbærni árin 2003-2008.

Skuldasöfnun Íslands árin fyrir hrun var í meginatriðum af tvennum toga: Annars vegar átti sér stað gríðarleg fjárfesting í erlendum eignum sem fjármögnuð var með erlendri lántöku, að mestu leyti fyrir milligöngu íslensku bankanna. Stór hluti þeirrar fjárfestingar tengdist yfirtökum bankanna sjálfra á erlendum fjármálafyrirtækjum. Hins vegar gegndu stóru bankarnir æ mikilvægara hlutverki við miðlun lánsfjár til íslensks atvinnulífs og á þessum árum átti sér stað meiri fjárfesting í innlendu atvinnulífi en um áratugabil þar á undan. Bankarnir hófu einnig að bjóða íbúðalán í samkeppni við Íbúðalánasjóð og síðar í vaxandi mæli gengistryggð íbúðalán sem voru fjármögnuð með erlendum lánum og innlánnum. Í mörgum tilvikum greiddu bankarnir hátt verð fyrir eignir sem keyptar voru fyrir erlent lánsfé. Stór hluti skulda íslenska þjóðarbúsins eru því skuldir hinna föllnu banka. Á móti vega umtalsverðar erlendar eignir þeirra, en verðmæti þeirra rýrnaði mjög við hrunið, auk þess sem erlend stjórnvöld yfirtóku eignir á hrakvirði í bankahruninu. Íslenska fjármálakreppan er fremur sérstök að því leyti að bankakerfið hrundi til grunna nánast í heild sinni. Stjórnvöld brugðust við með því að reisa nýja banka á rústum hinna föllnu. Í megindráttum var fylgt þeirri reglu að innlendar innstæður voru teknar yfir í hina nýju banka og innlendar eignir keyptar af föllnu bönkunum á matsvirði. Fyrir eignir umfram yfirteknar skuldir var greitt með tilteknum fjármálagerningi. Að auki var slitastjórnnum gömlu bankanna fyrir hönd kröfuhafa gefinn kostur á að eignast hlut í nýju bönkunum. Var sá hlutur misstór eftir bönkum, minnstur í Landsbankanum, þar sem áætlað er að lítið verði eftir til skiptanna þegar gert hefur verið upp við forgangskröfuhafa, þ.e.a.s. Tryggingarsjóð innstæðueigenda og fjárfesta og hollenska og breska ríkið fyrir hönd þarlanda innstæðueigenda.

### **Verðmæti eigna og lögmæti krafna í þrotabú föllnu bankanna stærsta óvissan**

Óvissan um skuldir íslenska þjóðarbúsins á næstu árum felst að mestu leyti í óvissu um verðmæti eigna og lögmæti krafna í þrotabú föllnu bankanna. Úr þeirri óvissu greiðist ekki að marki fyrr en seint á árinu 2011. Mat á líklegri útkomu verður því að taka með miklum fyrirvara. Þó er hægt að ganga út frá því sem vísu að þegar eignir hafa verið seldar og gert hefur verið upp við kröfuhafa jafnast skuldir á móti eignum. Engin hrein skuld verður eftir. Svo einfalt er málið þó ekki að hreinar erlendar skuldir þjóðarbúsins lækki sem því nemur. Þótt það meginsjónarmið hafi ráðið við skiptingu eigna á milli fallinna banka og nýju bankanna að innlendar eignir færu yfir í nýju banka varð nokkur hluti þeirra eftir í föllnu bönkunum. Á móti kemur að sumir þeirra sem eiga kröfur í þrotabú hinna föllnu banka eru innlendir aðilar, t.d. lífeyrissjóðir. Hver áhrifin verða þegar upp er staðið ræðst í meginatriðum af skiptingu eigna í innlendar og erlendar annars vegar og skiptingu kröfuhafa í innlenda og erlenda hins vegar.

Bæði nýju og föllnu bankarnir eru innlendir lögaðilar. Skuld nýju bankanna við fallna banka kemur því ekki fram sem erlend skuld þjóðarbúsins. Ef erlendir aðilar, úr hópi kröfuhafa eða aðrir, eignast

að lokum nýju bankana breytist eignarhlutur föllnu bankanna í hinum nýju og væntanlega verður fjármálagerningurinn á milli þeirra að töluverðu leyti í skuld við erlenda aðila, að hluta í formi hlutafjár. Þar af veга fjármálagerningar á milli gamla Landsbankans og Nýja Landsbankans (NBI) þyngst.

### Einnig óvissa um skuldir margra stórra fyrirtækja

Auk vafa sem ríkir um endanleg áhrif uppgjörðs þrotabúa fjármála-fyrirtækja er staða margra fyrirtækja með umtalsverðar skuldir tvísýn. Eitt einstakt fyrirtæki, Actavis, skuldar t.d. eiganda sínum sem nemur 70% af landsframleiðslu Íslands.<sup>2</sup> Að því gefnu að fyrirtækið haldi áfram starfsemi hérlandis ætti arður af erlendri starfsemi þess að standa undir vaxtagreiðslum af láninu, en um er að ræða svokallað kúlulán þar sem áfallnir vextir bætast við höfuðstólinn. Hins vegar eru nær allar tekjur fyrirtækisins í erlendum gjaldmiðlum og skuldirnar einnig. Fyrirtækið færi því ekki í gegnum íslenskan gjaldeyrismarkað með fjármuni nema innlendir rekstrarkostnaður verði umfram tekjur fyrirtækisins af sölu hér á landi. Þetta mun tæplega breytast þótt fyrirtækið lendi í umtalsverðum greiðsluvanda. Til langs tíma litið má því ætla að skuld við erlendan eiganda fyrirtækis sé fyrst og fremst vandi skuldarans sjálfs og erlendra lánardrottna hans sem gæti í tilviki greiðsluerfiðleika lyktað með lækkun á skuldastöðu þjóðarbúsins.

Mörg stór eignarhaldsfyrirtæki eru í slitameðferð. Hluti skulda þeirra er við erlenda aðila og eignir eru einnig að töluverðu leyti erlendar. Upplýsingar um stöðu margra þeirra eru af skornum skammti, en fyrirbyggjandi gögn sýna að upplausn þeirra leiðir til þess að hreinar skuldir Íslands verða nokkru meiri en ella, en ekki munar svo miklu að það skipti sköpum. Fyrir lækkun á hreinni erlendri skuld fyrirtækja má færa þau almennu rök að mjög skuldsett fyrirtæki, með skuldir umtalsvert umfram eignir, séu líklegust til að hverfa af sjónarsviðinu í kjölfar gjaldþrots eða endurskipulagningar. Eftir standa minna skuldsett fyrirtæki, sem líklega er að muni eiga eignir umfram skuldir í framtíðinni. Einnig skiptir máli að stór hluti þessara eignarhaldsfélaga eru eignarhaldsfélög utan um verðbréfaeign í stað þess að vera eignarhaldsfélög utan um eiginleg rekstrarfélög. Gjaldþrot þessara fyrirtækja hefur því mun minni áhrif á innlent efnahagslíf en ef um gjaldþrot fyrirtækis í rekstri og framleiðslu væri að ræða.

### Erlendar skuldir hins opinbera aukast

Að því marki sem miðlun erlends lánsfjár á sér stað í gegnum innlend fjármála-fyrirtæki er hætt á að skuldir einkafyrirtækja falli með óbeinum hætti á hið opinbera. Þetta gerðist við hrun fjármálakerfisins hér á landi. Líklega hefur fjármálakreppan leitt til þess að skuldir sem nema u.þ.b. 60% af landsframleiðslu hafi fallið á hið opinbera. Þar af nema skuldir við erlenda aðila 210 ma.kr. eða 13% af landsframleiðslu.

2. Tekið skal fram að upplýsingar um áhrif Actavis á hreina stöðu og mældan viðskiptajöfnuð eru birtar með góðfúslegu leyfi Actavis. Almenn ríkir trúnaður um gögn einstakra fyrirtækja sem safnað er af Seðlabanka Íslands til hagskýrslugerðar í samræmi við verklagsreglur um hagskýrslugerð. Við birtingu gagna er þess jafnan gætt að ekki sé unnt að rekja upplýsingar til einstakra aðila. Vegna eðlis og mikilvægis gagna frá Actavis hf. fyrir umfjöllunarefni þessarar greinar var leitað eftir samþykki forráðamanna félagsins til að aðgreina félagið sérstaklega frá heildartölum þar sem uppgjör á skuldum félagsins er milli tengdra aðila og snertir því ekki íslenskt þjóðarþú með beinum hætti.

Því má segja að þótt hrein erlend staða þjóðarbúsins muni batna þegar á heildina er litið muni innihald skuldanna versna að því leyti að stærri hluti þeirra felst í skuldum hins opinbera sem hvorki á nægar erlendar eignir til að standa undir vöxtum af skuldinni né skapar útflutningstekjur með beinum hætti. Áhrif hrunsins á skuldastöðu hins opinbera er einkum af tvennum toga: Í fyrsta lagi er ljóst að ríkissjóður mun bera nokkrar skuldir vegna uppgjors við eigendur innstæðna í erlendum útibúum Landsbankans, en þó mun minni en áður var talið. Gert er ráð fyrir því að eignir Landsbankans muni standa undir þessum skuldum að langmestu leyti. Vaxtagreiðslur til breska og hollenska ríkisins vegna útgreiðslna innstæðutrygginga munu hugsanlega safnast upp þar til að uppgjör getur farið fram. Þessar vaxtagreiðslur falla á Ríkissjóð Íslands og auka því erlendar skuldir hins opinbera. Samningar við ríkissjóði Bretlands og Hollands liggja nú fyrir. Verði þeir samþykktir eru horfur á að skuldbindingin vegna þeirra verði til muna minni en áður var talið eða líklega á bilinu 0-5% af landsframléiðslu.

Í öðru lagi má rekja umtalsverðan hluta skuldaaukningar ríkissjóðs eftir hrun til stækkunar gjaldeyrisforðans. Á móti þeirri skuld standa tryggar og auðseljanlegar gjaldeyris eignir, þannig að í sjálfu sér ættu þessar lántökur ekki að leiða til þess að hrein erlend staða þjóðarbúsins versni. Það getur hins vegar gerst í einhverju mæli ef Seðlabankinn selur gjaldeyrisforða til þess að fjármagna viðskiptahalla eða ávöxtun forðans dugir ekki fyrir vöxtum lána sem tekin eru til þess að styrkja hann. Viðskiptajöfnuður án föllnu bankanna hefur verið u.þ.b. í jafnvægi eftir hrun og nokkur afgangur undanfarin misseri. Því má ætla að gjaldeyrisala Seðlabankans hafi litlu breytt um hreina stöðu þjóðarbúsins. Hins vegar kann hún að fela í sér að hrein skuld hins opinbera hafi aukist tímabundið á móti minni skuldum einkageirans, sem hefur fengið skuldir afskrifaðar eða greitt niður lán í stað endurfjármögnunar vegna takmarkaðs aðgengis að erlendu lánsfé. Seðlabankinn hefur nú hafið regluleg kaup á gjaldeyri á markaði, sem leiða munu til þess að hreinn gjaldeyrisforði eykst á ný. Hluta gjaldeyrisforðans hefur einnig verið varið til þess að kaupa til baka erlendar skuldir ríkissjóðs sem falla í gjalddaga á næstu tveimur árum. Vegna þess að þær skuldir eru keyptar til baka á lægra verði en sem nemur bókfærðu verði þeirra leiða kaupin til þess að hrein skuld hins opinbera og þjóðarbúsins lækkar nokkuð. Að því marki sem stærri gjaldeyrisforði greiðir fyrir aðgangi ríkisins og að lokum útflutningsgreina að erlendu fjármagni geta lántökur til að stækka gjaldeyrisforða bætt hreina stöðu þjóðarbúsins til lengri tíma litið.

### Er skuldastaða þjóðarbúsins vandamál?

Miklar erlendar skuldir þjóða geta verið vísbending um undirliggjandi vanda eða ósjálfbærni, sem eykur líkur á óstöðugleika í náinni framtíð og getur í versta falli verið fyrirboði gjaldeyriskreppu. Hin gríðarlega hraða skuldasoöfnun var aðeins einn af mörgum boðberum válegra tíðinda í aðdraganda fjármála- og gjaldeyriskreppunnar sem skall á árið 2008. Sterkar vísbendingar voru um að skuldaþróunin væri ósjálfbær. Til þess að komast að annarri niðurstöðu þurfti að gefa sér mjög sterkar forsendur um arðsemi þeirrar erlendu og innlendu fjárfestingar sem fjármögnuð var með erlendum lánum. Grunnvandinn var að innlend tekjuþróun, sem haldið var uppi af erlendri lántöku, var ósjálfbær.

Fjármála- og gjaldeyriskreppa felur í sér aðlögunarferli sem lagar skuldir að því tekjustreymi í innlendum eða erlendum gjaldeyri sem þarf til þess að standa undir vöxtum og arðgreiðslum vegna skuldarinnar. Að svo miklu leyti sem hægt er að halda erlendum skuldum einkageirans aðskildum frá skuldum hins opinbera snýst vandinn um skuldsetningu einkageirans fremur um skammtíma greiðslujafnvægi en sjálfbærni til lengri tíma litið. Lausafjár- eða endurfjármögnunarvandi stórra fyrirtækja getur leitt til óstöðugleika í gengi, jafnvel þótt reksturinn standi undir greiðslubyrði til lengri tíma litið og erlendar eignir séu meiri en skuldir. Ef rýnt er í þokuna sem umlykur opinberar tölur um greiðslujöfnuð virðist hins vegar blasa við að viðskiptajöfnuður standi mun traustari fótum en virðist við fyrstu sýn. Ef niðurstaða þessarar greinar er rétt, virðist ljóst að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum verði ekki aðeins nægur til þess að standa undir vaxta- og arðgreiðslum til erlendra aðila heldur einnig til að greiða niður töluvert af skuldum þjóðarbúsins.

Þótt erlendar skuldir Íslands séu vissulega miklar verður vart annað séð að þær séu fyllilega sjálfbærar, þ.e.a.s. að þjóðarbúskapurinn geti staðið undir vöxtum og afborgunum. Hversu miklar skuldir reynast sjálfbærar í reynd veltur hins vegar á getu hins opinbera til þess að afla tekna umfram önnur útgjöld en vexti, þ.e.a.s. mynda nægilega hagstæðan frumjöfnuð til þess að standa undir vaxtagreiðslum af innlendum og erlendum lánum í þeim mæli að skuldir aukist ekki í hlutfalli við landsframleiðsluna. Þegar skuldir eru orðnar miklar getur einnig verið mikilvægt að ná fram lækun á skuldahlutfallinu til þess að skapa svigrúm til að bregðast við áföllum. Geta hins opinbera til tekjuöflunar er að endingu pólitísk spurning sem getur verið mjög háð stjórn málahefð og þróunarstigi viðkomandi lands.

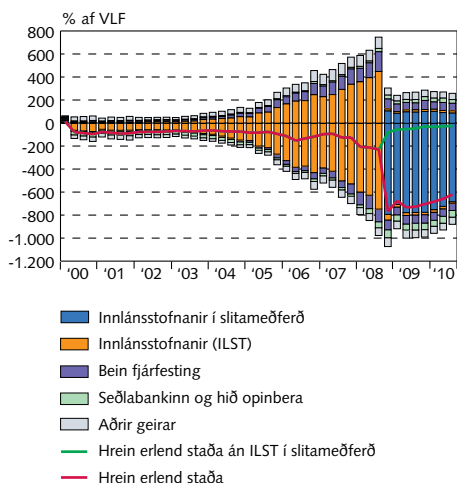
Greiðslubyrði af erlendum lánum hefur tvíþætt áhrif á ytra jafnvægi þjóðarbúskaparins. Að því marki sem skattar eru hækkaðir til þess að standa undir greiðslubyrði vegna erlendra lána dragast ráðstöfunartekjur saman, sem að öðru óbreyttu leiðir til aukins afgangs á vöru- og þjónustujöfnuði. Jafnframt þarf ríkissjóður að endingu að afla gjaldeyris til að greiða vexti og afborganir sem að öðru óbreyttu leiðir til lægra gengis og þar með meiri afgangs á vöru- og þjónustujöfnuði. Greiðslubyrði af erlendum skuldum hins opinbera er vissulega umtalsverð í kjölfar fjármálahrunsins. Í lengra sögulegu samhengi er greiðslubyrði vegna erlendra skulda sem líklegt er að verði til staðar eftir hrúnið ívið meiri en hún var um miðbik níunda áratugarins.

Í þessari grein er einkum leitað svara við tveimur spurningum: Annars vegar, hverjar verða erlendar eignir og skuldir þjóðarbúsins eftir að uppgjöri fallinna fjármálafyrirtækja lýkur, og hins vegar, hvernig greiðslustreymi vegna þessara eigna og skulda lítur út. Greinin skiptist í sjö kafla: Í öðrum kafla er fjallað um þróun efnahags einkageirans í aðdraganda hrunsins og áhrif hrunsins á hreina erlenda stöðu samkvæmt stöðluðum uppgjörsaðferðum skýrð.<sup>3</sup> Í þriðja kafla er lagt mat á áhrif uppgjors fyrirtækja í slitameðferð á undirliggjandi skuldastöðu þjóðarbúsins. Í fjórða kaflanum eru áhrif hrunsins á erlendar skuldir hins opinbera greindar. Í hinum fimmta er fjallað um hreina stöðu og

3. Í viðauka 1 er gerð nánari grein fyrir aðferðum sem beitt er við hið staðlaða uppgjör greiðslujafnaðar við útlönd og mat á skuldastöðu þjóðarbúsins.

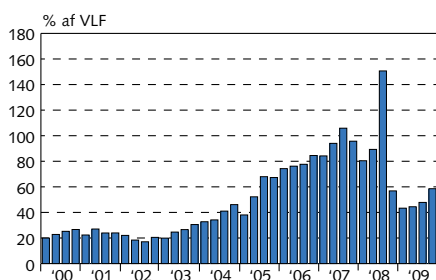


Mynd II-1  
Erlend staða þjóðarbúsins  
1. ársfj. 2000 - 3. ársfj. 2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2  
Hrein staða áhættufjárfestingar  
1. ársfj. 2000 - 4. ársfj. 2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

sjálfbærni hugtakið og um þróun undirliggjandi greiðslujafnaðar í hinum sjötta. Niðurstöður eru dregnar saman í sjöunda kafla greinarinnar. Niðurstöðurnar eru í meginatriðum þær að hin dulda staða þjóðarbúsins verði að líkindum betri, þegar öll kurl koma til grafar, en hún hefur verið í áratugi, eða sem nemur fjórðungi landsframleiðslu. Áætlað er að dulinn viðskiptaafgangur hafið numið tæplega 13% af landsframleiðslu á síðasta ári og verði svipaður í ár og á næsta ári.

## II Útþensla efnahagsreiknings einkageirans og hrein staða þjóðarbúsins

Frá árinu 2003 fram að hruni fjármálakerfisins í október 2008 hækkuðu erlendar eignir og skuldir þjóðarbúsins hratt ár frá ári. Skuldarnar hækkuðu hraðar en eignirnar og hvort tveggja mun hraðar en nam árlegum hagvexti. Hrein erlend staða þjóðarbúsins, þ.e. erlendar eignir að frádregnum erlendum skuldum, versnaði því í hlutfalli við verga landsframleiðslu (sjá mynd II-1).<sup>4</sup> Hlutfallslega var skuldaföfnunin mest á árinu 2005. Þá jukust heildarskuldir þjóðarbúsins við útlönd um tæp 90%, eða sem nam ríflega 170% af vergri landsframleiðslu þess árs og hrein erlend staða þjóðarbúsins versnaði um því sem næst fjórðung landsframleiðslu.

Í árslok 2006 var hrein skuld þjóðarbúsins þegar orðin með því hæsta sem þekktist í heiminum. Hrein eign innlendrar aðila í áhættufjárfestingu<sup>5</sup> erlendis var einnig mjög há í samanburði við aðrar þjóðir.<sup>6</sup> Að því leyti má segja að eigna- og skuldastaða Íslands og margra helstu iðnríkja hafi borið ýmis einkenni vogunarsjóða (e. hedge funds), þ.e.a.s. hrein erlend skuldastaða var neikvæð en hrein staða í erlendri áhættufjárfestingu var jákvæð. Með öðrum orðum, innlendir einkaaðilar tóku lán í útlöndum og ráðstöfuðu þeim fjármunum að töluverðu leyti til fjárfestingar í fyrirtækjum og verðbréfum erlendis. Af 122 löndum árið 2004 var hlutfall erlendar áhættufjárfestingar af landsframleiðslu einungis hærra í Sameinuðu Arabísku Furstadæmunum.<sup>7</sup>

Eins og sjá má á mynd II-2 hækkaði hlutfall hreinnar áhættufjárfestingar svo að segja óslitið fram að hruni bankakerfisins. Mikil hækking þess í lok þriðja ársfjórðungs 2008 skýrist að töluverðu leyti af gengisfalli íslensku krónunnar, sem olli því að verðmæti erlendra eigna jókst á sama tíma og verðmæti áhættufjárfestingar erlendra aðila á Íslandi breyttist lítið í krónum talið. Hér á eftir er skuldaföfnunin greind nánar eftir uppruna skuldanna með það að markmiði að varpa ljósi á áhrif fjárfestingar og lántöku einstakra geira á þróun erlendu skuldastöðunnar í heild.

