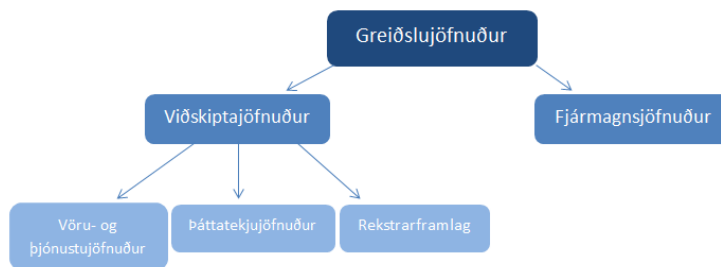


9. desember 2014

Lenging Landsbankabréfsins minnkar greiðslujafnaðarvandann

Í síðustu viku veitti Seðlabankinn LBI hf. (gamla Landsbankanum) undanþágu fyrir greiðslu 400 ma.kr. til forgangskröfuhafa. Að auki veitti Seðlabankinn vilyrði fyrir frekari undanþágum af framtíðar innheimtum LBI hf. Þessi undanþága Seðlabankans liðkaði fyrir samþykktum á skilmálabreytingum á skuldabréfi milli LBI hf. og Landsbankans sem undirritaðar voru í vor, en þær fela í sér lengingu á líftíma skuldabréfanna. Með lengingu Landsbankabréfsins hefur þjóðarskútan nú borð fyrir báru þegar kemur að greiðslujöfnuði næstu ára.

Fyrir lítið, opið hagkerfi með sína eigin mynt skiptir þróun greiðslujafnaðar landsins töluverðu máli. Greiðslujöfnuðurinn lýsir öllum viðskiptum innlendra aðila við erlenda og segir þannig til um hvernig t.d. innflutningur, útflutningur og gjaldeyrisforði landsins eru að þróast. Undirliðir greiðslujafnaðar eru annars vegar viðskiptajöfnuður og hins vegar fjármagnsjöfnuður, en fjármagnsjöfnuður lýsir fjárflæði á milli innlendra og erlendra aðila. Þar myndi erlend lántaka t.d. auka fjárstreymi til landsins á meðan endurgreiðsla erlendra skulda þýddi fjárstreymi úr landi.



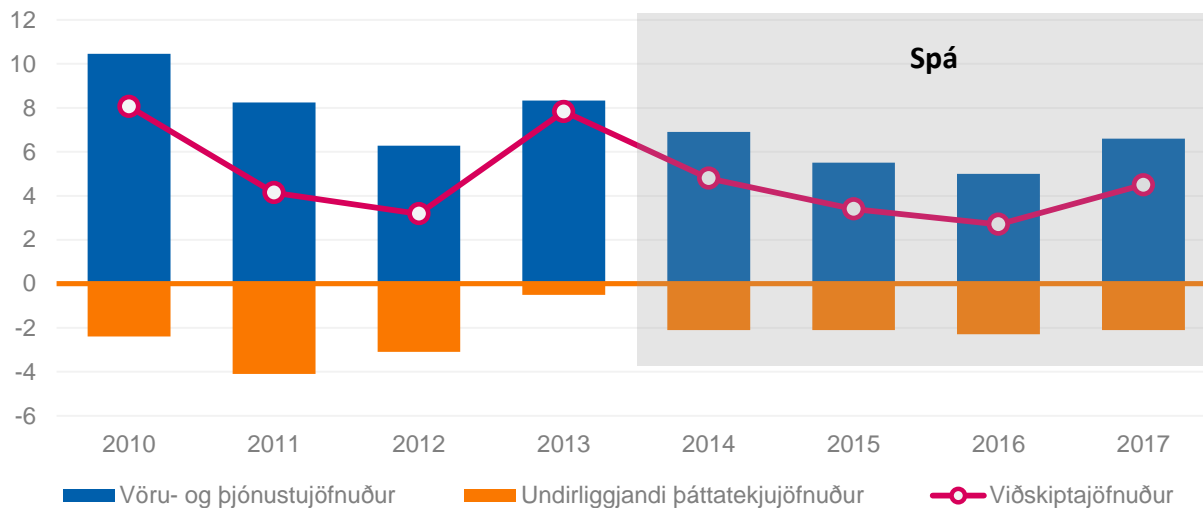
Afgangur af viðskiptum Íslands við útlönd er því lykilstærð þegar kemur að afnámi hafta, enda nemur viðskiptaafgangurinn þeim gjaldeyri sem þjóðarbúið aflar til þess að bæta erlenda eignastöðu þjóðarbúsins t.d. með niðurgreiðslu skulda. Líkt og Greiningardeild [hefur áður fjallað um](#) var útlit fyrir að þung afborgunarbyrði af skuldum Landsbankans við forvera sinn skapaði áhættu fyrir greiðslujöfnuð landsins, en útlæði gjaldeyris í tengslum við uppgjör skuldarinnar hefði ýmist getað valdið gengissigi eða ágangi á gjaldeyrisforða Seðlabankans. Því er fagnaðarefni að nú hafi samkomulag loksins náðst varðandi endanlega útgáfu samningsins milli gamla og nýja Landsbankans um lengingu skuldarinnar, en þannig er áhætta vegna misræmis á greiðsluflæði takmörkuð stórlega.