- Mynd II-1 sýnir hvernig erlendu eignir og skuldir skiptast niður á mismunandi geira, þ.e. hið opinbera og Seðlabankann annars vegar og aðra geira sem mestmegnis teljast til einkageirans hins vegar. Undir liðinn aðrir geirar falla þó einnig lífeyrissjóðir og fyrirtæki í opinberri eigu, svo sem orkufyrirtæki.
- Hugtakið áhættufjárfesting er í þessu samhengi skilgreint sem samtala beinnar fjárfestingar og fjárfestingar í hlutfé og hlutfjárstöðum (e. equity investment). Hrein áhættufjárfesting er mismunur á áhættuskuldbindingum innlendrar aðila erlendis (eign) og erlendra aðila hérlandis (skuld).
- Sjá grein Daníels Svavarssonar og Péturs Arnar Sigurðssonar (2007), bls. 74.
- Sjá grein Daníels Svavarssonar og Péturs Arnar Sigurðssonar (2007), bls. 60.



## Breytingar á erlendum skuldum annarra aðila en fjármálafyrirtækja höfðu ekki mikil áhrif á erlenda stöðu þjóðarbúsins

Til þess að varpa ljósi á samspil fjármálakerfisins og annarra geira í skuldaförnun áruna fyrir hrun er gagnlegt að skoða sérstaklega lögaðila sem ekki teljast til hins opinbera né eru innlánsstofnanir. Í lok september 2008 voru 13% erlendar verðbréfa- og annarrar fjáreignar<sup>8</sup> þjóðarbúsins og 7% erlendra skulda í eigu lögaðila, sem flokkast sem „aðrir geirar“ í opinberum hagtölum. Í lok september 2008 var erlend staða þessara aðila jákvæð sem nam 30% af landsframleiðslu. Stærsti flokkur lögaðila sem falla undir þennan lið í verðbréfafjárfestingunni eru lífeyrissjóðir landsmanna. Lífeyrissjóðirnir eiga verulegar erlendar eignir en erlendar skuldir þeirra eru nær engar. Að lífeyrissjóðum frátöldum, ásamt öðrum fjármálafyrirtækjum hefur hrein erlend skuldastaða lengi verið neikvæð. Á árunum 2005 til 2007 jukust skuldarnar mun hraðar en eignir, en staðan hafði nálgast jafnvægi í upphafi árs 2008, skömmu fyrir hrun, og var -9% í lok september. Mynd II-3 sýnir hreina erlenda stöðu annarra geira, bæði með og án lífeyrissjóða. Að greina nánar hreina stöðu einstakra atvinnugreina hefur í raun litla þýðingu vegna þess að erlend lántaka þeirra fór að mestu leyti fram fyrir milligöngu innlendra fjármálafyrirtækja. Skuldir þeirra eru því við innlandan aðila þótt eignir þeirra séu erlendar og uppruni lánsfjár erlendis.

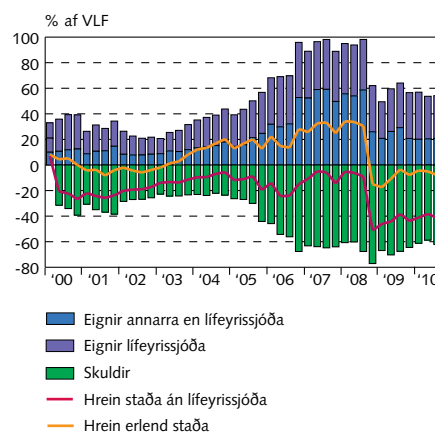
Á myndum II-5 og II-6, sem sýna þróun beinnar fjármunaeignar allra atvinnugeira að undanskildum fjármálafyrirtækjum, sést að stór hluti beinnar fjármunaeignar bæði innlendra og erlendra aðila var bundinn í eignarhaldsfélögum. Niðurstöður Rannsóknarnefndar Alþingis og kröfufýsingar í þrotabú bankanna sýna að verulegur hluti fjárfestingar eignarhaldsfélaga bæði á eigna- og skuldahlíð tengist innlendum aðilum, líklega sakir skattalegs hagræðis og hugsanlega viðleitni fjárfesta til að leyna eignarhaldi. Út frá fyrirbyggjandi gögnum er ekki hægt að leiðrétta útreikningana fyrir þessu.

Sem fyrr segir er áætlað að hrein erlend staða annarra geira en fjármálafyrirtækja og lífeyrissjóða hafi verið nálægt jafnvægi í ársbyrjun 2008 (sjá mynd II-7) og jákvæð að lífeyrissjóðunum meðtöldum. Jákvæð staða þrátt fyrir gríðarhraðan vöxt erlendra skulda eignarhaldsfyrirtækja í tengslum við skuldsett kaup á erlendum eignum, sem í opinberum hagtölum eru metnar á bókfærðu virði og er iðulega mun lægra en kaupverðið,<sup>9</sup> kann að vekja undrun. Ástæðan er að stór hluti erlendar fjárfestingar eignarhaldsfélaga og annarra fyrirtækja var fjármagnaður af íslensku bönkunum. Yfirtökurnar komu því fram í neikvæðari erlendra stöðu fjármálafyrirtækja en ekki annarra geira. Að nokkru leyti voru fyrirtækin þó fjármögnuð af erlendum bönkum eða með erlendu hlutafé, einkum árin 2005 og 2006, en þegar aðgangur að erlendu fjármagni tók að þrengjast jókst hlutdeild innlendar fjármögnunar. Þegar erlend staða einstakra geira er metin sérstaklega verður því að hafa í huga að hún getur sveiflast ört eftir breytilegri stöðu innlendra fjármálafyrir-

8. Þegar fjallað er um verðbréfa- og aðrar fjáreignir í þessum kafla er átt við markaðsverðbréf, innstæður, útlán og afleiður ásamt öðrum fjáreignum en beinni fjármunaeign.

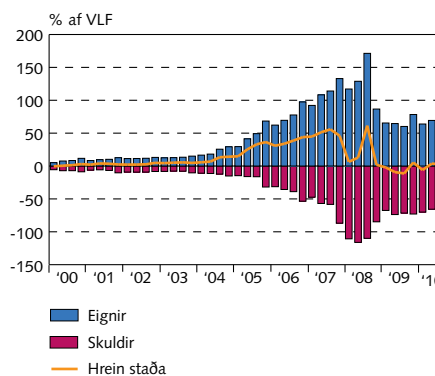
9. Alþjóðlegur samruni fyrirtækja og yfirtökur hafa oft veruleg áhrif á erlenda stöðu þjóðarbúsins í opinberum uppgjörum. Þegar íslenskt fyrirtæki yfirtekur erlent fyrirtæki er fjárfestingin skráð miðað við bókfært virði yfirteknra fyrirtækisins. Hið eiginlega kaupverð getur í sumum tilvikum verið mun hærra, t.d. vegna afskriftar viðskiptavildar. Ef yfirtakan er fjármögnuð með láni frá erlendum aðila, beint eða óbeint, getur fjárfestingin þannig leitt til þess að erlend staða þjóðarbúsins versni skv. opinberum uppgjörum.

Mynd II-3  
Erlend staða - aðrir geirar  
1. ársfj. 2000 - 3. ársfj. 2010



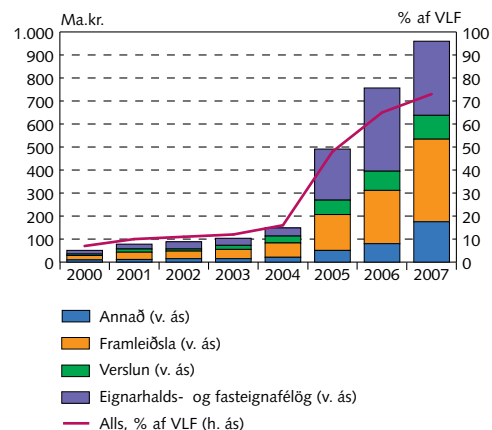
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-4  
Staða beinna fjármunaeigna og -skulda  
1. ársfj. 2000 - 3. ársfj. 2010



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

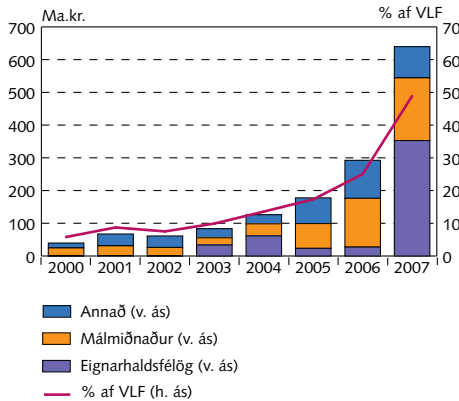
Mynd II-5  
Bein fjármunaeign innlendra aðila erlendis  
í öðrum geirum en fjármálastarfsemi  
2000-2007



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-6

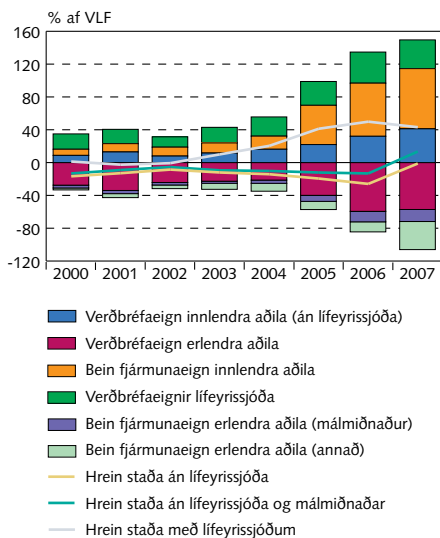
Bein fjármunaeign erlendra aðila á Íslandi í öðrum geirum en fjármálastarfsemi 2000-2007



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-7

Erlend staða - aðrir geirir en fjármálafyrirtæki 2000-2007



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

tækja gagnvart erlendum keppinautum auk þess sem eigendatengsl eignarhaldsfélaga og innlendra banka voru svo náin að þeir urðu nokkurs konar lánveitendur til þrautavara gagnvart þessum félögum.

### Erlendar skuldir þjóðarbúsins aukast með útpenslu bankanna

Vegna hlutverks bankakerfisins í miðlun lánsfjár frá erlendum lánsfjármörkuðum til innlendra aðila koma auknar gjaldeyrisskuldir innlendra aðila ekki fram í greiðslujafnaðarbókhalda viðkomandi geira heldur endurspeglast í auknum skuldum bankakerfisins við útlönd. Tiltölulega fá fyrirtæki hafa sótt lánsfé beint til erlendra banka eða á erlendum skuldabréfamörkuðum og hlutdeild bankanna í miðlun lánsfjár til innlendra fyrirtækja jókst eftir því sem bankarnir urðu öflugri.

Í september 2002 var erlend skuldastaða íslensku bankanna, að frátalinni beinni fjármunaeign, neikvæð sem nam 42,5% af vergri landsframleiðslu. Skuldirnar tengdust fyrst og fremst lánveitingum þeirra í erlendum gjaldmiðlum til innlendra aðila með gjaldeyriskjör. Útlán innlendra banka og sparissjóða tóku að aukast að marki árið 2003 í kjölfar einkavæðingar þriggja stærstu viðskiptabankanna, eftir stutta lægð í kjölfar útlánþenslu í kringum aldamótin. Vöxturinn var að miklu leyti fjármagnaður með erlendum lánnum til skamms og meðallangs tíma. Starfsemi innlendra fjármálastofnana á erlendum vettvangi var enn mjög litil á þessum tíma og jukust erlendar eignir innlánsstofnana mun minna en skuldirnar. Á árunum 2004 til 2008 jókst hins vegar erlend starfsemi bæði bankanna sjálfra og fyrirtækja þeim tengd. Auknar erlendar skuldir þjóðarbúsins á þessu tímabili má að stórum hluta rekja til erlendar lántöku íslenskra banka vegna erlendar sem innlendar fjárfestingar eða lánveitinga, eins og glögglega sést á mynd II-1.

### Útgáfa markaðsskuldabréfa gerði bönkunum kleift að vaxa mjög hratt

Erlend skuldsetning íslensku bankanna hófst af alvöru árið 2004. Þá voru stóru bankarnir þrír komnir með lánsþéttun frá erlendum matsfyrirtækjum, sem jafnan er forsenda þess að hægt sé að ráðast í skuldabréfaútgáfu á erlendum fjármálamörkuðum.<sup>10</sup> Forsenda fyrir áframhaldandi hröðum vexti bankanna var greiður aðgangur að erlendu lánsfé. Á meðan hann var greiður dró úr vægi innlána í fjármögnun bankanna. Í lok árs 2003 höfðu stóru bankarnir þrír gefið út EMTN-skuldabréf að andvirði 2,6 milljarða evra,<sup>11</sup> sem samsvaraði 25% af vergri landsframleiðslu þess árs.<sup>12</sup> Á árunum 2004 til 2007 rúmlega sjöfölduðust efnahagsreikningar bankanna.

Á myndum II-9 og II-10 má sjá erlenda skuldabréfaútgáfu bankanna þriggja á árunum 2004 til 2008. Sókn bankanna á skuldabréfamarkaði í Evrópu náði hámarki árið 2005 en það ár sóttu bankarnir næstum 14 milljarða evra á erlenda skuldabréfamarkaði, sem var rúmlega öll landsframleiðsla Íslands það ár. Flest lánanna voru til 3-5 ára. Til samanburðar áætlaði Seðlabankinn að heildarkostnaður við stóriðjuframkvæmdir árið 2005 hafi numið u.þ.b. 90 ma.kr. Þar af var

10. Erlend fjármögnun innlendra banka getur verið með ýmsum hætti, t.d. i) bein erlend lánataka (bankalán), ii) útgáfa skuldabréfa á erlendum markaði, iii) söfnun innlána í erlendum útibúum, iv) fjárfesting erlendra aðila í hlutabréfum íslenskra banka og v) lánveitingar frá erlendu dótturfélagi til móðurfélags á Íslandi.

11. EMTN stendur fyrir Euro Medium Term Notes sem eru skuldabréf gefin út í evrum til meðallangs tíma samkvæmt rammasamningi.

12. Sjá t.d. skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis, 2. bindi, bls. 11.

erlendur kostnaður (innflutt fjárfestingarvara og þjónusta) talinn hafa numið 55 ma.kr.<sup>13</sup> Alls var heildarkostnaðurinn því um 1,15 milljarðar evra eða rétt rúmlega 8% af erlendri lántöku bankanna það árið.

Árið 2006 dvínaði áhugi fjárfesta í Evrópu á skuldabréfum íslensku bankanna verulega. Þá beindu bankarnir sjónum sínum að skuldabréfamörkuðum í Bandaríkjunum. Þarlendis hafði myndast eftirspurn eftir bréfum bankanna til að nota í skuldabréfavafninga. Alls sóttu bankarnir um 12 milljarða evra á erlenda fjármálamarkaði árið 2006. Sama ár náði fjárfesting í stóriðju í tengslum við álverið á Austurlandi, oft kölluð stærstu framkvæmdir Íslandssögunnar, hámarki í um 117 ma.kr.<sup>14</sup> eða 11% af erlendum lántökum bankanna árið 2006.

### Erlend innlán og skammtímalán leysa skuldabréf af hólmi

Verulega dró úr erlendri skuldabréfaútgáfu bankanna árið 2007. Á þessum tíma voru blikur á lofti á alþjóðlegum fjármálamörkuðum sem m.a. má rekja til vaxandi óróa fjárfesta vegna svokallaðra undirmáls-húsnæðislána í Bandaríkjunum. Eins hafði borið á vaxandi gagnrýni á stöðu íslensku bankanna frá erlendum greiningaraðilum á fyrri hluta árs 2006. Á mynd II-9 má sjá að samsetning erlendra skulda bankanna breyttist verulega í kjölfar þessa. Útstandandi skuldabréf drógust saman en bein erlend lántaka jókst nokkurn veginn sem því nam. Vexti bankanna á erlendri grund var hins vegar hvergi nærri lokið. Frá og með árinu 2006 reiddu bankarnir sig á erlenda skammtímafjármögnun til að fjármagna áframhaldandi vöxt, bæði í formi beinnar lántöku og innlána í erlendum útibúum bankanna.

### Stór hluti innlendra útlána bankanna nýttur til erlendar fjárfestingar

Í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis má finna ýtarlega greiningu á útlánasafni bankanna. Í rannsókninni skilgreindi nefndin fyrirtækjahópa út frá greiningu á m.a. krosseignatengslum og stórum áhættuskuldbindingum.<sup>15</sup> Þrjár stærstu hóparnir voru kenndir við eignarhaldsfélögin Baug Group hf., Exista hf. og Samson. Skuldir þessara hópa við móðurfélög bankanna þriggja náðu hámarki í lok árs 2007 í tæpum 912 ma.kr. eða 10 ma. evra eða sem samsvarar tæpum 29% af útlánnum bankanna (sjá mynd II-12). Þar af voru um 5,7 ma. evra (520 ma.kr.) skuldir Baugs Group og tengdra aðila.<sup>16</sup> Flest viðkomandi fyrirtækja voru skráð á Íslandi. Því var um að ræða lán til innlendra aðila. Hins vegar er áhugavert að skoða útlán til þessara fyrirtækjahópa í ljósi þess að þeir áttu það sammerkt að vera umsvifamiklir í fjárfestingu erlendis. Af opinberum gögnum um erlenda skuldastöðu þjóðarbúsins og niðurstöðum Rannsóknarnefndar Alþingis á starfsemi íslensku bankanna má ráða að móðurfélög margra umsvifamestu hópanna voru að mestu leyti fjármögnuð af innlendum aðilum, þ.e. bönkunum ásamt verðbréfa- og fjárfestingarsjóðum í rekstri dótturfélaga bankanna. Listi yfir kröfuhafa í þrotabú nokkurra stærstu eignarhaldsfélaganna bendir til þess að erlend dótturfyrirtæki þeirra hafi haft greiðari aðgang að er-

13. Peningamál 2006/1, bls. 38.

14. Peningamál 2007/1.

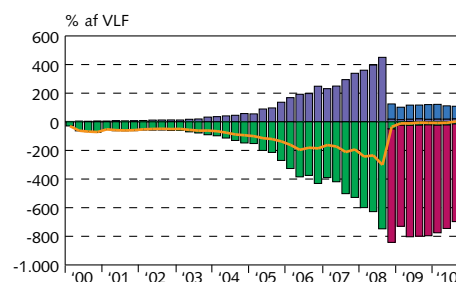
15. Rannsóknarskýrslan, 2. bindi, 8. kafli.

16. Auk þess voru skuldir viðkomandi félaga við verðbréfa- og fjárfestingarsjóði í rekstri dótturfélaga bankanna verulegar. Sjá nánar umfjöllun í 14. kafli 4. bindis Rannsóknarskýrslu Alþingis.

Mynd II-8

Erlend staða innlánsstofnana

1. ársfj. 2000 - 3. ársfj. 2010



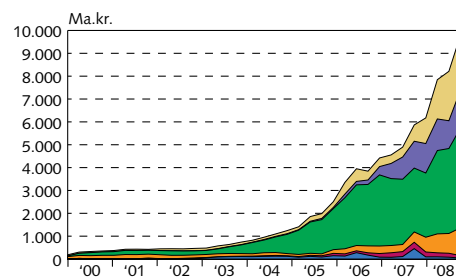
■ Eignir í slitameðferð  
■ Skuldir í slitameðferð  
■ Eignir  
■ Skuldir  
— Hrein erlend staða innlánsstofnana

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd II-9

Erlendar skuldir innlánsstofnana

1. ársfj. 2000 - 3. ársfj. 2008



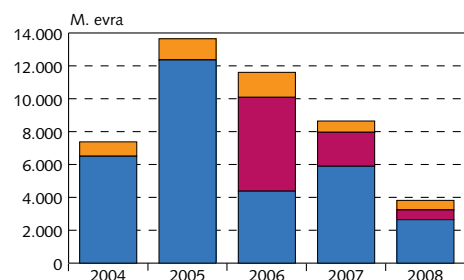
■ Peningabréf  
■ Hlutafé  
■ Langtímalán  
■ Skuldabréf  
■ Innstæður  
■ Skammtímalán

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-10

Skuldabréfaútgáfa bankanna

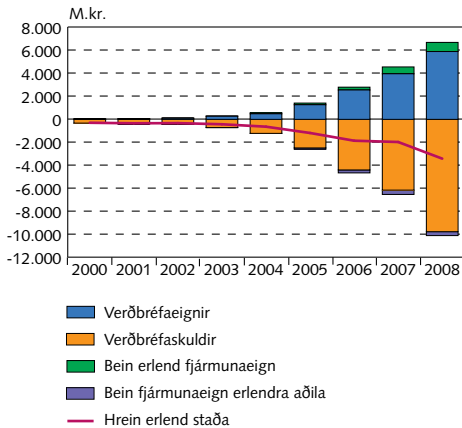
Landsbanki Íslands, Kaupþing og Giltirnir



■ EMTN¹  
■ USMTN²  
■ Annað

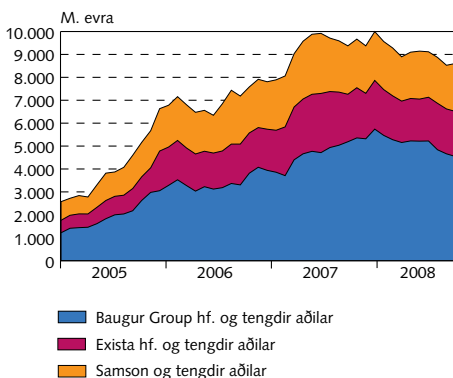
1. Evrópski skuldabréfamarkaðurinn.  
2. Bandaríski skuldabréfamarkaðurinn.  
Heimild: Rannsóknarnefnd Alþingis.

Mynd II-11  
Erlend staða innlánsstofnana  
2000-2008<sup>1</sup>



1. Tölur fyrir 2008 er staðan í lok 3. ársfjórðungs.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-12  
Heildarútlán stóru bankanna þriggja til  
stærstu fyrirtækjahópa landsins<sup>1</sup>  
Janúar 2005 - september 2008



1. Fyrirtækjahópar skilgreindir út frá greiningu Rannsóknarnefndar Alþingis á m.a. krosseignatengslum og stórum áhættuskuldbindingum.  
Heimild: Rannsóknarnefnd Alþingis.

lendu lánsfé, þar sem tekin voru veð í undirliggjandi rekstrarfélögum. Lán innlendra aðila til viðkomandi félaga voru hins vegar einkum tryggð með veði í hlutfé móðurfélaganna eða án trygginga.

Íslensku bankarnir veittu erlendum aðilum lán að nokkru leyti í gegnum erlend dótturfélög. Það hefur ekki áhrif á erlendar skuldir og eignir eða stöðu þjóðarbúsins nema að því marki sem aukin lána-starfsemi dótturfyrirtækja hækkar bókfært virði þeirra, því að hlutfé í dótturfyrirtæki telst bein fjármunaeign og er því metin á bókfærðu virði. Með sama hætti skiptir máli hvort innlán eru sótt í gegnum útibú, eins og í tilfelli Icesave-reikninga Landsbankans, eða dótturfélag, eins og í tilfelli Singer & Friedlander og FIH bankans í eigu Kaupþings. Í fyrra tilfellinu kemur vöxtur innlána fram sem aukin skuld innlánsstofnana í opinberum hagtölum, en í hinu síðara takmarkast áhrifin við áhrif starfseminnar á bókfært virði dótturfyrirtækis.

Misjafnt var eftir bönkum hversu stór hluti útlánanna var veittur í gegnum móðurfélagið. Í hálfársuppgjöri Kaupþings árið 2008 var rúmur helmingur útlána til viðskiptavina bankans á samstæðugrunni bókfærður á móðurfélagið en tæpur helmingur á dótturfélagin. Í Glitni var á sama tíma hlutfall útlána í móðurfélaginu 73% en 83% í Landsbankanum.<sup>17</sup> Í skýrslu Rannsóknarnefndarinnar kemur fram að gögn sem bærust nefndinni frá erlendum dótturfélögum bankanna, að undanskildum útibúum í Lúxemborg, bentu til þess að útlán þeirra hafi aðallega verið til erlendra aðila.

### Hlutfé í íslensku bönkunum að mestu í eigu innlendra aðila

Auk innlána og lántöku er hlutfé þriðja grunnstoð fjármögnunar banka. Úr mynd II-9 má lesa að eign erlendra fjárfesta á hlutabréfum íslensku bankanna var aðeins lítill hluti erlendar fjármögnunar þeirra. Athyglisvert er að hlutfjáreign erlendra aðila í íslensku bönkunum svo að segja hverfur rétt fyrir fall þeirra. Í lok þriðja ársfjórðungs 2007 áttu erlendir aðilar hlutfé að verðmæti 277 ma.kr. en ári síðar, í lok þriðja ársfjórðungs 2008 áttu þeir aðeins um 105 ma.kr.<sup>18</sup> Til þess að fá heildstæða mynd af hlutabréfaeign erlendra aðila í íslensku bönkunum verður einnig að taka tillit til eignarhlutar í formi beinnar erlendar fjármunaeignar. Því er nauðsynlegt að bæta við beinni fjármunaeign íslensku bankanna erlendis ásamt mótsvarandi eign erlendra aðila í íslenskum bönkum.

Í lok árs 2007 voru 594 ma.kr. eða 38% beinnar fjármunaeignar íslenskra lögaðila erlendis bundnir í fjármálastarfsemi. Stór hluti fjármunaeignar erlendra lögaðila á Íslandi var einnig í fjármálastarfsemi, alls um 376 ma.kr. eða um 37% fjármunaeignar erlendra aðila á Íslandi.<sup>19</sup> Hrein fjármunaeign í fjármálafyrirtækjum árið 2007 var því jákvæð um 218 ma.kr. Í lok þriðja ársfjórðungs 2008 hafði hrein staða beinnar fjármunaeignar fjármálafyrirtækja hækkað verulega og nam 452 ma.kr. Hækkunin skýrist að miklu leyti af gengislækkun krónunnar á tímabilinu. Ekki er sjálfgefið að íslensku bankarnir standi á bak við alla

17. Rannsóknarskýrsla Alþingis, 2. bindi, 8. kafli, bls. 93.

18. Þetta er um 62% lækkun, en á sama tímabili lækkaði markaðsvirði fjármálafyrirtækja í kauphöllinni um 51%. Hér er aðeins tekið tillit til beinnar verðbréfaeignar erlendra aðila í íslensku bönkunum, þ.e. þar sem eignarhlutur er undir 10%.

19. Í árslok 2007 voru tveir stærstu hluthafar Kaupþings banka erlend eignarhaldsfélög í eigu innlendra aðila. Verðmæti hluta þeirra í bankanum var um 214 ma.kr. í árslok 2007. Aðeins lítill hluti beinnar fjármunaeignar erlendra aðila í íslenskum fjármálafyrirtækjum var því í raun og veru í eigu erlendra fjárfesta.

fjármunaeign innlendra aðila í erlendri fjármálastarfsemi en væntanlega þorra þeirra. Að teknu tilliti til beinnar fjárfestingar má áætla að erlend staða íslensku bankanna hafi verið neikvæð um 1.993 ma.kr. (152% af landsframleiðslu) í árslok 2007 (sjá mynd II-11). Hreinar erlendar skuldir þeirra héldu áfram að hækka á árinu 2008 fram að falli þeirra. Í lok þriðja ársfjórðungs er áætlað að erlend staða fjármálageirans hafi verið neikvæð um 3.438 ma.kr. eða sem nam 233% af landsframleiðslu.

### Bankarnir áttu stærstan þátt í erlendri skuldasöfnun þjóðarbúsins

Eins og sjá má af ofangreindu er talsvert flókið mál að greina erlenda skuldastöðu þjóðarbúsins í heild. Í töflu II-1 er dregin saman niðurstaðan af útreikningum á erlendri stöðu einkageirans í lok árs 2007 að teknu tilliti til þeirra fyrirvara sem fjallað er um að ofan.

Tafla II-1 Hrein erlend staða einkageirans án lífeyrissjóða í árslok 2007

M.kr.	Eignir	Skuldir	Nettó	% af VLF
<b>Innlánsstofnanir</b>				
Verðbréf og aðrar eignir	3.962.421	-6.173.638	-2.211.217	-169
Bein fjármunaeign	593.988	-375.968	218.019	17
Alls	4.339.998	-6.549.606	-1.993.197	-152
<b>Aðrir geirar<sup>1</sup></b>				
Verðbréf og aðrar eignir	538.585	-748.188	-209.603	-16
Bein fjármunaeign	959.813,5	-639.525	320.289	24
Þar af málmbræðsla		191.656		
Alls	1.498.398	-1.387.713	110.686	8
<b>Samtals</b>				
Verðbréf og aðrar eignir	4.501.006	-6.921.826	-2.420.820	-185
Bein fjármunaeign	1.553.801	-1.015.493	538.308	41
Alls	6.054.807	-7.937.319	-1.882.512	-144

1. Lífeyrissjóðir eru ekki meðtaldir.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Með talsverðri einföldun og fyrirvara um nákvæmni skráningar verðmætis erlendra eigna og skulda þjóðarbúsins má gróft áætla að um 152% af landsframleiðslu ársins 2007 hafi verið bundin í útlánnum til innlendra aðila sem fjármögnuð voru af erlendum aðilum í gegnum íslenska bankakerfið.<sup>20</sup> Rétt fyrir fall bankanna, í lok þriðja ársfjórðungs 2008, var þessi fjárhæð komin í 233% af landsframleiðslu. Þessu lánsfé var að nokkru leyti beint til íslenskra heimila, m.a. í formi íbúðalána, og fyrirtækja í almennri atvinnustarfsemi, en stórum hluta erlends lánsfjár sem bankarnir öfluðu var veitt til innlendra aðila sem voru umsvifamiklir í erlendri fjárfestingu. Stór hluti hinnar svokölluðu „útrásar“ var fjármagnaður í gegnum íslensku bankana.

Þessi mikla útpensla efnahagsreiknings þjóðarbúsins fyrir tilstilli íslenska bankakerfisins mun leiða til þess að efnahagsreikningurinn dregst mikið saman við hrúnið. Til að byrja með kemur samdrátturinn einkum fram á eignahlíð efnahagsreikningsins þegar eignir innlendra aðila, ekki síst banka í slitameðferð, falla í verði en skuldir haldast óbreyttar í opinberum hagtölum og safna vöxtum sem ekki verða greiddir vegna þess að verðmæti eigna mun tæpast standa undir nema hluta krafna í þrotabúið. Þegar slitaferlinu lýkur verða eignirnar seldar

20. Hér er líklega frekar um ofmat að ræða fremur en vanmat vegna þess að bókfært virði fjármunaeignar hefur líklega verið nokkru lægra en markaðsvirði eigna, a.m.k. fram til ársins 2007.



og skuldir umfram virði eigna afskrifaðar. Í næsta kafla er reynt að leggja mat á hvað gæti komið út úr því ferli.

### III Áætluð áhrif uppgjöra á þrotabúum fjármálafyrirtækja og endurskipulagningar á öðrum alþjóðlegum fyrirtækjum

Fjármálahrúnið leiddi til þrenns konar óvissu um verðmæti eigna og lögmæti skuldbindinga: Í fyrsta lagi um eignir og skuldir fallinna fjármálafyrirtækja, í öðru lagi um eignir og skuldir stórra eignarhaldsfélaga sem störfuðu eða starfa á alþjóðlegum markaði og í þriðja lagi um skuldbindingu hins opinbera vegna samkomulags við hollenska og breska ríkið fyrir hönd eigenda innstæðna í þarlendum útibúum Landsbankans. Um síðasta óvissuþáttinn verður fjallað í næsta kafla, en í þessum kafla er gerð grein fyrir þrotabúum fallinna fjármálafyrirtækja og eignarhaldsfélaga í endurskipulagningu. Reynt er að áætla áhrif þess á erlenda stöðu þjóðarbúsins að erlendar og innlendar eignir gjaldþrota fjármálafyrirtækja verða að lokum gerðar upp eða seldar og andvirði þeirra ráðstafað til ýmist erlendra eða innlendra kröfuhafa, en kröfur umfram andvirði seldra eigna afskrifaðar. Jafnvel þótt skuldir þrotabúanna verði aldrei meiri en eignir geta skuldbindingar á milli innlendra og erlendra aðila orðið til í gjaldþrotaferlinu. Því er ekki nóg að skoða hreina stöðu þjóðarbúsins án fyrirtækja í slitameðferð. Til þess að áætla erlenda stöðu þjóðarbúsins þegar gjaldþrotaferlinu lýkur þarf að rýna í uppgjör þrotabúanna.

#### Meðferð þrotabúa í uppgjöri á erlendri stöðu

Samkvæmt alþjóðlegum stöðlum um uppgjör greiðslujafnaðar og erlendar stöðu þjóðarbúsins ber að telja fram eignir og skuldir ásamt tekju- og gjaldastreymi sem af þeim hlýst jafnvel þótt skuldir séu í vanskilum og skuldarinn í opinberri slitameðferð. Ástæðan er sú að skuld telst lagaleg skuldbinding skuldarans uns hún er greidd eða gerður hefur verið tvíhliða samningur um uppgjör á milli skuldara og kröfuhafa, t.d. um að skuld sé breytt í hlutafé, hún sé felld niður að hluta eða skilmálum hennar breytt að öðru leyti. Því verða eignir og skuldir innlánsstofnana í slitameðferð taldar með í opinberu uppgjöri greiðslujafnaðar og erlendar stöðu þjóðarbúsins þar til að skilanefndir hafa lokið starfi sínu og starfsemi þeirra verið lögð niður. Hins vegar er staða þeirra tilgreind sérstaklega í skýringaliðum greiðslujafnaðar og erlendar stöðu þjóðarbúsins.

Eignir munu væntanlega ekki duga fyrir öllum skuldum hinna föllnu banka og það sem út af stendur verður afskrifað. Það getur því gefið villandi mynd af skuldastöðu þjóðarbúsins og greiðslujöfnuði að blanda saman stöðu aðila í slitameðferð og hinna sem eru í fullum rekstri og reikna með áfallna vexti af eignum og skuldum þessara fyrirtækja. Hinir áföllnu vextir endurspeglar ekki raunverulegt útlæði gjalds eyris enda verða þeir væntanlega ekki greiddir nema að litlum hluta. Við þess háttar greiningu er eðlilegt að víkja frá hefðbundinni framsetningu hagtalna, varðandi mat á bæði erlendri stöðu þjóðarbúsins og greiðslujöfnuði.

## Eignir og skuldir fallinna fjármálafyrirtækja

Kröfuhafar föllnu bankanna hafa lýst kröfum sínum í þrotabú þeirra. Enn hefur ekki verið skorið úr fjölda ágreiningsmála varðandi lögmæti krafanna og því ríkir töluverð óvissa um hvernig þær skiptast á milli innlendra og erlendra aðila. Í sumum tilvikum munu dómstólar úrskurða um lögmæti þeirra. Hve mikið þeir sem teljast eiga lögmæta kröfu í búið fá greitt upp í kröfur ræðst af því hve mikið fæst fyrir eignir þrotabúanna þegar þær hafa verið gerðar upp eða seldar. Áætlað er að meirihluti kröfuhafa í þrotabúin séu erlendir lögaðilar, en innlendir aðilar eiga einnig kröfur á gömlu bankana. Stærsti hluti eigna gömlu bankanna eru erlendar eignir, en þeir eiga einnig innlendar eignir, þ.á m. kröfur á nýju bankana og eru þær kröfur ein af helstu innlendu eignum gömlu bankanna sem að endingu renna til kröfuhafa. Mikil óvissa ríkir enn um verðmæti eigna, skiptingu krafna og tímasetningu endanlegs uppgjors. Þær tölur sem hér verða birtar verður því að taka með miklum fyrirvara.

## Stofnun nýrra banka

Með setningu laga nr. 125/2008, í október 2008, svokallaðra neyðarlaga, fékk Fjármálaeftirlitið (FME) viðtækar lagaheimildir til að grípa inn í starfsemi fjármálafyrirtækja við sérstakar aðstæður. Skömmu síðar tók Fjármálaeftirlitið yfir stjórn þriggja stærstu banka landsins og setti yfir þá skilanefndir. Til að tryggja bankastarfsemi í landinu voru stofnaðir þrjár nýir bankar í eigu ríkisins á rústum þeirra gömlu. Almennar innstæður innlendra aðila í föllnu bönkunum voru færðar yfir í hina nýju banka. Samkvæmt 6. gr. neyðarlaganna var innstæðum veittur forgangur umfram almennar kröfur í þrotabú innlánsstofnana. Á grundvelli þessarar greinar ásamt 4. mgr. 5 gr. laganna voru innlendar eignir föllnu bankanna fluttar yfir í nýju bankana til að mæta þeim innstæðuskuldbindingum sem viðkomandi stofnanir tóku yfir. Almenna reglan var að innlendar eignir bankanna (þ.m.t. fasteignir og kröfur á innlenda aðila) voru fluttar yfir í nýju bankana. Verðmat yfirfærðra eigna var byggt á mati hlutlauss þriðja aðila. Megindrættir uppgjors milli nýju og föllnu bankanna eru sýndir í töflu III-1.

Tafla III-1 Lykiltölur um efnahag nýju bankanna 31/12/2008<sup>1</sup>

Ma.kr.	Arion banki	Íslandsbanki	NBI	Samtals
Heildareignir við stofnun	452	630	932	2.014
Heildareignir 31/12/2008	641	658	1.029	2.328
Heildarhlutafé 31/12/2008	77	67	143	287
Hlutfjárframlag ríkis	33,3	28,3	121	182,6
Þar af víkjandi lán frá ríki	24	25	0	49
Uppgjör milli gamla og nýja bankans				
Skuld nýja bankans við gamla	0	0	305	305
Eignarhlutur gamla bankans í nýja (%)	87	95	19	

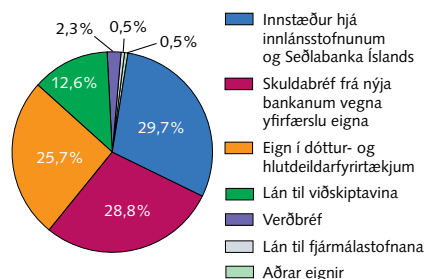
1. NBI hf. var stofnaður 7. október 2008, Íslandsbanki hf. 15. október 2008 og Arion banki hf. 18. október 2008.  
Heimildir: Fjármálaráðuneytið, ársreikningar 2008 fyrir Arion banka, Íslandabanka og NBI.

## Uppgjör vegna yfirfærðra eigna

Mismunur á verðmæti eigna og skulda sem fluttar voru frá Glitni yfir í Íslandsbanka og Kaupþingi yfir í Arion banka var greiddur með eignarhlut í nýju bönkunum, Íslandsbanka og Arion banka. Í tilfalli Lands-



Mynd III-1  
Skipting innlendra eigna gömlu bankanna  
30. júní 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

bankans var hins vegar um að ræða uppgjör í formi skuldabréfs og aðkomu að eignarhaldi. Uppgjöri NBI hf. við Landsbanka Íslands hf. vegna flutnings á eignum gamla bankans, umfram skuldir, til hins nýja lauk 15. desember 2009. Það var tvíþætt. Í fyrsta lagi voru gefin út skuldabréf<sup>21</sup> í eftirfarandi gjaldmiðlum:

- Evrur: 871 milljón (EURIBOR + 1,75/2,90)
- Sterlingspund: 275 milljónir (LIBOR + 1,75/2,90)
- Bandaríkjadalir: 734 milljónir (LIBOR + 1,75/2,90)

Í uppgjöri NBI hf. fyrir fyrstu sex mánuði 2010 var bókfærð skuld vegna ofangreindra skuldabréfa 290 ma.kr. Einnig var samið um mögulega útgáfu skilyrta (e. contingent) skuldabréfs. Verðmæti þess fer eftir heildarverðmæti tiltekinna eigna sem fluttar voru í nýja bankann 7. október 2008.<sup>22</sup> Í uppgjöri fyrir fyrstu sex mánuði 2010 var bókfærð skuld NBI hf. vegna skilyrta bréfsins um 18 ma.kr. Bankasýsla ríkisins fer með 81,3% eignarhlut í NBI hf. fyrir hönd ríkissjóðs en Landsbanki Íslands hf. á 18,7% hlut í bankanum. Skráð eigið fé bankans í lok fyrstu sex mánaða 2010 var tæpir 167 ma.kr. Því má varfærnislega áætla að verðmæti eignarhlutar gamla Landsbankans í þeim nýja nemi u.þ.b. 31 ma.kr. Hins vegar rennur hlutur gamla Landsbankans í NBI til ríkissjóðs komi til útgáfu skilyrta skuldabréfsins. Alls má áætla að virði skuldabréfa NBI hf. til þrotabús Landsbanka Íslands ásamt eignarhlut þrotabúsins í NBI hf. nemi u.þ.b. 335 ma.kr. Þessi fjárhæð ásamt öðrum innlendum eignum föllnu bankanna munu ganga upp í uppgjör erlendra og innlendra kröfuhafa á endanum.

### Innlendar eignir og skipting krafna föllnu bankanna

Eins og rakið var hér að ofan var meginreglan sú að innlendar eignir gömlu bankanna skyldi flytja yfir í nýju bankana á móti innstæðum. Af ýmsum orsökum varð þó talsvert af kröfum á innlenda aðila eftir í föllnu bönkunum. Í flestum tilfellum var um að ræða eignir sem höfðu verið veðsettar sérstaklega eða voru tengdar bæði innlendum og erlendum aðilum. Einnig var um að ræða afleiðusamninga sem í mörgum tilfellum ríkir ágreiningur um eftir að skipulagður gjaldeyrismarkaðar með íslensku krónuna stöðvaðist tímabundið eftir fall bankanna.

Við uppgjör á þrotabúum föllnu bankanna munu allar eignir þrotabúanna ganga upp í greiðslur til réttmætra kröfuhafa í samræmi við lög. Meginhluti krafna í föllnu bankana þrjá eru kröfur erlendra aðila. Innlendar aðilar eiga þó einnig kröfur í þrotabúin, þ.á m. lífeyrisjóðir, verðbréfa- og fjárfestingarsjóðir, ríkissjóður og Seðlabankinn. Þótt minnihluti krafna séu innlendar eru þær nokkuð hátt hlutfall af landsframleiðslu. Endanlegur listi yfir samþykktar kröfur í þrotabúin

21. Þessi skuldabréf eru á gjalddaga seinni hluta árs 2010 og eru bréfin án afborgana af höfuðstól fyrstu fimm árin. Fyrstu fimm árin er vaxtaálag á grunnvexti 1,75% en síðustu fimm árin hækkar álagið í 2,9%. Eigendur skuldabréfanna gátu farið fram á það við útgefanda að bréfin verði skráð í kauphöll eftir mitt ár 2010.