Spáum minnkandi en jákvæðum viðskiptaafgangi

Greiningardeild spáir því að afgangur af viðskiptum við útlönd fari minnkandi á næstu tveimur árum. Við teljum takmarkaðar líkur á því að viðskiptaafgangurinn snúist í halla í nánustu framtíð, enda væri það úr takti við reynslu annarra ríkja sem hafa þurft að kljást við sambærilegar aðstæðurog Greiningardeild fjallaði um í [Markaðspunktum í lok apríl](#) síðastliðnum.

Viðskiptajöfnuður

- % af VLF



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Arion banka

Spá Greiningardeildar um viðskiptajöfnuð til næstu þriggja ára byggir á [þjóðhagsspá](#) deildarinnar síðan í október. Gangi spáin eftir mun undirliggjandi afgangur af viðskiptum við útlönd nema um 4,8% af vergri landsframleiðslu í ár (hann var 5,1% að meðaltali á fyrstu níu mánuðum ársins), mun svo dragast saman og verða um 2,7% af VLF árið 2016, en aukast á ný í kjölfar batnandi vöru- og þjónustujafnaðar. Uppsafnaður viðskiptaafgangur verður því um 10,6% af árlegri meðallandsframleiðslu á næstu þremur árum, en það er nokkru minna en á undanförunum þremur árum (2012-2014) þegar uppsafnaður viðskiptaafgangur nam 14% árlegrar meðallandsframleiðslu, miðað við spá Greiningardeildar um afgang árið 2014.

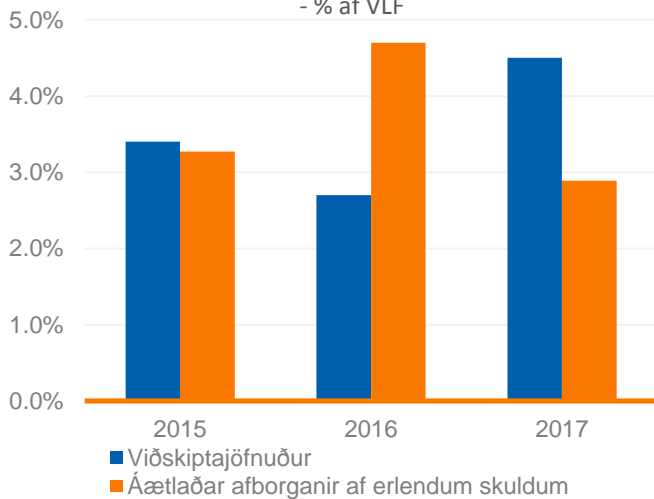
Ein helsta ástæða áframhaldandi jákvæðs viðskiptajafnaðar er vöxtur í útflutningi á næstu árum, einkum í ferðaþjónustu framan af, en undir lok tímabilsins gerum við einnig ráð fyrir að útflutningur á kísil verði hafin. Innflutningur er töluverður framan af á spátímanum en við gerum ráð fyrir að það dragi úr vextinum þegar líður á spátímann og mestur þungi fjárfestingar er yfirstaðinn. Við gerum ekki ráð fyrir að sjá viðlíka aukningu í innflutningi á spátímanum eins og á árum áður þegar einkaneysla var drifin áfram af óhóflegri skuldsetningu og sterkri krónu. Á móti ágætis afgangi af vöru- og þjónustuviðskiptum eykst halli á þáttatekjum. Halli á þáttatekjujöfnuði hefur aukist nokkuð það sem af er ári, bæði vegna afkomubata í áliðnaði, en einnig vegna verri afkomu erlendra fjárfestinga. Við gerum ráð fyrir að áframhaldandi halli verði á þáttatekjum en að bætt afkoma erlendra fjárfestinga muni vega upp á móti hækkandi alþjóðavöxtum og batnandi afkomu áliðnaðarins og því verði ekki veruleg breyting á þáttatekjujöfnuði næstu árin. Batnandi fjármögnunarkjör íslenskra aðila á erlendum mörkuðum, sem koma fram í lægra álagi, geta einnig vegið að einhverju leyti á móti hærri grunnvöxtum. Gert er ráð fyrir stöðugu gengi og lítillaga bættum viðskiptakjörum í spánni.