22. Virði umræddra eigna verður endurmetið í árslok 2012 og mun skuldabréfið taka mið af því endurmati en heildarupphæð skilyrta skuldabréfsins verður aldrei hærrí en 92 ma.kr. Komi til útgáfu bréfsins mun eignarhlutur ríkissjóðs í NBI hf. aukast samsvarandi. Bréfið mun bera breytilega vexti með ársfjórðungslegum afborgunum frá og með árinu 2014 og gefið út í evrum miðað við skráð gengi í lok árs 2012. Alls munu 85% af mögulegu umframvirði eignasafnsins mynda höfuðstól skuldabréfsins, en 15% skulu falla í skaut NBI hf.

liggur ekki fyrir og ríkir enn óvissa um endanlega skiptingu milli innlendra og erlendra eigenda krafna í eignir gömlu bankanna.

Í töflu III-2 er yfirlit yfir áætlaðar innlendar eignir Landsbanka Íslands, Glitnis, Kaupþings og Straums. Verðmæti fyrrgreindra eigna er áætlað út frá skýrslum bankanna til Seðlabankans og kröfuhafa, upplýsingum um innstæður í innlendum bönkum og Seðlabanka og uppgjörum nýju bankanna. Þessum eignum, sem metnar eru á 1.110 ma.kr., verður ásamt erlendum eignum, sem eru metnar á 1.780 ma.kr., skipt á milli endanlegra kröfuhafa þrotabúanna.

Tafla III-2 Áætlaðar innlendar eignir föllnu bankanna 30. júní 2010

	Ma.kr.
Innstæður í krónum	55
Innstæður í erlendum gjaldeyri hjá innlánsstofnunum	80
Innstæður í erlendum gjaldeyri hjá Seðlabanka Íslands	195
Lán til viðskiptavina	140
Lán til fjármálastofnana	5
Skuldabréf frá nýja bankanum vegna yfirfærslu eigna	320
Verðbréf	25
Eign í dóttur- og hlutdeildarfyriertækjum	285
Aðrar eignir	5
Alls	1.110

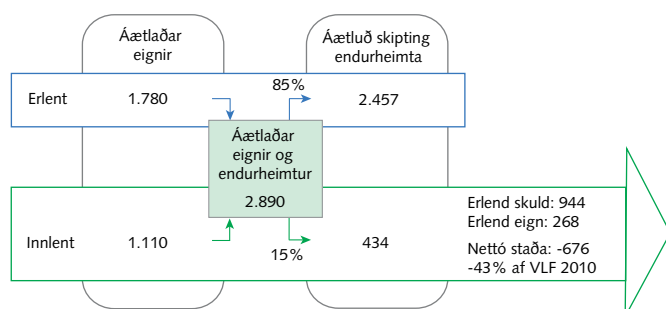
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Skipting krafna er nokkuð breytileg eftir bönkum. Í þessari greiningu er til einföldunar litið svo á að allir kröfuhafar Landsbanka Íslands séu erlendir. Þannig er litið fram hjá því að Tryggingarsjóður innstæðueiganda er innlendir aðili með kröfur í þrotabú Landsbankans heldur horft til endanlegrar ráðstöfunar seldra eigna. Áætlað er að kröfur Landsbanka Íslands, Glitnis, Kaupþings og Straums skiptist þannig að 15% séu kröfur innlendra aðila en 85% kröfur erlendra aðila, en eins og tekið hefur verið fram ríkir enn töluverð lagaleg óvissa um skiptingu krafna. Miðað við ofangreint má áætla að innlendar eignir að andvirði 1.110 ma.kr. og erlendar eignir að andvirði 1.780 ma.kr., samtals 2.890 ma.kr., skiptist þannig að 434 ma.kr. komi í hlut innlendra aðila og 2.456 ma.kr. í hlut erlendra aðila.

Hver hrein skuld innlendra aðila við erlenda aðila verður, þegar uppgjörferlinu lýkur, er ekki auðsvarað. Ein leið til að nálgast þá tölu er

Mynd III-2

Áætluð áhrif Glitnis, Kaupþings, Landsbankans og Straums á stöðu þjóðarbúsins



Fjárhæðir í milljörðum íslenskra króna.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

að skoða hver niðurstaðan yrði ef núverandi innlendum og erlendum eignum væri einfaldlega skipt á milli innlendra og erlendra kröfuhafa miðað við ofangreinda skiptingu. Þannig myndu 944 ma.kr. af innlendum eignum renna til erlendra aðila og mynda erlenda skuld. Á móti myndu 268 ma.kr. af erlendum eignum renna til innlendra aðila og mynda erlenda eign. Niðurstaðan er hrein skuld að fjárhæð 676 ma.kr. eða sem nemur 43% af vergri landsframleiðslu ársins 2010, þ.e.a.s. að hún verði svipuð og árið 2002, áður en ævintýrið mikla hófst fyrir alvöru. Þessi greining er byggð á mati skilanefnda föllnu bankanna, en við gagnaöflun kom fram að mikil óvissa ríkir um endanlegar endurheimtur. Ef endurheimtur verða ekki í samræmi við matið getur staðan breyst umtalsvert. Því er eðlilegt að gera ráð fyrir að töluvert frávik geti orðið. Hér er gert ráð fyrir frávikum sem samsvarar 5% af landsframleiðslu til hvorrar áttar. Nær hinu sanna verður vart komist að sinni.

### Smærri fjármálafyrirtæki

Hér að ofan er greind staðan sem áætlað er að verði til vegna gömlu viðskiptabankanna, Glitnis, Kaupþings og Landsbankans, auk Straums. Í framhaldi af falli þeirra hafa smærri fjármálafyrirtæki fallið: SPRON, Sparisjóðabankinn, Sparisjóðurinn í Keflavík og Byr sparisjóður. Verðmæti eigna þessara aðila var mun minna og að miklu leyti innlendar eignir. Mikið af eignum hafði verið veðsett og gengur því beint upp í kröfur eða innstæðuskuldbindingar eins og hjá viðskiptabönkunum. Áætlað er að hrein áhrif þessara smærri fjármálafyrirtækja á erlenda stöðu verði ekki meiri en 4% af landsframleiðslu, en kröfufarlið er skemmra á veg komið en hjá föllnu viðskiptabönkunum.

### Skuldir og eignir fyrirtækja sem starfa á alþjóðlegum vettvangi

Auk fjármálafyrirtækja er rekstur ýmissa annarra fyrirtækja í uppnámi eftir hrun fjármálakerfisins. Hér er að töluverðu leyti um að ræða eignarhaldsfélög,<sup>23</sup> sem m.a. áttu stóra hluti í hinum föllnu bönkum. Sakir stærðar þeirra mætti ætla að uppgjör þrotabúa innlendra eignarhaldsfélaga geti haft töluverð áhrif á erlenda stöðu þjóðarbúsins.

Á árunum fyrir hrun fjárfestu innlendir aðilar, einkum eignarhaldsfélög, gríðarmikið erlendis. Frá upphafi árs 2003 og fram að hrúni jókst bein fjármunaeign innlendra eignarhaldsfélaga úr 102 ma.kr. í 2.242 ma.kr. Þar af nam aukning eigins fjár um 2.073 ma.kr. Lánakröfur á erlend dótturfélög hækkuðu hins vegar einungis um 67 ma.kr. á tímabilinu. Mörg fyrirtæki í alþjóðlegri starfsemi urðu fyrir miklu áfalli við hrúnið. Fjármunaeign innlendra aðila í erlendum félögum lækkaði því ört eða um 1.495 ma.kr. og stóð í 748 ma.kr. við lok annars ársfjórðungs ársins 2010. Þar af lækkaði eigið fé um 1.653 ma.kr. en lánakröfur á erlend dótturfélög hækkuðu um 158 ma.kr.

Eins og fjallað er um í kafla II hér á undan voru eignarhaldsfélög in að miklu leyti fjármögnuð af innlendum lánastofnunum. Eignastaða þeirra sjálfra gagnvart útlöndum var því jákvæð fram að hrúni. Við lok þriðja ársfjórðungs 2008 námu erlendar eignir innlendra eignarhalds-

23. Starfsemi eignarhaldsfélaga felst í að eiga hlutafé í öðrum fyrirtækjum án þess að þau sjálf framleiði eða bjóði þjónustu að nokkru marki. Eignarhaldsfélög sem teljast til þessarar greinar veita fyrirtækjum sem þau eru með hlutdeild í ekki neina aðra þjónustu.

félaga sem teljast bein fjárfesting 927 ma.kr. en erlendar skuldir aðeins 184 ma.kr.

Eignarýrnunin kemur þegar fram í opinberum tölum að töluverðu leyti. Samkvæmt upplýsingum sem lágu fyrir við síðasta uppgjör beinnar erlendar fjárfestingar námu erlendar eignir innlendra eignarhaldsfélaga 136 ma.kr. í lok árs 2009. Mismunurinn er aðallega vegna sölu þrotabúanna á erlendum félögum, en einnig hafa allmörg erlend félög verið tekin yfir af innlendum eða erlendum kröfuhöfum. Algengt er að við yfirtöku sé virði þeirra metið mun lægra en við fyrri uppgjör beinnar erlendra fjárfestingar. Mörg erlend félög sem voru í eigu innlendra eignarhaldsfélaga hafa orðið gjaldþrota.

Tafla III-3 Erlendar eignir og skuldir eignarhaldsfélaga

Ma.kr.	3. ársfj. 2008	4. ársfj. 2009	Mismunur
Eignir (bókfært eigið fé)	822	1	-821
Eignir (lán til erlendra dótturfélaga)	105	135	30
Eignir samtals	927	136	-791
% af heildarfjármunaeign	41	12	.
Skuldir, lán frá erl. dótturfélögum	58	4	-54
Skuldir, önnur lán	126	94	-32
Skuldir samtals	184	98	-86
% af heildarfjármunaskuld	13	9	.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Bein fjármunaeign erlendra aðila á Íslandi hefur einnig rýrnað

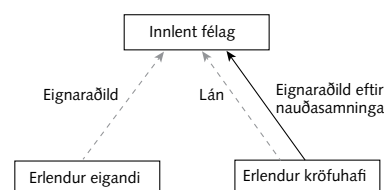
Eftir fjármálahrunið hefur eigið fé erlendra aðila í innlendum félögum lækkað um rúma 700 ma.kr. en lánkröfur þeirra á innlend félög hafa hins vegar hækkað um 236 ma.kr. Bein fjármunaeign erlendra aðila hefur því lækkað um rúma 470 ma.kr. og nam 970 ma.kr. við lok annars ársfjórðungs 2010. Allmörg innlend fyrirtæki með erlenda eignaraðild hafa orðið gjaldþrota og önnur verið rekin með tapi eftir hrun, en hvort tveggja leiðir til lækkunar á eigin fé. Hækkun lánakrafna má helst rekja til þess að þær eru í mörgum tilfellum skráðar í erlendri mynt og því háðar gengissveiflum. Lækkun á gengi krónunnar hefur því haft mikil áhrif til hækkunar á lánum sem innlend félög skulda erlendum móðurfélögum sínum.

### Eignarhaldsfélög – nauðasamningar eða slitameðferð

Áhrif þrotabúa eignarhaldsfélaga á erlenda stöðu þjóðarbúsins ráðast af samningum við kröfuhafa félaganna. Í stað formlegs gjaldþrots og slitum á félagi, þar sem allar eignir eru seldar upp í kröfur, kann að nást samkomulag við kröfuhafa um nauðasamninga. Í þeim felst að efnahagur félagsins er endurskipulagður þannig að eftir standi rekstrarhæft félag. Áhrif þessa ferlis á erlenda stöðu þjóðarbúsins ráðast af því hvernig eignarhaldi var háttað þegar farið var fram á nauðasamninga, þ.á.m. skiptingu krafna á milli innlendra og erlendra kröfuhafa. Þegar innlent félag í eigu innlendra aðila er tekið yfir af erlendum kröfuhafa kemur það til hækkunar á fjárfestingu erlendra aðila á Íslandi í formi eigin fjár. Á móti lækka skuldir þjóðarbúsins sem nemur þeim skuldum sem felldar voru niður við yfirtökuna. Hafi bæði eigendur og kröfuhafar hins vegar verið erlendir aðilar getur yfirtaka erlendra kröfuhafa

Mynd III-3

Dæmi um áhrif nauðasamninga á erlenda stöðu þjóðarbúsins<sup>1</sup>



1. Gráa brotalínurnar sýna stöðuna fyrir gjaldþrot en svarta eftir nauðasamninga.

á félaginu haft jákvæð áhrif á erlenda stöðu þjóðarbúsins sem nemur niðurfelldum lánaskuldum.<sup>24</sup>

Áhrif endurskipulagningar á fjármögnun eignarhaldsfélaga á erlenda stöðu þjóðarbúsins ráðast einnig af samsetningu eignasafns félags þegar farið var fram á nauðasamninga og hvort eignirnar endi hjá innlendum eða erlendum aðila. Lendi þær í höndum innlendra aðila hefur það engin áhrif á erlenda stöðu þjóðarbúsins að erlend eign fær-ist frá einum innlendum aðila til annars. Færast eignarhald hins vegar til erlends aðila telst eignin ekki lengur til eigna þjóðarbúsins.

Sé nauðasamningaleiðin ekki farin er það hlutverk skiptastjóra að selja eignir félagsins og skipta andvirðinu milli kröfuhafa eftir gildandi reglum. Áhrif þeirrar eignasölu á erlenda stöðu þjóðarbúsins fer eftir því hvort innlendir eða erlendir aðilar kaupa eignir félagsins eins og rakið er hér að ofan. Þegar kröfur hafa verið greiddar út verður félaginu slitið og eftirstandandi skuldir falla niður. Hafi kröfuhafar verið erlendir lækka erlendar skuldir þjóðarbúsins sem nemur niðurfelldum skuldum en hafi þeir verið innlendir hefur það engin áhrif á erlenda stöðu.

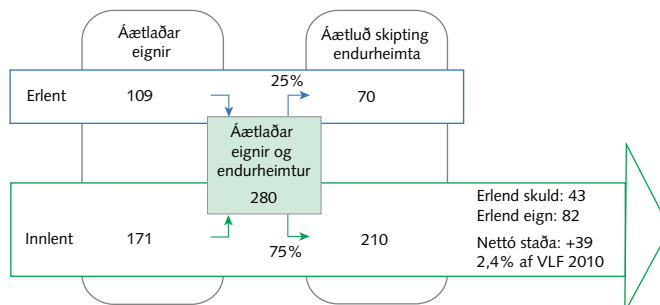
### Afdrif eigna eignarhaldsfélaga í slitameðferð

Eins og í tilfelli fjármálafyrirtækja í slitameðferð ríkir enn óvissa um verðmæti eigna, skiptingu krafna og tímasetningu endanlegs uppgjör- s þrotabúa margra eignarhaldsfélaga. Línur eru þó farnar að skýrast um afdrif einstakra eignarhaldsfélaga sem höfðu mikil umsvif fyrir hrún. Líklega verða flestar eignir seldar og andvirðið greitt kröfuhöfum þegar til endanlegs uppgjör- s kemur. Sem fyrr ráðast áhrifin á erlenda stöðu þjóðarbúsins af skiptingu krafna á milli innlendra og erlendra aðila.

Samkvæmt athugun sem gerð var hjá þrotabúum eignarhalds- félaga eiga innlendir aðilar um 75% krafanna en erlendir um 25%, eins og kemur fram á mynd III-4.<sup>25</sup> Hluti af innlendum endurheimtum eignarhaldsfélaga mun á endanum renna til innlánsstofnana í slitameð- ferð og verður ráðstafað þaðan til erlendra kröfuhafa eins og kemur fram í mynd III-2.

Mynd III-4

Áætluð áhrif eignarhaldsfélaga í slitameðferð á stöðu þjóðarbúsins



Upphæðir í milljörðum íslenskra króna.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

- Eignarhald á undirliggjandi innlendu félagi er færð frá einum erlendum aðila til annars en lánaskuld afskrifuð.
- Úttekt unnin af upplýsingarviði Seðlabankans. Alls fengust svör frá þrotabúum 10 eignarhaldsfélaga, samanlagðar erlendar eignir þeirra í lok þriðja ársfjórðungs 2008 námu tæpum 700 ma.kr. eða um 85% af erlendum eignum allra innlendra eignarhaldsfélaga.

## IV Þáttur hins opinbera í erlendu skuldastöðunni

Efnahags- og rekstrarreikningur hins opinbera varð fyrir miklu áfalli við fall fjármálakerfisins og krónunnar. Ætla má að tap opinberra aðila, annarra en opinberra fyrirtækja, hafi numið tæpum 60% af landsframleiðslu fyrsta árið eftir hrun fjármálakerfisins.<sup>26</sup> Rekstrarafkoman versnaði í kjölfarið um allt að 12% af landsframleiðslu. Þá er miðað við rekstur við hámark uppsveiflunnar niður í botn krepunnar. Sé hins vegar tekið tillit til þeirra auknu tekna sem undangengin uppsveifla skilaði hinu opinbera, sem að nokkru leyti var varið til þess að greiða niður skuldir, má áætla að hreint tap þegar ár var liðið frá fjármála-hruninu nemi rúmlega 30% af landsframleiðslu og að rekstrarafkoma hafi versnað um 5% af landsframleiðslu. Aðeins lítt hluti þessa taps hefur bein áhrif á erlenda stöðu hins opinbera. Hins vegar aukast vergar erlendar skuldir hins opinbera og Seðlabankans verulega vegna lántöku til þess að auka gjaldeyrisforðann. Það leiðir til aukins vaxta-kostnaðar, þótt eignir komi á móti skuldum, vegna þess að eignirnar bera lægri vexti en skuldirnar.

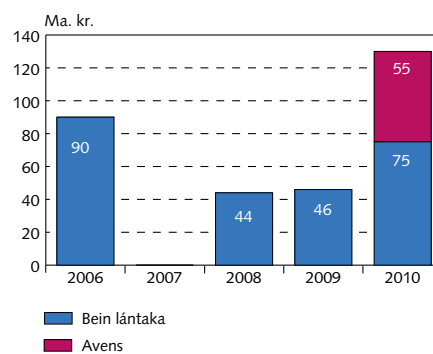
Tekist hefur að fjármagna hallarekstur á innlendum skuldabréfa-markaði og er gert ráð fyrir að svo verði áfram. Gjaldyrishöft hafa leitt til þess að hingað til hefur ekki þurft að taka erlend lán vegna þess kostnaðar sem fallið hefur á hið opinbera vegna efnahagshrunsins og ekki mun þurfa að leita á erlendan lánsfjármarkað á næstu árum, þótt ekki sé ólíklegt að það verði gert.

### Stækkun gjaldeyrisforðans helsta ástæða erlendar lántöku

Stærstu einstöku erlendu lántökurnar frá seinni hluta árs 2010 tengjast stækkun gjaldeyrisforðans og koma bæði ríkissjóður og Seðlabanki að þeim. Á móti gjaldyrislánum koma jafnmiklar erlendar eignir. Lántakan hefur því ekki áhrif á hreina stöðu nema að því marki sem neikvæður vaxtamunur bætir við skuldirnar eða forðinn er notaður til þess að fjármagna viðskiptahalla.

Ekki er um aðrar beinar erlendar lántökur að ræða en nokkur óvissa um verðmæti hugsanlegrar ríkisábyrgðar vegna Icesave-samninga er enn til staðar þótt ljóst sé að byrði ríkissjóðs vegna hennar verður aðeins brot af því sem upphaflega var talið. Icesave-ábyrgðin er ekki talin með í opinberum tölum vegna þess að enn hefur ekki verið undirritaður samningur milli þeirra ríkja sem í hlut eiga. Ef samningar nást munu kröfur hollenska og breska ríkisins færast til Tryggingarsjóðsins sem viðurkennir kröfurnar sem skuld með bakábyrgð Ríkissjóðs Íslands. Þessi skuld Tryggingarsjóðsins næmi tæplega helmingi af landsframleiðslu Íslands á einu ári. Á móti þeirri skuld er krafa í þrotabú Landsbankans sem talið er að muni nægja til að greiða 91% af höfuðstól skuldarinnar við Hollendinga og Breta. Þar sem þessi krafa er á hendur skilanevnd Landsbankans sem er innlendir aðili kemur hún ekki inn í tölur um erlenda stöðu þjóðarbúsins fyrir en gjaldþrot bankans verður gert upp. Í opinberum tölum yfir skuldir ríkissjóðs mun

Mynd IV-1  
Lántökur ríkissjóðs 2006-2010<sup>1</sup>



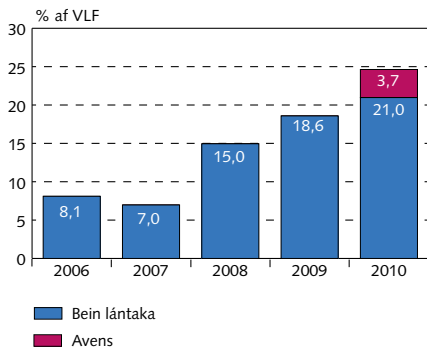
1. Á gengi þess tíma þegar lán var tekið.  
Heimild: Fjármálaráðuneytið.

26. Um áhrif hrunsins á opinber fjármál er fjallað í óbirtri grein Arnórs Sighvatssonar og Gunnars Gunnarssonar, „Iceland's financial disaster and its fiscal impact“, í bókinni *Managing Risk in the Financial System*, Edward Elgar, væntanleg 2011.



Mynd IV-2

Uppsöfnuð lántaka ríkissjóðs tengd gjaldeyrisforða<sup>1</sup>

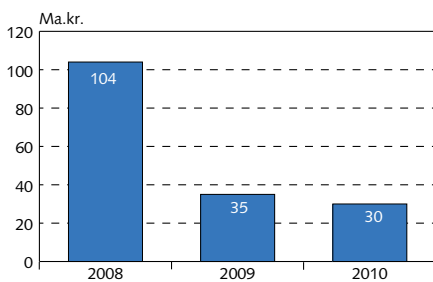


1. Á gengi hvers árs.

Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3

Langtímalántökur Seðlabanka Íslands<sup>1</sup>



1. Á gengi þess tíma þegar lán var tekið.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

verða fært til skuldar áætlað núvirði kostnaðar ríkissjóðs af veitingu ábyrgðar á þessari skuld í samræmi við alþjóðlega staðla.

### Lántaka ríkissjóðs til stækkunar gjaldeyrisforða nemur 25% af VLF

Hlutfall vergra erlendra skulda ríkissjóðs fór lægst niður í 14% af landsframleiðslu árið 2005. Skuldir ríkissjóðs tóku að aukast á ný tveimur árum fyrir fall bankanna og má tengja það aðdraganda fjármálakreppunnar. Áætlað er að heildarlántaka ríkissjóðs vegna stækkunar gjaldeyrisforða hafi í lok október sl. numið 25% af landsframleiðslu ársins 2009. Enn standa ríkissjóði til boða lánalínur samkvæmt tvíhliða samningum að andvirði 750 milljóna evra. Ef dregið verður á þær lánalínur að fullu mun lántakan hækka upp í 31% af landsframleiðslu.

Efasemdir um getu Seðlabanka Íslands til að rækja skyldu sína sem lánveitandi til þrautavara ágerðust snemma árs 2006. Til þess að auka traust á fjármálakerfinu ákváðu stjórnvöld að efna til útgáfu skuldabréfa á alþjóðlegum markaði síðar sama ár til þess að stækka gjaldeyrisforðann. Nam lánsupphæðin einum milljarði evra og fengust lánin á afar hagstæðum kjörum. Engin ný erlend lán voru tekin árið 2007, en í september 2008 var 300 milljóna evra erlent lán tekið til að styrkja gjaldeyrisforðann enn frekar.

Á árinu 2009 var erlendra lántöku til að styrkja gjaldeyrisforðann haldið áfram, en nú í tengslum við efnahagsáætlun stjórnvalda og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Ný erlend lántaka ríkissjóðs samkvæmt tvíhliða samningum við Færeyjar og Norðurlönd önnur en Noreg<sup>27</sup> nam á árinu 250 milljónum evra. Aftur voru tekin lán samkvæmt tvíhliða samningum í júní 2010. Rúmar 50 milljónir evra frá Póllandi og 430 milljónir evra frá Norðurlöndum öðrum en Noregi, samtals 75 ma.kr.

Auk lántöku í því skyni að stækka gjaldeyrisforðann hefur það nokkur áhrif á skuldastöðuna að fyrir milligöngu Seðlabanka Íslands voru krónueignir stærsta einstaka eiganda krónueigna utan Íslands, Avens B.V., sem Seðlabankinn í Lúxemborg hafði tekið að veði, keyptar og seldar innlendum aðilum. Eignir Avens B.V. samanstóðu að miklu leyti af ríkisskuldabréfum og öðrum eignum með ríkisábyrgð. Með viðskiptunum fékk Seðlabankinn full yfirráð yfir þessum krónueignum. Þær voru metnar á 120 ma.kr. eða sem samsvarar fjórðungi allra krónueigna erlendra aðila. Kaupverðið greiddi Seðlabankinn með 402 milljóna evra skuldabréfi, 64 ma.kr. á gengi þess tíma, útgefnu af ríkissjóði til 15 ára auk 11 ma.kr. í reiðufé. Hrein erlend skuld lækkar því úr 120 ma.kr. krónuskuld í 64 ma.kr. evruskuld. Krónuskuldin var samsett af krónuinnstæðum, skuldabréfum Íbúðalánasjóðs og ríkisskuldabréfum. Vergar erlendar skuldir ríkissjóðs hækka úr 9 ma.kr. krónuskuld í 64 ma.kr. evruskuld við skuldbreytinguna. Skuldabréf Íbúðalánasjóðs voru áframseld lífeyrissjóðunum á 88 ma.kr. sem greiddu fyrir með evrum og rann söluandvirðið til stækkunar á gjaldeyrisforða. Gjaldreyrisstaðan batnaði þannig um 82 ma.kr. í evrum við kaup og sölu á krónueignum. Ef frá því er dregin verg erlend skuld sem nemur 64 ma.kr. í evrum, batnar hrein erlend staða ríkissjóðs og Seðlabanka um 18 ma.kr.

27. Lán frá Noregi eru frá Seðlabanka Noregs til Seðlabanka Íslands.



Tafla IV-1 Langtímalán tekin til stækkunar gjaldeyrisforða

Lán frá	Lántaki	Tekið	Endur- skoðun	Erlend fjárhæð	Innlend fjár- hæð ma.kr. <sup>1</sup>
Á markaði	Ríkissjóður	Sep. '06	Óháð	1000 m.EUR	154
Á markaði	Ríkissjóður	Sep. '08	Óháð	300 m.EUR	46
AGS	Seðlabankinn	Des. '08	Upphafsg.	827 m.USD	96
Færeyjar	Ríkissjóður	Mar. '09	Óháð	300 m.DKK	6
AGS	Seðlabankinn	Okt. '09	1. endursk.	155 m.USD	18
Norðurlönd <sup>2</sup>	Ríkissjóður	Des. '09	1. endursk.	220 m.EUR	34
Noregur	Seðlabankinn	Des. '09	1. endursk.	80 m.EUR	12
AGS	Seðlabankinn	Apr. '10	2. endursk.	155 m.USD	18
Á markaði	Ríkissjóður	Jún. '10	Óháð	402 m.EUR	62
Pólland	Ríkissjóður	Jún. '10	2. endursk.	50 m.EUR	8
Norðurlönd <sup>2</sup>	Ríkissjóður	Jún. '10	2. endursk.	430 m.EUR	66
Noregur	Seðlabankinn	Jún. '10	2. endursk.	160 m.EUR	25
AGS	Seðlabankinn	Des. '10	3. endursk.	155 m.USD	18

1. Á dagslokagengi 30. desember 2010.

2. Danmörk, Svíþjóð og Finnland.

Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Seðlabanki Íslands.

### Lántaka Seðlabankans til stækkunar gjaldeyrisforða nemur 13% af landsframleiðslu

Í lok ágúst sl. nam lántaka Seðlabankans til stækkunar gjaldeyrisforða alls 13% af landsframleiðslu ársins 2009, en hún hófst á fjórða ársfjórðungi 2008. Þá voru tekin erlend lán að andvirði 1.550 milljónir evra. Að nokkru leyti var um skammtímaskuldir að ræða í formi ádráttar á gjaldmiðlaskiptasamninga við Noreg, Danmörku og Svíþjóð. Sá ádráttur gekk strax til baka í ársbyrjun 2009. Lán til lengri tíma frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum að upphæð 827 milljónir Bandaríkjadala var tekið í desember 2008.

Fyrstu endurskoðun efnahagsáætlunar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og stjórnvalda lauk ekki fyrr en í október 2009 og fékkst þá nýtt langtímalán frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum að andvirði 155 milljónir Bandaríkjadala. Þessu samhliða var dregið á lánalínu árið 2009 samkvæmt tvíhliða samningi við Noreg að fjárhæð 80 milljónir evra.

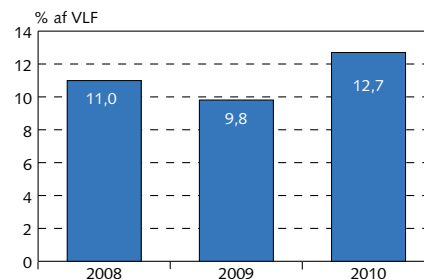
Á fyrri helmingi ársins 2010 voru tekin langtímalán að fjárhæð 155 milljónir Bandaríkjadala frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og 160 milljónir evra frá Noregi eftir að annarri endurskoðun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins lauk á vormánuðum. Loks var dregið á lánalínu gagnvart Alþjóðagjaldeyrissjóðnum sem opnaðist við samþykkt þriðju endurskoðunar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Verði dregið að fullu á lánalínur frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum og Noregi mun erlend lántaka Seðlabankans til stækkunar gjaldeyrisforða nema 21% af landsframleiðslu ársins 2009.

### Hrein erlend staða tengd gjaldeyrisforða

Ef lán eru tekin eingöngu til þess að bæta við gjaldeyrisforða og vextir af þeim lánum eru ekki hærri en nemur ávöxtun forðans hefur skulsett stækkun forðans engin áhrif á hreina stöðu. Tvennt getur hins vegar leitt til þess að hrein staða versni: Í fyrsta lagi bera eignir sem eru lausar til ráðstöfunar jafnan lægri vexti en langtímalán sem tekin eru til að stækka gjaldeyrisforðann. Því verður til neikvæður vaxtamunur sem að öðru jöfnu rýrir hreina gjaldeyrisstöðu. Ef auknum forða er að nokkru leyti varið til þess að styrkja gengi gjaldmiðilsins og fjármagna viðskiptahalla getur það einnig leitt til aukinnar hreinnar skuldar.

Mynd IV-4

Uppsöfnuð lántaka Seðlabanka Íslands tengd stækkun gjaldeyrisforða<sup>1</sup>

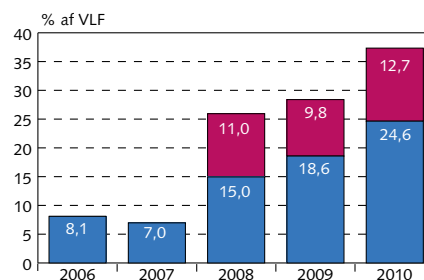


1. Langtíma- og skammtímalán á gengi hvers árs.

Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-5

Uppsöfnuð lántaka ríkissjóðs og seðlabanka tengd gjaldeyrisforða<sup>1</sup>



■ Ríkissjóður

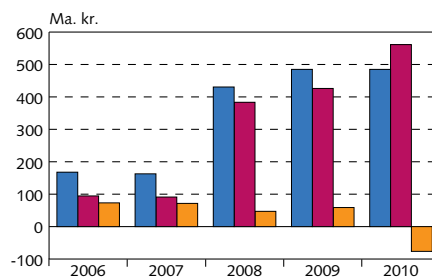
■ Seðlabanki

1. Á gengi hvers árs.

Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-6

Erlendar eignir og skuldir tengdar gjaldeyrisforða



■ Gjalddeyrissjóði

■ Lán

■ Hrein staða

Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Seðlabanki Íslands.

Árin 2006 og 2007 var hrein staða tengd gjaldeyrisforðanum, þ.e.a.s. gjaldeyrisforði að frádregnum beinum lántökum til stækkunar forðans, jákvæð um 6,3% og 5,5% af landsframleiðslu hvort ár, en gjaldeyrisforðinn nam 14,4% og 12,4% af landsframleiðslu sömu ár. Í lok árs 2008 hafði hrein staða tengd gjaldeyrisforða lækkað niður í 3,2% af landsframleiðslu á sama tíma og gjaldeyrisforðinn stækkaði í 29% af landsframleiðslu. Hrein staða og forðinn í heild hélt áfram að batna á árinu 2009. Fór gjaldeyrisforðinn hæst í 38% af landsframleiðslu ársins 2009 í júlí en hann lækkaði aftur í 31,4% í október eftir að hluti forðans sem var í formi innlána frá þrotabúum bankanna var greiddur til baka. Við það versnaði staða forðans þegar komið var fram á árið 2010 og í lok október sl. var hrein staða forðans neikvæð um 4,8% af landsframleiðslu. Ástæða rýrnunar hreinnar stöðu í október sl. er að Kaupþingi var veitt 500 milljóna evra lán rétt fyrir hrun en sú rýrnun kom ekki í ljós fyrr en gjaldeyrisforði frá þrotabúum bankanna í formi innlána sem talinn var með erlendum eignum í gjaldeyrisforða var greiddur út en hann hafði ekki komið fram sem erlend skuld tengd gjaldeyrisforða þar sem þrotabúin teljast innlendir aðilar. Hrein sala gjaldeyris á markaði frá október 2008 hefur auk þess numið 60 ma.kr. Frá því í lok ágúst mánaðar sl. hefur Seðlabankinn hins vegar keypt gjaldeyri með reglubundnum hætti.

#### **Salan á FIH-bankanum mun efla gjaldeyrisforðann**

Lán það sem veitt var Kaupþingi úr gjaldeyrisforðanum með allsherjarveði í FIH Erhvervsbank í Danmörku innheimtist nú með sölu á FIH-bankanum í september 2010 fyrir allt að 500 milljónir evra. Fyrsta greiðsla barst í byrjun árs 2011 og við það batnaði gjaldeyrisstaða Seðlabankans um 250 milljónir evra og búast má við að eftirstöðvarnar, allt að 250 milljónir evra, muni skila sér á nokkrum árum.

#### **Eign erlendra aðila á innstæðubréfum var töluverð um tíma**

Eign erlendra aðila á innstæðubréfum Seðlabanka Íslands nam 107 ma.kr. í árslok 2008. Sú eign minnkaði hins vegar hratt strax þegar innstæðubréfin voru á gjalddaga snemma árs 2009 en staða þeirra í skammtímaskuldum ríkissjóðs jókst á móti. Erlendar skammtímaskuldir námu aðeins tæplega 60 ma.kr. í lok árs 2009, en þar af námu viðskiptaskuldir í íslenskum krónum við erlend greiðslumiðlunarfyrtæki 35 ma.kr. Hrein erlend staða Seðlabankans án gjaldeyrisforða var hverfandi fram til ársins 2008 þegar hún varð neikvæð um 134 ma.kr. að mestu vegna innstæðubréfa. Í lok áruna 2009 og 2010 var hrein staða bankans án gjaldeyrisforða neikvæð um 60 ma.kr.

#### **Krónubréf í eigu erlendra aðila**

Að undanskildum lánnum til stækkunar gjaldeyrisforða nam hrein erlend staða ríkissjóðs 23% af landsframleiðslu í árslok 2009 samanborið við 14% í lok árs 2005. Aukna hreina skuld ríkissjóðs við erlenda aðila má rekja til vaxandi stöðutöku erlendra aðila með krónunni árin 2005-2008.

#### **Vaxtagreiðslur ríkissjóðs ná nýju hámarki**

Í lok árs 2009 námu erlendar skuldir ríkissjóðs 42% af landsframleiðslu. Sjálfur á ríkissjóður ekki neinar erlendar eignir á móti. Vaxta-

greiðslur ríkissjóðs, hvort sem horft er til hlutfalls þeirra af tekjum ríkissjóðs eða landsframleiðslu, hafa aukist hratt frá árinu 2005, þegar þær náðu lágmarki á sl. áratug. Árið 2005 námu erlendar vaxtagreiðslur ríkissjóðs aðeins 0,71% af landsframleiðslu, en þær náðu hámarki þegar þær höfðu fjórfaldast árið 2008 í 2,85% af landsframleiðslu. Til samanburðar urðu vaxtagreiðslur á níunda áratugnum líklega mestar 2,3% af landsframleiðslu árið 1984, en á þeim tíunda námu þær mest 1,7% af landsframleiðslu árin 1995 og 1996.<sup>28</sup>

### Erlend staða sveitarfélaga

Skuldir sveitarfélaga við erlenda aðila námu 17% af tekjum og vaxtagreiðslur 0,3% undir lok síðasta árs. Sömu hlutföll hjá ríkissjóði eru 140% og 2,8% af tekjum. Fjármögnun sveitarfélaga breyttist mjög árið 2005 þegar Orkuveita Reykjavíkur yfirtók erlendar skuldir Reykjavíkurborgar að andvirði 17,4 ma.kr. Á fyrri hluta sl. áratugar nam hlutfall erlendra lána af heildarskuldum sveitarfélaga á bilinu 55-75%, en frá og með árinu 2005 hefur hlutfallið legið á bilinu 22-28%. Gjaldreyrisáhætta var þó að hluta aðeins færð yfir í fyrirtæki sem starfar á ábyrgð sveitarfélags. Í nokkrum mæli hafa sveitarfélögin líka tekið gengisbundin lán hjá innlendum aðilum. Óvissa er um lögmæti þeirra lána en þótt þau feli í sér gjaldreyrisáhættu fyrir sveitarfélagið eru þau við innlenda aðila og er hægt að greiða í innlendum gjaldeyri. Þótt gengisbundin lán hafi að nokkru leyti komið í staðinn fyrir erlend lán dró nokkuð úr gjaldreyrisáhættu sveitarfélaga frá því sem verið hafði í upphafi áratugarins.

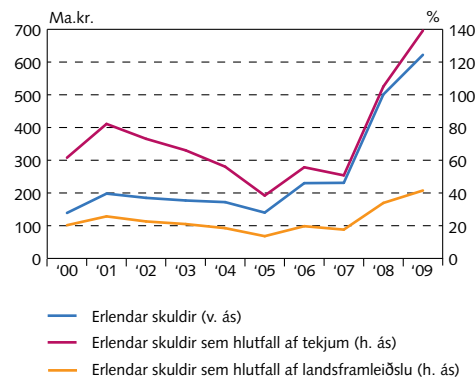
Árið 2007 voru erlendar skuldir sveitarfélaga í lágmarki. Þær námu þá aðeins 1% af landsframleiðslu og 7% af tekjum sveitarfélaganna, samanborið við 36-46% á árunum 2000-2004. Telja verður hlutfallið í upphafi aldarinnar nokkuð hátt í ljósi þess að sveitarfélögin hafa afar takmarkaða möguleika á að auka tekjur sínar, enda er þeim markaður tekjurammi af stjórnvöldum og í ljósi þess að þau hafa yfirleitt ekki gjaldreyristekjur.

Erlendar skuldir sveitarfélaga tvöfölduðust því sem næst í krónum talið árið 2008. Tap fyrsta árið eftir hrun af erlendri skuldastöðu nam tæpu 1% af landsframleiðslu en gengistap sem nam 1,1% af landsframleiðslu var borið af Orkuveitu Reykjavíkur, án þess að hún hefði nægar tekjur í erlendum gjaldmiðlum til að mæta því. Aðgangur sveitarfélaga að erlendu lánsfé er afar takmarkaður og því hefur rekstur sveitarfélaga verið fjármagnaður innanlands líkt og hjá ríkissjóði. Erlendar skuldir sveitarfélaga í lok árs 2009 eru því nánast jafn miklar og í lok árs 2008 eða 2,1% af landsframleiðslu, en erlendar skuldir einstakra sveitarfélaga eru mun meiri.

### Erlend staða sumra opinberra fyrirtækja erfið

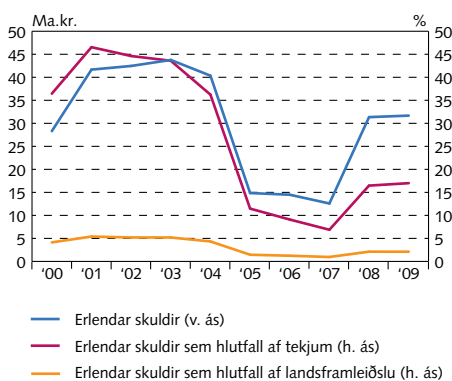
Því sem næst 95% erlendra skulda opinberra fyrirtækja eru skuldir Landsvirkjunar (LV) og Orkuveitu Reykjavíkur (OR). Skuldastýring Landsvirkjunar hefur sl. áratug tekið litlum breytingum, en stefnu-breyting varð á skuldastýringu OR. Þannig hefur hlutfall erlendra

Mynd IV-7  
Erlendar skuldir ríkissjóðs



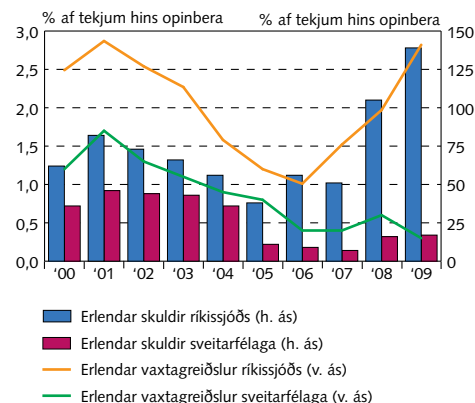
Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Seðlabanki Íslands, Hagstofa Íslands.

Mynd IV-8  
Erlendar skuldir sveitarfélaga



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-9  
Erlendar vaxtagreiðslur og skuldir hins opinbera

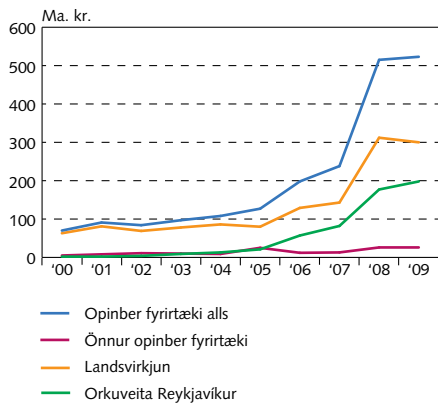


Heimild: Seðlabanki Íslands.

28. Ekki eru til gögn yfir vaxtagreiðslur ríkissjóðs á níunda áratugnum. Erlendar skuldir liggja fyrir og meðaltal nafnvaxta á erlendum skuldum og eru þær upplýsingar notaðar til að áætla vaxtagreiðslurnar.

Mynd IV-10

Erlendar skuldir opinberra fyrirtækja



Heimild: Seðlabanki Íslands.

skulda LV sl. áratug verið á bilinu 70-80% af heildarskuldum á sama tíma og hlutfall tekna í erlendum gjaldmiðlum hefur verið á sama bili. Erlendar skuldir OR námu hins vegar aðeins 7% af heildarskuldum í upphafi áratugarins en voru í lok hans 82% af heildarskuldum. Á sama tíma fóru tekjur OR í erlendum gjaldmiðlum sem hlutfall af heildartekjum úr 0% í 18%. Erlendar tekjur jukust ekki nægjanlega til að standa straum af vöxtum og afborgunum erlendra lána og því kom sú stefna OR að auka gjaldeyrisáhættu árin fyrir hrun fyrirtækinu í koll. Eins og sést á mynd IV-10 hafa erlendar skuldir OR fylgt áþekkingu ferli og skuldir annarra opinberra fyrirtækja fram til ársins 2005, en eftir það verður stefnubreyting hjá OR þegar OR yfirtók erlendar skuldir Reykjavíkurborgar, stærsta eigandans.

Erlend skuldsækni annarra opinberra fyrirtækja jókst líkt og hjá OR frá árinu 2000 til ársins 2005. Vegna mikillar fjárfestingar hækkuðu skuldir almennt mikið en hlutfall gengisbundinna skulda hækkaði umfram það sem tekjur í erlendum gjaldmiðlum gáfu tilefni til. Þetta gerðist þrátt fyrir gengisfall krónunnar árið 2001 og e.t.v. sökum þess hve fljótt gengislækkunin gekk til baka var erlend gjaldeyrisáhætta aukin jafnt og þétt. Erlendar skuldir annarra fyrirtækja tvöfölduðust milli árana 2000 og 2007. Skuldahlutfallið fór úr 0,7% af landsframleiðslu í 1,4% árið 2007 og var hlutfallið komið í 2,8% árið 2009, í kjölfar gengislækkunar krónunnar. Hlutfallið mun að líkindum lækka á ný ef krónan styrkist, en sögulega lágt raungengi krónunnar hefur neikvæð áhrif á eigið fé og afkomu fyrirtækja með tekjur í krónum en skuldir í erlendum gjaldmiðli. Í árslok 2009 námu erlendar skuldir LV 300 ma.kr., OR 198 ma.kr. og erlendar skuldir annarra opinberra fyrirtækja 26 ma.kr.

### Hrein erlend skuldastaða allra opinberra aðila nemur 58% af landsframleiðslu

Í ljósi þess að stór hluti skulda hins opinbera er tilkominn vegna stækkunar gjaldeyrisforðans er eðlilegt að fjalla um hvort tveggja saman. Erlendar skuldir sem stofnað var til vegna stækkunar gjaldeyrisforða stóðu í 36,3% af landsframleiðslu í lok október 2010 á sama tíma og erlendar

Tafla IV-2 Þróun vergra og hreinna erlendra skulda hins opinbera auk vaxtafnaðar 2000-2011

% af VLF	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Erlendar skuldir</b>											
Tengdar gjaldeyrisforða	2,3	1,9	2,0	0,0	0,0	0,0	8,1	7,0	25,9	28,4	36,2
Ríkissjóðs án gjaldeyrisforða	20,3	25,7	22,6	21,0	18,5	13,6	11,6	10,7	18,9	22,9	14,6
Seðlabankans án gjaldeyrisforða	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	14,2	3,8	4,4
Sveitarfélaga	4,1	5,4	5,2	5,2	4,3	1,4	1,2	1,0	2,1	2,1	1,9
Opinber fyrirtæki	10,2	11,8	10,2	11,5	11,6	12,3	16,9	18,2	34,8	34,9	32,6
<b>Hrein staða</b>											
Tengd gjaldeyrisforða <sup>1</sup>	2,7	2,8	2,6	6,9	7,1	6,6	6,3	5,5	3,2	3,9	-4,8
Ríkissjóðs án gjaldeyrisforða	-20,3	-25,7	-22,6	-21,0	-18,5	-13,6	-11,6	-10,7	-18,9	-22,9	-14,6
Seðlabankans án gjaldeyrisforða	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-9,0	-3,8	-4,3
Sveitarfélaga	-4,1	-5,4	-5,2	-5,2	-4,3	-1,4	-1,2	-1,0	-2,1	-2,1	-1,9
<b>Vaxtajöfnuður</b>											
Gjaldeyrisforða	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,5	-0,3	...
Ríkissjóðs án gjaldeyrisforða	-1,0	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-2,5	-2,0	...
Seðlabankans án gjaldeyrisforða	-0,1	-0,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,8	-0,2	...
Sveitarfélaga	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	...

1. Eignir gjaldeyrisforða að frádregnum skuldum sem teknar voru í þeim tilgangi að stækka gjaldeyrisforðann.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

eignir gjaldeyrisforða námu 31,4% af landsframleiðslu. Gjalddeyrisforðinn er því að fullu skuldsettur, en hluta af gjaldeyrisforðaláni frá 2006 var breytt í 44 ma.kr. eiginfjárframlag til Seðlabanka Íslands í maí 2007.

Erlendar skuldir ríkissjóðs og Seðlabankans utan þeirra sem tengjast gjaldeyrisforðanum námu í lok 3. ársfjórðungs 2010 samtals 19% af landsframleiðslu og hafa þær lækkað talsvert frá því sem mest var eftir að eignarhald útlendinga á ríkisskuldabréfum og innstæðubréfum minnkaði. Erlendar skuldir sveitarfélaga og opinberra fyrirtækja hafa haldist stöðugar eftir að hafa nær tvöfaldast í kjölfar hruns fjármálakerfisins. Þær námu í lok 3. ársfjórðungs 2010 35% af landsframleiðslu. Erlendar skuldir allra opinberra aðila námu á sama tíma 1.392 ma.kr. eða 93% af landsframleiðslu. Hrein skuldastaða sömu aðila nemur 58% af landsframleiðslu.

## V Undirliggjandi hrein staða og sjálfbærni hreinnar skuldastöðu eftir fjármálahrunið

### Undirliggjandi hrein erlend staða batnar á næstu árum

Undirliggjandi hreina erlenda stöðu má skilgreina sem stöðu sem koma mun í ljós þegar innlendar og erlendar eignir þrotabúa hafa verið seldar, andvirði þeirra ráðstafað til innlendra og erlendra kröfuhafa og tekið hefur verið tillit til annarra þátta sem brengla opinber gögn um skuldir og eignir í dag. Gert er ráð fyrir að hrein staða að fjármálfyrirtækjum í slitameðferð frátöldum hafi numið um fjórðungi landsframleiðslu í lok árs 2010. Þennan mikla mun má rekja til þess að stór hluti eigna og skulda þjóðarbúsins voru eignir og skuldir hinna föllnu banka og að skuldir þeirra samkvæmt stöðluðum uppgjörum voru langt umfram eignir, einkum eftir fall þeirra. Þegar allar eignir þrotabúa hafa verið seldar og andvirði þeirra ráðstafað til kröfuhafa verða eftir töluverðar skuldir innlendra aðila við erlenda. Í kafla III var beitt grófri nálgun til að áætla þessar stærðir. Niðurstaðan er að hrein staða þjóðarbúsins að teknu tilliti til áætlaðrar niðurstöðu þessa uppgjors hafi numið u.þ.b. -70% af vergri landsframleiðslu í lok árs 2010. Undirliggjandi hreinar skuldir þjóðarbúsins í lok árs 2010 voru samkvæmt þessu tæplega þriðjungur þess sem uppgjör samkvæmt alþjóðlegum stöðlum leiddi í ljós rétt fyrir hrun.

Þá hefur hins vegar ekki verið tekið tillit til líklegra skulda vegna hugsanlegrar ríkisábyrgðar á skuldum Tryggingarsjóðs innistæðueigenda og fjárfesta, samkvæmt þeim samningi sem liggur fyrir Alþingi. Samkvæmt frumvarpinu verður skuld ríkissjóðs innan við 4% af landsframleiðslu. Skuld vegna Icesave mun þó væntanlega ekki bætast við skuldastöðu þjóðarbúsins í opinberu uppgjöri, þar sem hún verður í formi vaxta og hefur því einungis áhrif á þáttatekjufjöfnuðinn og þar með viðskiptafjöfnuðinn. Aðrir óvissuþættir eru einkum vegna fyrirtækja, t.d. eignarhaldsfélaga þar sem uppgjöri eignarhaldsfélaga með verulegar erlendar eignir og skuldir hefur ekki verið lokið, og loks hefur það mikil áhrif á mat á hreinni stöðu hvort einu fyrirtæki, Actavis, er haldið utan við matið eða ekki.

Eins og nánar er gerð grein fyrir í næsta kafla er rík ástæða til þess að horfa fram hjá eignum og skuldum Actavis við mat á undir-

liggjandi stöðu þjóðarbúsins sökum eðlis skuldarinnar og vegna þess að líkur benda til að verðmæti erlendra eigna sé vanmetið í opinberum gögnum. Þegar horft er fram hjá skuldum og eignum Actavis er hrein skuldastaða þjóðarbúsins orðin töluvert lægri, eins og sjá má á töflu V-1. Því má meta undirliggjandi hreina stöðu með nokkuð mismunandi hætti eftir því hvaða óvissupættir eru teknir út.

Þegar litið er lengra fram í tímann má gera ráð fyrir að ríkið, fyrirtæki með ríkisábyrgðir og einkageirinn muni öll að einhverju leyti endurfjármagna skuldir sínar, einnig að nýjar lántökur eigi sér stað, en að hve miklu leyti, hvenær og á hvaða kjörum er mikilli óvissu háð. Því eru spár um erlenda stöðu háðar mikilli óvissu. Í töflu V-1 er ekki tekið sérstakt tillit til skuldbindingar ríkisins sem gæti orðið vegna Icesave-málsins, eins og minnst hefur verið á, en þó er gert ráð fyrir henni í óvissubili. Það breytir þó engu um það að staðan verður mun hagstæðari en fyrir fjármálahrunið. Afgangur verður á viðskiptajöfnuði á næstu árum og hið opinbera mun greiða niður skuldir. Hrein undirliggjandi erlend staða þjóðarbúsins (með Actavis) batnar því miðað við spár Seðlabankans niður í um 50-55% af vergri landsframleiðslu á árunum 2012-2013.

Tafla V-1 Skuldastaða þjóðarbúsins

Hlutfall af VLF	2010	2011	2012	2013
Heildarskuldir	-867	-866	-800	-754
- án banka í slitameðferð	-218	-224	-202	-191
- undirliggjandi skuldir m.v. reiknað uppgjör úr þrotabúunum	-261	-265	-242	-227
- undirliggjandi skuldir m.v. reiknað uppgjör úr þrotabúunum en án Actavis	-208	-212	-193	-181
Hrein staða við útlönd	-594	-584	-540	-507
- án banka í slitameðferð	-28	-25	-20	-17
- undirliggjandi staða m.v. reiknað uppgjör úr þrotabúunum	-72	-66	-59	-54
- undirliggjandi staða m.v. reiknað uppgjör úr þrotabúunum en án Actavis	-23	-18	-14	-12
Óvissubil <sup>1</sup>	-38/ -18	-33/ -13	-29/-9	-27/-7

1. Óvissubilið gerir ráð fyrir +/- 5% óvissu vegna þrotabúa bankanna og - 10% vegna Icesave.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Horfur á að skuldir þjóðarbúsins dragist saman á næstu árum

Tekjur sem ekki er ráðstafað í kaup á vörum og þjónustu bæta hreina stöðu. Ef skuldir verða of miklar þarf að auka tekjur eða minnka kaup á vörum og þjónustu eða hvort tveggja til að grynna á skuldunum. Til þess að átta sig á skuldastöðunni og tengslum hennar við hreinar tekjur af viðskiptum við útlönd er oft þægilegt að skilgreina sjálfbæra skuldastöðu sem þá skuldastöðu og þann afgang eða halla á viðskiptum við útlönd sem tryggir að hlutfall skulda af landsframleiðslu (VLF) helst óbreytt miðað við raunhæfar forsendur um hagvöxt og vexti. Hægt er að sýna (sjá Viðauka 2) að þegar þessi skilgreining er notuð er hrein staða sjálfbær ef hlutfall hreinnar erlendar stöðu af landsframleiðslu ( $HS_t/VLF_t$ ), aukning landsframleiðslu að nafnvirði ( $g_t$ ), vextir (ávöxtun) af erlendum eignum og skuldum ( $r_t$ ) og hlutfall mismunar út- og innflutnings af landsframleiðslu eru sem hér segir:



$$\frac{g_t - r_t}{1 + g_t} \frac{HS_t}{VLF_t} = \frac{Útfl_t - Innfl_t}{VLF_t}$$

Ef vöxtur landsframleiðslunnar er meiri en sem nemur vöxtum (ávöxtun) á erlendum eignum og skuldum og hrein staða ( $HS_t$ ) er neikvæð telst afgangur af viðskiptum við útlönd, þ.e. mismunur útflutnings og innflutnings, sjálfbær jafnvel þótt innflutningur sé meiri en útflutningur og því halli. Ef vöxtur landsframleiðslunnar er hins vegar minni en vextirnir verður útflutningur að vera meiri en innflutningur til að tryggja sjálfbærni hreinnar skuldastöðu. Seðlabankinn og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hafa framreiknað skuldastöðu íslenska þjóðarbúsins miðað við margvíslegar forsendur um skuldir, hagvöxt og fleiri þætti sem máli skipta í slíkum útreikningum. Í þessum útreikningum hefur fengist sú niðurstaða að hrein skuld þjóðarbúsins sem hlutfall af landsframleiðslu lækki smátt og smátt (sjá töflu V-1 og skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins).<sup>29</sup> Samkvæmt skilgreiningunni hér að framan þýðir þetta að skuldabyrðin sé sjálfbær.

Í þessum framreikningum er gert ráð fyrir að raungengi verði lágt á næstu árum sem leiðir til þess að búast má við að innflutningur verði tiltölulega dýr og útflutningur tiltölulega arðbær sem aftur leiðir til afgangur af viðskiptum við önnur lönd. Margir hafa orðið til þess að gagnrýna þessa forsendu og bent á að sé gert ráð fyrir að raungengi íslensku krónunnar verði aftur svipað og það var að meðaltali síðustu áratuginna verði innflutningur meiri en gert er ráð fyrir í útreikningum Seðlabankans og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, jafnvel að því marki að það leiði til ósjálfbærrar skuldasöfnunar. Þess ber þó að geta að innflutningur er nú nálægt sögulegu meðalhlutfalli af landsframleiðslu og að miðað við niðurstöður VI kafla greinarinnar er dulinn viðskiptaafgangur nægur til að mæta töluverðum vexti innflutnings. Innflutningur umtalsvert umfram það sem spáð er nú gæti fyrst og fremst tengst meiri fjárfestingu, sem helst er að vænta í útflutningsstarfsemi og er því sjálfbær. Vitaskuld er ekki hægt að útiloka vöxt innflutnings af ósjálfbærum toga en vandséð er að hann geti orðið mikill nema aðgangur að erlendu lánsfé hafi opnast. Ef skuldasöfnun íslenska þjóðarbúsins stefndi í að verða ósjálfbær á ný myndi lánstraust hins vegar fljótlega skaðast, framboð erlends lánsfjár minnka og leiða til lækkunar á raungengi krónunnar.

### Sjálfbærni hreinnar erlendarar stöðu ræðst einnig af samsetningu hennar

Þótt hægt sé að meta ósjálfbærni miðað við ákveðnar forsendur um þróun tiltekinna breyta, t.d. vöxt landsframleiðslu, útflutnings og innflutnings og alþjóðlega vaxtaþróun, eru allar slíkar áætlanir háðar mikilli óvissu og næmar fyrir tiltölulega litlum frávikum í þróun vaxta og hagvaxtar. Einnig skiptir eðli viðskiptahalla og skuldasöfnunar máli, t.d. hvort hallamyndun á sér stað vegna mikillar fjárfestingar sem mun skila auknum útflutningi til framtíðar eða eigi sér rætur í hallarekstri hins opinbera.

29. Sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2010), Staff Report for the 2010 Article IV Consultation and Third Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Modification of Performance Criteria (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10305.pdf>).

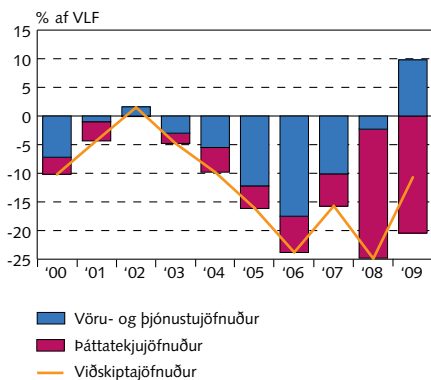


Frá árinu 2003 lækkaði skuldahlutfall hins opinbera af heildarskuldum hratt og var komið niður í 4-6% af heildarskuldum þjóðarbúsins á árinu 2006, þar sem það er enn samkvæmt opinberu uppgjöri. Í hlutfalli við undirliggjandi skuldir og eignir er hins vegar áætlað að skuldir hins opinbera (að meðtöldum Seðlabankanum) séu u.þ.b. fjórðungur af heildarskuldum þjóðarbúsins, sem er svipað hlutfall og fyrir u.þ.b. tíu árum, og hreinar skuldir hins opinbera við erlenda aðila eru u.þ.b. 37% af hreinum skuldum þjóðarbúsins. Miðað við spá Seðlabankans verður hlutfall skulda hins opinbera af heildarskuldum þjóðarbúsins fljótlega komið upp í 40% og mun að óbreyttu haldast mjög hátt næstu árin.

## VI Dulinn viðskiptajöfnuður Íslands

Fjármála- og gjaldeyriskreppur leiða jafnan til mikilla umskipta í ytri jöfnuði þjóðarbúsins. Innflutningur dregst mikið saman og virði útflutnings eykst. Á móti kemur að lægra gengi viðkomandi gjaldmiðils getur haft neikvæð áhrif á þáttatekjujöfnuð skuldsettra landa. Hér á landi eru umskiptin flóknari vegna mikillar óvissu um skiptingu eigna og skulda fallinna fjármála- og eignarhaldsfyrirtækja, eins og rætt hefur verið um hér að framan. Þótt margvísleg óvissa sé einnig um vöru- og þjónustujöfnuð virðist ljóst samkvæmt grunnsþá Seðlabanka Íslands (sjá t.d. *Peningamál* 2011/1), að umtalsverður afgangur verði á honum á næstu árum eftir langvarandi hallarekstur. Þáttatekjujöfnuðurinn, hvort sem um er að ræða opinberan eða undirliggjandi, verður hins vegar umtalsvert neikvæður. Undirliggjandi þáttatekjuhalli lækkar á árinu 2011 en versnar á ný á árunum 2013-2014 í kjölfar hækkandi vaxta á heimsmörkuðum.<sup>30</sup> Einnig er gert ráð fyrir að uppgjöri föllnu bankanna verði lokið eða langt komið á árinu 2013 og eins og komið hefur fram er gert ráð fyrir að við uppgjörið myndist hrein skuld við erlenda aðila og það hefur neikvæð áhrif á þáttatekjujöfnuðinn. Þótt afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði verði ekki nógu mikill til þess að viðskiptajöfnuðurinn í heild verði jákvæður í opinberu uppgjöri á næstu árum, má segja að dulinn afgangur hafi þegar myndast og horfur eru á að svo verði einnig á næstu árum. Er þá horft fram hjá áhrifum áfallinna vaxtagjalda og -tekna hinna föllnu banka og annarra fyrirtækja í slitameðferð á uppgjör greiðslujafnaðar, en þess í stað reynt að meta líklegar hreinar vaxtagreiðslur af þeirri skuld innlendra aðila við erlenda sem eftir stendur að slitameðferð lokinni. Það mun hins vegar ekki koma fram í opinberu uppgjöri fyrr en að slitameðferð lokinni. Þá eru töluverður líkur á að vaxtatekjur fjölbjóðlegra fyrirtækja með höfuðstöðvar á Íslandi, eins og t.d. Actavis, séu vanmetnar í uppgjöri greiðslujafnaðar héraðs. Horfur um þróun viðskiptajafnaðar eru því að öllum líkindum betri en hér er sýnt.

Mynd VI-1  
Viðskiptajöfnuður 2000-2009<sup>1</sup>



1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

30. Halli á þáttatekjujöfnuði jókst mikið á árinu 2008, þegar vaxtagreiðslur jukust gífurlega, einkum vegna vaxtagreiðslna innlánsstofnana. Vaxtagjöldin minnkuðu á árinu 2009 í takt við lækkandi vexti á erlendum mörkuðum, en vaxtatekjur lækkuðu einnig. Á fyrri helmingi ársins 2010 var enn halli á þáttatekjujöfnuði, einkum vegna vaxtagjalda en einnig vegna neikvæðs endurfjárfests hagnaðar.

Tafla VI-1 Sundurliðun þáttatekjujafnaðar

% af VLF	2010	2011	2012	2013
Þáttatekjujöfnuður	-14,8	-13,9	-13,0	-12,9
- undirliggjandi þáttatekjujöfnuður m.v. reiknað uppgjör úr þrotabúunum	-4,7	-4,6	-4,1	-5,6
- undirliggjandi þáttatekjujöfnuður m.v. reiknað uppgjör úr þrotabúunum en án Actavis	1,7	0,3	0,5	-1,1
Þar af samstöðureikningur hins opinbera og Seðlabankans	-1,1	-1,2	-0,6	-0,4
Þar af samstöðureikn. hins opinbera og Seðlabankans m. Icesave <sup>1</sup>	-2,4	-2,5	-1,4	-0,8

1. Vextir vegna Icesave eru m.v. þann samning sem liggur fyrir Alþingi.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla VI-2 Sundurliðun viðskiptajafnaðar

% af VLF	2010	2011	2012	2013
Viðskiptajöfnuður	-3,7	-1,9	-1,4	-2,0
- undirliggjandi viðskiptajöfnuður m.v. reiknað uppgjör úr þrotabúunum	6,4	7,4	7,4	5,4
- undirliggjandi viðskiptajöfnuður m.v. reiknað uppgjör úr þrotabúunum en án Actavis	12,8	12,3	12,0	9,8

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

### Dulinn viðskiptaafgangur þegar skyggst er á bak við þrotabúin

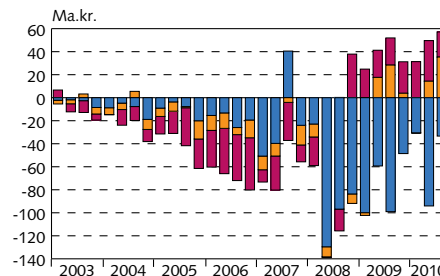
Helsta óvissan um framvindu viðskiptajafnaðar liggur í þáttatekjujöfnuðinum. Þegar þáttatekjuhallinn er reiknaður er miðað við áfallna en ekki greidda vexti. Í sumum tilfellum eru reiknuð vaxtagjöld af skuldum þótt ólíklegt sé að þær verði greiddar. Hallann á þáttatekjujöfnuði má að miklu leyti rekja til föllnu bankanna. Þar sem slitameðferð bankanna er ekki lokið eru áfallnar vaxtatekjur og –gjöld, sem einungis verða greidd að litlu leyti, enn þá inni í opinberum tölum. Opinberi þáttatekjujöfnuðurinn og viðskiptajöfnuðurinn endurspeglar því ekki fjármagnsflæði inn og út úr landinu.

Til þess að varpa ljósi á þátt fallinna fjármálafyrirtækja er gagnlegt að reikna viðskiptajöfnuð og þáttatekjujöfnuð án banka í slitameðferð, þ.e.a.s. þar sem áfallin vaxtagjöld og -tekjur vegna banka í slitameðferð eru undanskilin. Þannig metinn var viðskiptajöfnuðurinn jákvæður um sem nam 3% af landsframleiðslu á árinu 2009. Hann hefur haldist jákvæður á fyrstu þremur ársfjórðungum ársins 2010 og verður samkvæmt spám verulega jákvæður á árinu 2010 í heild og einnig á því næsta, eins og fram kemur í töflu VI-2. Hækkun vaxta í helstu viðskiptalöndum Íslands mun þó draga úr afganginum á árinu 2013. Þróun vaxta og gengis mun hafa mikil áhrif á það hvernig viðskiptajöfnuðurinn þróast næstu misserin, en um það ríkir mikil óvissa.

Þáttatekjuhallinn sem eftir stendur þegar horft er fram hjá fjármálafyrirtækjum í slitameðferð skýrist að mestu leyti af áætluðum hreinum vaxtagreiðslum eins fyrirtækis, þ.e.a.s. Actavis. Ástæða er til þess að halda þessum þætti jafnaðarinn til hliðar vegna þess að um er að ræða tekjur og gjöld á milli tengdra aðila. Eigendur Actavis vænta þess að tekjur fyrirtækisins af erlendri starfsemi muni standa undir vaxtagreiðslum af láni til eigendanna þegar það kemur á gjaldþaga, en

Mynd VI-2

Undirþættir viðskiptajafnaðar<sup>1</sup>  
1. ársfj. 2003 - 3. ársfj. 2010

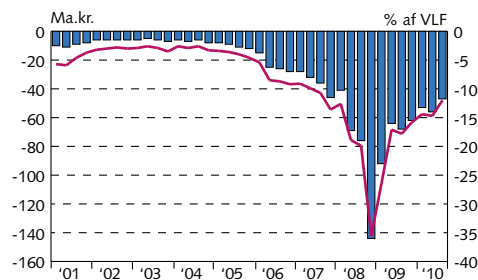


■ Þáttatekjujöfnuður  
■ Vöruskiptajöfnuður  
■ Þjónustujöfnuður

1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-3

Hreinar erlendar vaxtagreiðslur  
1. ársfj. 2001 - 3. ársfj. 2010

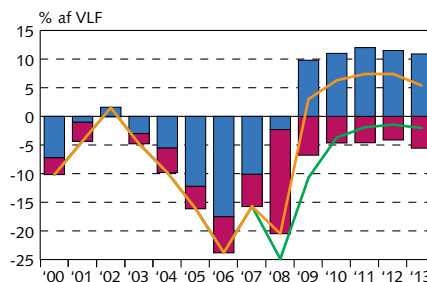


■ Hreinar vaxtagreiðslur (v. ás)  
— Hreinar vaxtagreiðslur, % af VLF (h. ás)

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-4

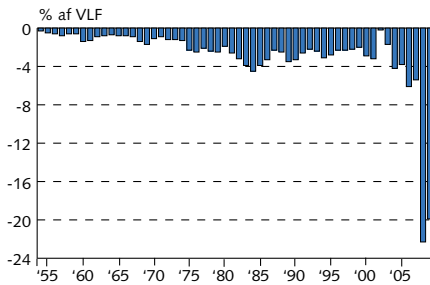
Viðskiptajöfnuður 2000-2013<sup>1</sup>



■ Vöru- og þjónustujöfnuður  
■ Þáttatekjujöfnuður án innlánsstofnana í slitameðferð  
■ Viðskiptajöfnuður án innlánsstofnana í slitameðferð  
— Mældur viðskiptajöfnuður

1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum. Spá Seðlabankans 2010-2013.  
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd VI-5  
Þáttatekjujöfnuður 1954-2009



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

jafnvel þótt svo yrði ekki myndi því ekki fylgja neitt gjaldeyrisústreymi, því Actavis hefur á undanförunum árum ekki haft nægilegt innstreymi í krónum til að standa undir rekstrarkostnaði af innlendri starfssemi félagsins. Rekstraráætlanir Actavis gera ekki ráð fyrir að breyting verði þar á heldur mun félagið halda áfram að selja erlendan gjaldeyri fyrir krónur í gegnum viðskiptabanka þess.

Þótt horfur um þróun viðskiptajafnaðar bendi ekki til annars en að hann verði langt innan ramma þess sem telst sjálfbært mun samsetning þáttatekjujafnaðarins sem fyrr segir verða óhagstæðari að því leyti að stór hluti undirliggjandi vaxtagjalda verður borinn af hinu opinbera. Ávöxtun gjaldeyrisforðans vegur þó á móti vaxtagjöldum vegna erlendra lána. Fyrir fjármálahrunið greiddi einkageirinn (einkum fjármála fyrirtæki) þorra vaxtakostnaðar þjóðarbúsins. Eins og sést í töflu VI-1 lækkar vaxtajöfnuður hins opinbera og Seðlabankans afgang þáttatekjujafnaðarins (þegar hann hefur verið leiðréttur fyrir áföllnum vöxtum banka í slitameðferð og Actavis) töluvert.

Niðurstöður úr uppgjörum eignarhaldsfélaga í slitameðferð, sem áður voru stór hluti erlendra stöðu þjóðarbúsins (samanber mynd III-4), virðast ekki líklegar til að hafa mikil áhrif á þróun þáttatekjujafnaðar, eins og ráða má af niðurstöðum kafla III. Nemi hrein skuld innlendra aðila við erlenda að slitameðferð lokinni aðeins 2-3% af landsframleiðslu verður hrein vaxtabyrði af því óveruleg í samanburði við aðra óvissuþætti.

Í kafla III var lauslega áætlað að þegar slitameðferð gömlu bankanna ljúki muni standa hrein skuld innlendra aðila við erlenda sem nemi 43% af vergri landsframleiðslu ársins 2010. Gert er ráð fyrir að slitameðferð bankanna verði að mestu lokið á árinu 2013 og þá muni þessi hreina skuld birtast í erlendri skuldastöðu þjóðarbúsins og hafa áhrif á þáttatekjurnar og þar með viðskiptajöfnuðinn frá þeim tíma. Tekið er tillit til þessara greiðslna í spá fyrir árið 2013. Samkvæmt þessum niðurstöðum ætti viðskiptajöfnuðurinn að lækka niður í rúm 5%, en að því gefnu að tekjur Actavis standi undir vaxtakostnaði við lán til eigenda fyrirtækisins yrði afgangur er næmi 10% af landsframleiðslu.

### Óvissa um þróun greiðslujafnaðar

Samkvæmt ofangreindum niðurstöðum virðist flest benda til þess að viðskiptajöfnuður þjóðarbúsins verði ekki aðeins sjálfbær í þeim skilningi að skuldir haldist stöðugar í hlutfalli við landsframleiðslu, heldur muni skuldahlutfallið fara nokkuð hratt lakkandi ef nýlegar spár ganga eftir. Þó er hugsanlegt að þessi jákvæða staða muni leiða til meiri gengishækkunar krónu en gengið er út frá í spánum áður en spátímabilið er á enda runnið.

Þótt viðskiptajöfnuður sé í jafnvægi og skuldastaðan fari batnandi gæti óregla í greiðsluflæði eigi að síður valdið óstöðugleika í gengismálum. Þetta á við þegar skammtímatímaskuldir eru miklar og lánsstraust lítið þannig að erfitt er að endurfjármagna hluta af greiðslunum, einkum ef um er að ræða stór fyrirtæki, sveitarfélög og jafnvel ríkissjóð. Við venjuleg skilyrði, þegar lánstraust er til staðar, er stór hluti endurgreiðslna og jafnvel vaxtagreiðslna hvers tímabils endurfjármagnaður.

Á næstu árum gæti þurft að leysa úr greiðsluflæðisvanda af ýmsu tagi. Með efnahagsáætluninni og því erlenda lánsfé sem henni tengist

ætti greiðsluvandi ríkissjóðs þó að vera leystur til ársins 2015. Stöður erlendra aðila í krónueignum sem frystar eru af gjaldeyrishöftunum fela í sér annan vanda, sem áætlun um losun haftanna þarf að taka á. Þriðji vandinn felst í uppgjöri þrotabúa gömlu bankanna og stórra fyrirtækja. Að því marki sem eignir þrotabúanna eru innlendar og kröfuhafarnir erlendir getur uppgjörið haft áhrif á gengi krónunnar að því gefnu að kaupendur eignanna greiði með krónum og kröfuhafarnir vilji fá greitt í erlendri mynt eða öfugt. Mikilvægt er að það uppgjör fari fram með hætti sem veldur eins lítilli röskun á gjaldeyrismarkaði og frekast er unnt.

## VII Lokaorð

Enn er margt óvíst varðandi undirliggjandi skuldastöðu þjóðarbúsins sem kemur í ljós þegar eignum fallinna banka og annarra fyrirtækja hefur verið ráðstafað til nýrra eigenda og skuldir umfram virði seldra eigna afskrifaðar. Það ferli mun a.m.k. taka nokkur ár. Eigi að síður virðist hægt að fullyrða að þegar þokunni sem nú umlykur innihald þrotabúa gömlu bankanna léttir reynist hreinar skuldir þjóðarbúsins töluvert minni en áður en fjármálahrunið reið yfir. Í lok þriðja ársfjórðungs 2008 var hrein staða neikvæð um 210% af vergri landsframleiðslu. Hér hefur verið áætlað að undirliggjandi hrein staða þjóðarbúsins sé neikvæð á bilinu 57-82% af landsframleiðslu í lok árs 2010, en ef eignum og skuldum Actavis er haldið til hliðar er hrein skuld aðeins á bilinu 18-38% af landsframleiðslu í árslok 2010 og minnkar nokkuð hratt árin á eftir. Óvissubilið endurspeglar einkum af óvissu um uppgjör þrotabúa gömlu bankanna. Sé þetta mat nærri lagi hefur skuldastaðan ekki verið jafn hagstæð frá árinu 2005. Fara þarf mun lengra aftur í tíma ef eignir og skuldir Actavis eru undanskildar eða til ársins 1987. Umfram allt hefur þó efnahagsreikningur þjóðarbúsins í heild minnkað til muna.

Er þessi skuldastaða sjálfbær? Merking hugtaksins „sjálfbær skuldastaða“ er ekki sérlega skýr þegar um er að ræða efnahagsreikning þjóðarbúsins alls. Þegar spurt er hvað þjóðin skuldi, eins og gert er í fyrirsögn þessarar greinar, er það á vissan hátt villandi. Þjóðarbú er hvorki lögaðili né einstaklingur heldur samansafn einstaklinga, fyrirtækja og hins opinbera. Þjóðin sem slík ber engar skuldir nema e.t.v. skuldir hins opinbera. Jafnvel það er þó hæpin fullyrðing, því að einstaklingur eða fyrirtæki sem flytur úr landi yfirgefur um leið skuldir hins opinbera. Þegar skuldasöfnun einstaklings eða fyrirtækis verður ósjálfbær á sér stað leiðrétting sem felst í gjaldþroti fyrirtækisins eða einstaklingsins. Gjaldþrot stórs innlends aðila sem hefur aflað lánsfjár hjá erlendum bönkum til kaupa á erlendum eignum þarf ekki að hafa umtalsverðar eða langvarandi neikvæðar afleiðingar fyrir þjóðarbúskapinn, þótt bæði eignir og skuldir séu skráðar á viðkomandi land, sérstaklega þegar um fyrirtæki er að ræða sem hefur tiltölulega takmarkaða framleiðslustarfsemi hér á landi. Áhrifin ráðast fyrst og fremst af umfangi innlendar starfsemi viðkomandi fyrirtækis, tengslum þess við innlent fjármálakerfi og þeim áhrifum sem þau tengsl geta haft á skuldir hins opinbera.

Þótt erfitt sé að höndla merkingu hugtaksins sjálfbærni þegar um skuldir þjóðarbús er að ræða þýðir það ekki að vangaveltur um sjálfbærni þjóðarskuldar séu innantómt orðagjálfur eða ástæðulaus ótti. Reynsla Íslands er skýrt dæmi um það hvernig ósjálfbær erlend skuldasöfnun einstaklinga og lögaðila getur grafið undan stöðugleika fjármálakerfis og gjaldmiðils lands með þeim afleiðingum að hluta af skuldum einkageirans er velt yfir á ríkissjóð. Þessi hættu tengist fyrst og fremst því hlutverki fjármálakerfis hvers lands að miðla erlendu lánsfé til innlendra fyrirtækja og á síðustu árum síðasta ofpensluskeiðs einnig til einstaklinga.

Við hrun fjármálakerfisins þurfti ríkissjóður að taka á sig kostnað við endurreisn fjármálakerfisins og vegna félagslegra afleiðinga hrunsins. Þar vegur þýngst kostnaður vegna tapaðra veðlána Seðlabankans, endurfjármögnun bankakerfisins og bætur til eigenda innstæðna í erlendum þrotabúum bankanna. Ætla má að hrun fjármálakerfisins hafi fært skuldir sem námu 60% af landsframleiðslu yfir á herðar skattgreiðenda. Þá er reyndar ekki tekið tillit til þess að tekjubólan í aðdraganda hrunsins, sem skóp ríkissjóði miklar skatttekjur, hafði um árabíl fyrir hrun létt skuldabyrði af skattgreiðendum og að mikill samdráttur hefði orðið í tekjum ríkissjóðs sem leitt hefði til skuldasöfnunar jafnvel þótt bankarnir hefðu staðist álagið. Ef tekið er tillit til þessa gæti látið nærri lagi að hrein áhrif fjármálahrunsins nemi 40% af landsframleiðslu. Minnihluti þessarar skuldar eru erlendar skuldir, en þó nægar til þess að hafa veruleg áhrif á jöfnuð þáttatekna á næstu árum, enda nema hreinar erlendar skuldir hins opinbera meira en þriðjungi hreinnar stöðu þjóðarbúsins.

Erlendar skuldir ríkissjóðs fyrir kreppuna voru orðnar afar litlar. Ríkissjóður tók þó 1 milljarð evra að láni síðla árs 2006 í því skyni að styrkja gjaldeyrisforðann. Þótt lántakan hafi átt sér stað næstum tveimur árum fyrir hrunið má segja að hún tengist fjármálakreppunni, enda var hún viðbrögð við erlendum lausafjáranda bankanna fyrir á árinu. Ekki var um hreina skuldaaukningu að ræða og tekjur af fjárfestingu hafa numið u.þ.b. vaxtakostnaði af láninu. Eftir hrunið hafa erlendar skuldir hins opinbera aukist, eða munu aukast, fyrst og fremst af tveimur ástæðum: Sakir áframhaldandi stækkunar gjaldeyrisforðans og þegar samningar takast vegna uppgjörs við hollenska og breska ríkið vegna eigenda innstæðna í hollenskum og breskum útibúum Landsbankans. Áhrif hins síðarnefnda á hreina skuldastöðu verða mun meiri. Áætlað er að vergar erlendar skuldir hins opinbera muni nema u.þ.b. 44% af landsframleiðslu þegar þær verða mestar sem er töluvert hærra hlutfall en undanfarna áratugi. Fyrri hámark var árið 2001 þegar skuldahlutfallið náði 31% af landsframleiðslu en áður hafði hlutfallið komist í 29% árið 1995. Hreinar skuldir hins opinbera verða þó aldrei meiri en fjórðungur landsframleiðslu. Eins og getið er í inngangi verður greiðslubyrði vegna erlendra skulda hins opinbera þó líklega ekki til muna meiri en um miðbik níunda áratugarins þegar vextir voru almennt mun hærri en nú.

Hvað þýða þær niðurstöður sem hér hafa verið kynntar fyrir líklega gengisþróun krónunnar á næstu árum? Því er ekki auðsvarað. Ekki er ástæða til þess að ætla að erlendar skuldir einkageirans breyti í sjálfu sér einhverju um vikmörk raungengis miðað við sögulega þróun,

enda verða þær þegar öll kurl koma til grafar líklega minni en fyrir hrun. Miklar heildarskuldir einkageira geta vissulega dregið úr innlendri efnahagsstarfsemi, en takist að greiða úr skuldamálum fyrirtækja er óvíst að skuldsetning þeirra verði til lengdar meiri en fyrir fjármálakreppuna. Meiri erlendar skuldir hins opinbera gætu hins vegar bent til þess að gengi krónunnar verði um nokkurt skeið eitthvað lægra en að jafnaði undanfarna áratugi, einkum ef lögð verður rík áhersla á að draga úr skuldunum á ný. Slíkt er einnig í samræmi við reynslu annarra þjóða sem gengið hafa í gegnum fjármálakreppur. Vandinn sem þjóðin stendur frammi fyrir í gengismálum varðar hins vegar ekki fyrst og fremst skuldastöðuna sem slíka, heldur hitt að töluvert stór hluti skulda hins opinbera og fjármálakerfisins í íslenskum krónum er við erlenda aðila. Eins og sakir standa er líklegt að töluvert stór hluti þeirra myndi umsvifalaust selja krónueignir sínar kæmu gjaldeyrishöft ekki í veg fyrir það. Þennan vanda má leysa með tvennum hætti: Með því að hleypa hinum ókyrru fjárfestum út í smáum skrefum eða fá þá eða aðila sem vilja kaupa krónurnar af þeim til þess að binda fé sitt til lengri tíma. Takist að endurreisa traust á innlent efnahagslíf í þeim mæli að jafnmargir erlendir fjárfestar séu reiðubúnir að kaupa þessar eignir og að selja er hægt að afnema höftin án þess að það raski jafnvægi á gjaldeyrismarkaði. Til þess að endurheimta traust á efnahagslíf landsins þarf þokuhjúpnum sem nú umlykur skuldir hins opinbera og þjóðarbúsins að léttu. Þessa grein má líta á sem dálítið þokuljós í þeirri viðleitni að greina landslagið sem er framundan. Það er vissulega nokkuð úfið, en vel fært.



## Viðauki 1

### Aðferðir við reglubundið uppgjör greiðslujafnaðar og erlendra stöðu þjóðarbúsins

Við uppgjör á greiðslujöfnuði og erlendri stöðu þjóðarbúsins er fylgt alþjóðlegum stöðlum sem aðildarþjóðir Alþjóðgjaldeyrissjóðsins gangast undir.<sup>31</sup> Staðlað uppgjör er forsenda þess að hægt sé að bera saman niðurstöður milli landa. Við gerð slíkra staðla er reynt að taka tillit til fjölbreytilegra aðstæðna einstakra landa og ólíkra möguleika þeirra til að afla nauðsynlegra gagna. Staðlarnir gefa takmarkað svigrúm til að túlka sérstakar aðstæður í einstökum löndum en leitast er við að útbúa þá þannig að hægt sé að nota þá við margs konar aðstæður. Til þess þurfa þeir að vera mjög ýtarlegir. Uppgjörið mælir viðskipti milli innlendra og erlendra aðila og skuldbindingar þeirra á milli. Í því sambandi skiptir ekki máli hvort viðskipti þeirra á milli fara fram í íslenskum krónum eða erlendum gjaldmiðlum.

Við uppgjör greiðslujafnaðar og erlendra stöðu þjóðarbúsins er innlendir aðili skilgreindur sem sérhver maður eða lögaðili sem hefur fasta búsetu hér á landi samkvæmt lögum um lögheimili. Ríkisfang viðkomandi skiptir því ekki máli. Erlendur ríkisborgari með fasta búsetu á Íslandi er þannig talinn vera innlendir aðili og íslenskur ríkisborgari með fasta búsetu erlendis erlendur aðili. Um lögaðila gildir að fyrirtæki sem hefur höfuðstöðvar sínar á Íslandi telst innlendir aðili þótt það sé að öllu leyti í eigu erlendra aðila og fyrirtæki sem hefur höfuðstöðvar erlendis telst erlendur aðili þótt eigendur þess séu búsettir á Íslandi. Einu undantekningarnar frá þessari reglu eru námsmenn og starfsmenn sendiráða. Íslenskir námsmenn og skyldulið þeirra sem búa erlendis eru taldir með innlendum aðilum. Það sama á við um erlenda starfsmenn sendiráða og erlenda námsmenn á Íslandi, þeir teljast vera erlendir aðilar.

#### Greiðslujöfnuður

*Greiðslujöfnuður* sýnir umfang viðskipta og fjármagnsflutninga milli innlendra og erlendra aðila. Í greiðslujöfnuð eru skráðar tekjur og gjöld í viðskiptum við útlönd og fjármagnshreyfingar á milli innlendra og erlendra aðila. Greiðslujöfnuður samanstendur af viðskiptajöfnuði og fjármagnsjöfnuði, sem fræðilega eiga að jafna hvor annan út þannig að samtala þeirra á gefnu tímabili verði núll því að öll viðskipti og fjárfestingu þarf að fjármagna með einhverjum hætti. Í reynd er þó ávallt mismunur á þessum liðum og myndar mismunurinn liðinn skekkjur og vantalið.<sup>32</sup>

#### Viðskiptajöfnuður

*Viðskiptajöfnuður* mælir tekjur og gjöld þjóðarbúsins vegna viðskipta við erlenda aðila á ákveðnu tímabili. Gjaldaliðir eru sýndir með neikvæðu formerki.<sup>33</sup> Ef tekjur eru hærri en gjöld á tímabilinu er talað um viðskiptaafgang en viðskiptahalla ef gjöld eru hærri en tekjur.

31. Balance of Payments Manual, 5th Edition.

32. Í rammagrein 2 í *Peningamálum* 2005/3, bls. 37-39, er umfjöllun um skekkjulið greiðslujafnaðar.

33. Undantekning á þessari reglu er neikvæð endurfjárfesting í beinni fjárfestingu.

Viðskiptajöfnuði er skipt í fjóra hluta, vöruskiptajöfnuð, þjónustujöfnuð, jöfnuð þáttatekna og rekstrarframlög. Til rekstrarframlaga teljast meðal annars framlög ríkisins til alþjóðastofnana og þróunaraðstoðar. Í þessari grein skipta vöru- og þjónustujöfnuður eða rekstrarframlög ekki meginmáli og því verður ekki fjallað frekar um þau atriði.<sup>34</sup>

### Jöfnuður þáttatekna

*Þáttatekjum* er skipt í tvo hluta, launatekjur og tekjur af fjárfestingu. Til launagjalda teljast laun manna sem starfa á Íslandi en eru búsettir erlendis og launatekjur eru laun sem menn búsettir á Íslandi fá greidd frá atvinnurekanda í öðru landi. Til tekna af fjárfestingu teljast tekjur af eignum innlendra aðila erlendis, bæði ávöxtun hlutafjár, sem samanstendur af arðgreiðslum og endurfjárfestum hagnaði, og vaxtatekjur. Til fjárfestingargjalda telst það sem innlendir aðilar greiða erlendum aðilum vegna eigna þeirra hér á landi. Tekju- og gjaldaliðum í þáttatekjujöfnuði er skipt niður eftir eðli fjárfestingarinnar sem liggur að baki þ.e. tekjur af beinni fjárfestingu, verðbréfafjárfestingu og tekjur af öðrum eignum.

Vaxta- og arðgreiðslur eru færðar til tekna ef undirliggjandi er erlend eign innlands aðila og til gjalda þegar dæmið snýr öfugt. *Endurfjárfestingur hagnaður*, sem er hlutdeild eiganda af hagnaði sem ekki er greiddur út sem arður, er hins vegar flóknari í meðförum. Þegar hagnaður verður á rekstri fyrirtækis sem innlendir aðilar eiga erlendis er sá hluti hagnaðarins, sem ekki er greiddur í arð, mældur sem tekjur af fjárfestingu í þáttatekjujöfnuði. Þar sem tekjurnar eru ekki greiddar eigendum teljast þær jafnframt til nýrrar fjárfestingar (jákvæð endurfjárfesting) í erlenda fyrirtækinu. Jákvæð endurfjárfesting er einnig færð í fjármagnsjöfnuð sem útstreymi fjármagns. Verði hins vegar tap á rekstri sama fyrirtækis kallast það neikvæð endurfjárfesting og færast með neikvæðu formerki á tekjuhlið þáttatekna og á móti sem innstreymi fjár í fjármagnsjöfnuði.

Fram til ársins 2008 var beitt aðferð við mat á virði arðs og endurfjárfestingar sem tók tillit til verðhækkunarágóða (e. capital gain) og verðlækkunartaps (e. capital loss). Virðisbreyting hlutafjár, t.d. vegna viðskiptavildar, getur haft mikil áhrif á þáttatekjur sé hún tekin með í reikninginn. Þegar þessari aðferð er beitt getur það því komið fram í miklum sveiflum á þáttatekjujöfnuði, sérstaklega ef stór hluti eigin fjár fyrirtækja í beinni fjárfestingu er í formi viðskiptavildar eða annarra eigna sem orðið geta fyrir miklum verðbreytingum. Frá ársbyrjun 2009 hefur einungis verið tekið tillit til rekstrarafkomu fyrirtækja þegar virði arðgreiðslna og endurfjárfestingar er metið. Til að gæta samræmis í mælingu þáttatekna voru tölur tímabilsins 2005 til 2008 endurmetnar samkvæmt hinni nýju aðferð um leið og breytt var um aðferð.<sup>35</sup>

### Fjármagnsjöfnuður

*Fjármagnsjöfnuður*, eða öllu heldur niðurstaða hans, mælir fjármagnsflæði milli innlendra og erlendra aðila. Flæði fjármagns milli umræddra

34. Nánari lýsingu á aðferðafræði við útreikning vöru- og þjónustujafnaðar má finna á vef Hagstofu Íslands, [www.hagstofa.is](http://www.hagstofa.is)

35. Skiptar skoðanir hafa verið á aðferðafræði Seðlabankans við útreikning á þáttatekjum. Um áhrif mismunandi aðferða á þáttatekjujöfnuð hefur verið skrifað víða m.a. í grein Daníels Svavarssonar og Péturs Armar Sigurðssonar, Erlend staða þjóðarbúsins og þáttatekjur, í *Peningamálum* 2007/2.

aðila getur verið í formi lánveitingar, lántöku, greiðslu af láni eða hluta-fjár. Sé um að ræða nettóinnflæði fjármagns er það merki um að innlendar aðilar hafi fengið lánað meira hjá erlendum aðilum en þeir hafa lánað þeim, að teknu tilliti til endurgreiðslna af lánum. Sé nettóút-streymi fjármagns hafa innlendar aðilar lánað erlendum aðilum meira en öfugt á ákveðnu tímabili, ársfjórðungi eða ári. Önnur skýring á út-streymi fjármagns eru afborganir af lánum erlendra aðila.

### Erlend staða þjóðarbúsins

*Erlend staða þjóðarbúsins* er efnahagsreikningur þjóðarbúsins gagnvart erlendum aðilum þar sem tilgreindar eru eignir og skuldir innlendra aðila gagnvart erlendum mótaðilum. Staða eigna og skulda er metin í lok ákveðins tímabils og kallast mismunur eigna og skulda hrein staða þjóðarbúsins. Sé verðmæti eigna meira en skuldir er staðan jákvæð en neikvæð ef skuldir eru meiri en eignir.

### Samband erlendar stöðu þjóðarbúsins og fjármagnsjafnaðar

Við uppgjör á erlendra stöðu þjóðarbúsins er fylgt sömu sundurliðun og gildir um fjármagnsjöfnuð því að samband er þar á milli. Mismunur á upphafsstöðu erlendar stöðu þjóðarbúsins á gefnu tímabili og loka-stöðu þess endurspeglar í fjármagnsjöfnuði að frádregnu endurmati vegna verðbreytinga og breytinga á gengi gjaldmiðla. Það gildir að þeirri forsendu gefinni að upplýsingar um alla atburði tímabilsins liggja fyrir þegar uppgjör fer fram. Vegna þess að svo er ekki í reynd myndast ævinlega einhver óútskýrður munur þar á milli. Einnig getur það skekk myndina ef uppgjör viðskipta dreifist yfir meira en eitt tímabil (tíma-skekkja). Sem dæmi um tímaskekkju í mælingum má nefna að þegar tilkynnt er um hlutafjárkaup erlends aðila á ákveðnum tímamarki getur verið að lokauppgjör viðskiptanna fari fram á síðara tímabili og því myndast ósamræmi milli erlendar stöðu og fjármagnsjafnaðar.

### Bein fjárfesting

Þegar fjárfestir í einu landi á meira en 10% af hlutafé í fyrirtæki í öðru landi kallast það *bein fjárfesting*. Gert er ráð fyrir því að þegar eignar-hlutur er svo stór eða stærri sé það ætlun fjárfestis að hafa áhrif á stjórnun og stefnu félagsins og stofna til viðskiptasambands til langs tíma. Fjárfesting í verðbréfum er hins vegar oft hugsuð til skemmri tíma. Litið er á lán fjárfestis eða fyrirtækja í hans eigu sem viðbótar-fjárfestingu hans í viðkomandi fyrirtæki. Bein fjármunaeign fjárfestis samanstendur því af hlutdeild í bókfærðu eigin fé og lánstöðu milli tengdra aðila. Eigið fé er metið á bókfærðu virði að meðtöldum endur-fjárfestum hagnaði.<sup>36</sup>

### Lán milli tengdra félaga

Lánviðskipti milli tengdra fyrirtækja sem eru aðilar að beinni fjárfestingu (milli innlends og erlends aðila) teljast bein fjárfesting í uppgjöri

36. Skiptar skoðanir hafa verið á aðferðafræði Seðlabankans við mat á beinni fjármunaeign. Um áhrif mismunandi matsaðferða hefur verið skrifað víða m.a. í grein Daníels Svavarssonar og Péturs Arnar Sigurðssonar, „Erlend staða þjóðarbúsins og þáttatekjur“, *Peningamál* 2007/2, og grein Daníels Svavarssonar, „Áætlað markaðsverðmæti erlendra eigna og skulda og áhrif breytinga á ytri skilyrðum á hreina erlenda stöðu“, *Peningamál* 2008/1.

greiðslujafnaðar og við mat á erlendri stöðu þjóðarbúsins. Sé t.d. um að ræða fjárfestingu erlends móðurfélags í dótturfyrirtæki á Íslandi er hún flokkuð skuldamegin í stöðunni og hrein viðskipti þeirra á milli koma þar fram. Lánaviðskipti þeirra á milli geta verið heldur frá móðurfélagi til dótturfélags eða öfugt. Hið sama á við þegar innlendir aðilar fjárfesta í fyrirtæki erlendis. Öll lánaviðskipti þeirra á milli koma fram eignamegin í stöðunni.

Sú staða getur hæglega komið upp að innlent dótturfyrirtæki láni erlendu móðurfyrirtæki hærri fjárhæð en nemur fjárfestingu móðurfyrirtækisins í hlutafé dótturfyrirtækisins. Í því tilfelli myndast, þótt það hljómi annkannalega, jákvæð skuld. Einnig getur myndast neikvæð eign ef þessu dæmi er snúið við. Þessi aðferð við meðhöndlun skulda í beinni fjárfestingu er ólík þeirri sem beitt er þegar lánaviðskipti milli ótengdra aðila eiga sér stað. Slík viðskipti eru mæld brúttó og koma fram bæði eigna- og skuldamegin.

### Breytingar á aðferðum við mat á beinni fjárfestingu

Nýlega tók Seðlabankinn upp nýja aðferð við mælingu tekna af beinni fjárfestingu í greiðslujafnaðaruppgjöri. Breytingin náði til gagna aftur til ársins 2006 og hafði veruleg áhrif á niðurstöðu þáttatekjujafnaðarins á árunum 2006-2008 og þar með á viðskiptajöfnuðinn á þessu tímabili.

Alþjóðlegir staðlar heimila tvær aðferðir við að mæla tekjur af beinni fjárfestingu, annars vegar með mælingu á rekstrarafkomu fyrirtækis og hins vegar mælingu á heildarafkomu þess. Fyrri aðferðin lítur eingöngu á hagnað eða tap sem tengist reglulegri starfsemi fyrirtækisins en ekki er tekið tillit til tekna eða gjalda sem stafa af verðbreytingu eigna og skulda (e. capital gain/loss), t.d. vegna virðisbreytinga eigna sjálfra eða breytinga á gengi gjaldmiðla. Síðari aðferðin tekur tillit til allra þátta, þar með talið tekna og gjalda sem koma til vegna virðisbreytinga eða breytinga á gengi gjaldmiðla.

Þótt síðari aðferðin gefi réttari mynd af stöðu fyrirtækisins á tilteknum degi er verð margra eigna mjög hverfult og oft erfitt að mæla það. Af þessari ástæðu mæla staðlar fyrir gerð þjóðhagsreikninga í dag með fyrri aðferðinni. Alþjóðastofnanir, eins og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn og Efnahags- og framfarastofnunin (OECD), hafa í seinni tíð mælt með fyrri aðferðinni við mat á beinni fjárfestingu í þjóðhagsreikningum og er sú aðferð notuð í dag í flestum ríkjum innan OECD.<sup>37</sup>

Fram til ársins 2009 fylgdi Seðlabankinn seinni aðferðinni. Staðið hafði til nokkuð lengi að breyta um aðferð, en ýmislegt komið í veg fyrir það, t.d. hefur verið erfitt að fá nauðsynleg gögn frá fyrirtækjum. Hin nýja aðferð sem tekin var upp í ársbyrjun 2009 gerir tölur um beina fjárfestingu samanburðarhæfari en áður við helstu viðskiptalönd Íslands.

37. Sjá nánar í Balance of Payments Manual, 5th Edition og OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investments, 4th Edition.

## Viðauki 2

Sjálfbærni hreinnar stöðu (skuldastöðu ef hrein staða er neikvæð) má skilgreina með mismunandi hætti. Algengt er að staða sé talin sjálfbær ef hlutfall hennar af vergri landsframleiðslu versnar ekki á tímabilinu sem um ræðir.

Hrein staða þjóðarbúsins breytist frá einum tíma til annars sakir breytinga á verði eigna og skulda, afskrifta eigna og skulda og afgangs eða halla á viðskiptajöfnuði. Að slepptum verðbreytingum og afskriftum (eða ef verðbreytingar eru færðar til gjalda og tekna í þáttatekjuföfnuðinum) gildir að:

$$HS_t = HS_{t-1} + VJ_t \quad (x1)$$

þar sem  $HS_t$  stendur fyrir hreina stöðu í lok tímabils  $t$  og  $VJ_t$  er viðskiptajöfnuður á tímabili  $t$ .

Viðskiptajöfnuður er mismunur útflutnings ( $Útfl_t$ ) og innflutnings vöru og þjónustu ( $Innfl_t$ ) að viðbættum þáttatekjuföfnuði sem samanstendur af launatekjum og fjármagnstekjum inn og út úr landinu. Ef við sleppum launatekjum sem eru tiltölulega lítil hluti af heildinni má rita samband viðskiptajafnaðar, útflutnings, innflutnings, vaxta og skulda á þennan hátt:

$$VJ_t = Útfl_t - Innfl_t + r_t \cdot HS_{t-1} \quad (x2)$$

þar sem  $r_t$  eru nafnvextir (eða nafnávöxtun) á tímabili  $t$ .

Þegar rætt er um sjálfbærni skulda er miðað við að hlutfall hreinnar skuldar af landsframleiðslu hækki ekki. Ef hagvöxtur er enginn og verðlag breytist ekki er það vísbending um ósjálfbærni ef hrein skuld fer hækkandi. Ef þjóðarbúskapurinn vex hins vegar, eins og algengast er, og verðlag hækkar, getur hrein skuld aukist en samt verið sjálfbær af því að hlutfall hennar af landsframleiðslu hækkar ekki.

Ef gert er ráð fyrir að landsframleiðslan vaxi um  $g_t$  á tímabili  $t$  þannig að verg landsframleiðsla á tímabili  $t$  sé  $VLF_t = (1 + g_t)VLF_{t-1}$  fæst með því að deila upp í jöfnu (x1) að:

$$\frac{HS_t}{VLF_t} = \frac{HS_{t-1}}{(1 + g_t)VLF_{t-1}} + \frac{VJ_t}{VLF_t} \quad (x3)$$

Skilyrði þess að skuldastaðan sé sjálfbær er sem fyrr segir að hrein staða í hlutfalli af vergri landsframleiðslu vaxi ekki heldur sé stöðug, þ.e. að  $HS_t/VLF_t = HS_{t-1}/VLF_{t-1}$ . Ef þetta skilyrði er sett inn í jöfnu (x3) og jafnan einfölduð fæst að:

$$\frac{VJ_t}{VLF_t} = \frac{g_t}{1 + g_t} \frac{HS_t}{VLF_t} \quad (x4)$$

Ef hrein staða er neikvæð sem nemur 100% af vergri landsframleiðslu og þjóðarbúið vex um 5% ( $g_t = 0,05$ ) gefur jafna (x4) að viðskiptahalli sem nemur tæplega 5% af landsframleiðslu sé samrýmanlegur því að skuldabyrðin sé sjálfbær.

Innsetning í jöfnu (x2) gefur að:

$$\begin{aligned} \frac{VJ_t}{VLF_t} &= \frac{\dot{U}tfl_t - Innfl_t}{VLF_t} + r_t \frac{HS_{t-1}}{VLF_t} \\ \Rightarrow \frac{g_t}{1+g_t} \frac{HS_t}{VLF_t} &= \frac{\dot{U}tfl_t - Innfl_t}{VLF_t} + \frac{r_t}{1+g_t} \frac{HS_t}{VLF_t} \quad (x5)^{38} \\ \Rightarrow \frac{g_t - r_t}{1+g_t} \frac{HS_t}{VLF_t} &= \frac{\dot{U}tfl_t - Innfl_t}{VLF_t} \end{aligned}$$

Þessi jafna sýnir hvernig hagvöxtur og vextir hafa áhrif á sjálfbærni hreinnar stöðu þjóðarbúsins. Ef hagvöxtur er mikill miðað við vexti getur innflutningur verið meiri en útflutningur en neikvæð hrein staða samt verið sjálfbær. Þetta skýrist af því að þótt skuldabyrðin vaxi í þessu tilfalli vex hún ekki meira en landsframléiðslan. Ef hins vegar vextir eru umfram hagvöxt og hrein staða er neikvæð verður útflutningur að vera meiri en innflutningur til að forða því að vöxtur skulda verði ósjálfbær.

38. Útgáfu af þessari jöfnu má finna í ritgerð Robert Tchaidze, „Estimating Iceland's real equilibrium exchange rate“, IMF working paper nr. 276 2007 (desember 2007) (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2007/cr07296.pdf>), bls. 11.



*Heimildir*

- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2010), Staff Report for the 2010 Article IV Consultation and Third Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Modification of Performance Criteria (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2010/cr10305.pdf>)
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Balance of Payments Manual, 5th Edition.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Balance of Payments and International Investment Position Manual, 6th Edition
- Arnór Sighvatsson og Gunnar Gunnarsson (2011), Iceland's financial disaster and its fiscal impact, grein í bók Edward Elgar, Managing Risk in the Financial System (væntanleg 2011).
- Daníel Svavarsson (2008), Áætlað markaðsverðmæti erlendra eigna og skulda og áhrif breytinga á ytri skilyrðum á hreina erlenda stöðu, *Peningamál* 2008/1.
- Daníel Svavarsson og Pétur Örn Sigurðsson (2007), Erlend staða þjóðarbúsins og þáttatekjur, *Peningamál* 2007/2 (<http://www.sedlabanki.is/lisalib/get-file.aspx?itemid=5251>).
- Fjármálaráðuneytið, Endurreisn bankanna lokið, fréttatilkynning 82/2009. Margvíslegt efni frá slitanefndum: <http://www.lbi.is>, <http://www.glitnirbank.com>, <http://www.kaupthing.com>
- OECD, OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investments, 4th Edition.  
*Peningamál* 2005/3  
*Peningamál* 2006/1  
*Peningamál* 2007/1  
*Peningamál* 2011/1
- Rannsóknarnefnd Alþingis (2010), Aðdragandi og orsakir falls íslensku bankanna 2008 og tengdir atburðir, 2. bindi.
- Tchaidze, Robert, (2007), Estimating Iceland's real equilibrium exchange rate, IMF working paper nr. 276 (Desember 2007).
- Vefur Hagstofu Íslands, [www.hagstofa.is](http://www.hagstofa.is)
- Vefur Seðlabanka Íslands, [www.sedlabanki.is](http://www.sedlabanki.is)