Lenging Landsbankabréfsins minnkar greiðslujafnaðargatið til muna

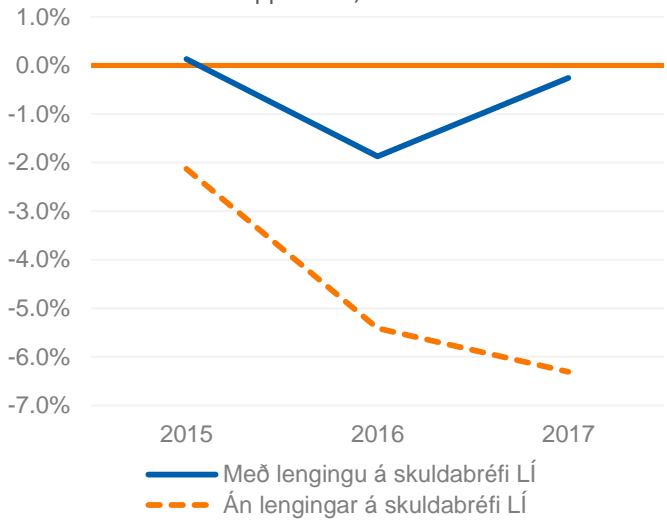
Algeng greiningaraðferð til þess að koma auga á áhættu tengda jafnvægi á greiðslufæði til og frá landinu á næstu árum hefur verið sú að bera áætlaðan viðskiptaafgang saman við samningsbundnar afborganir erlendra lána sem vitað er að falli á gjalddaga á tímabilinu. Sé afborgunarbyrðin meiri en sem nemur væntum viðskiptaafgangi er litið svo á að um áhættuþátt sé að ræða, sem geti valdið ýmist lækkun á gengi gjaldmiðilsins eða ágangi á gjaldeyrisforða Seðlabankans.

Seðlabankinn birti í síðustu [Fjármálastöðugleikaskýrslu](#) endurgreiðsluferil þjóðarbúsins ef lenging á skuldabréfi Landsbankans yrði að veruleika. Ef við berum saman þann endurgreiðsluferil við spá okkar um viðskiptajöfnuð til næstu ára kemur í ljós að stærð greiðslujafnaðar "gatsins" sem blasir við þjóðarbúinu er nú mun viðráðanlegra en ef til lengingarinnar hefði ekki komið, eða einungis um 0,3% af VLF uppsafnað á árunum 2015-2017. Með öðrum orðum sjáum við fyrir okkur að aðgerðin nægi til þess að aflétta þrýstingi á greiðslujöfnuðinn vegna erlendra skulda. Það er auðvitað stór munur frá þeirri sviðsmynd sem annars hefði blasað við, en án lánalengingarinnar hefði uppsafnað „gat“ á greiðslujöfnuðinum numið 6,3% af VLF á sama tímabili.

Áætlaðar afborganir af erlendum skuldum (fyrir utan ríkissjóð og SÍ) og viðskiptajöfnuður - % af VLF



Vænt greiðslufafnaðargat mun viðráðanlegra - uppsafnað, % af VLF

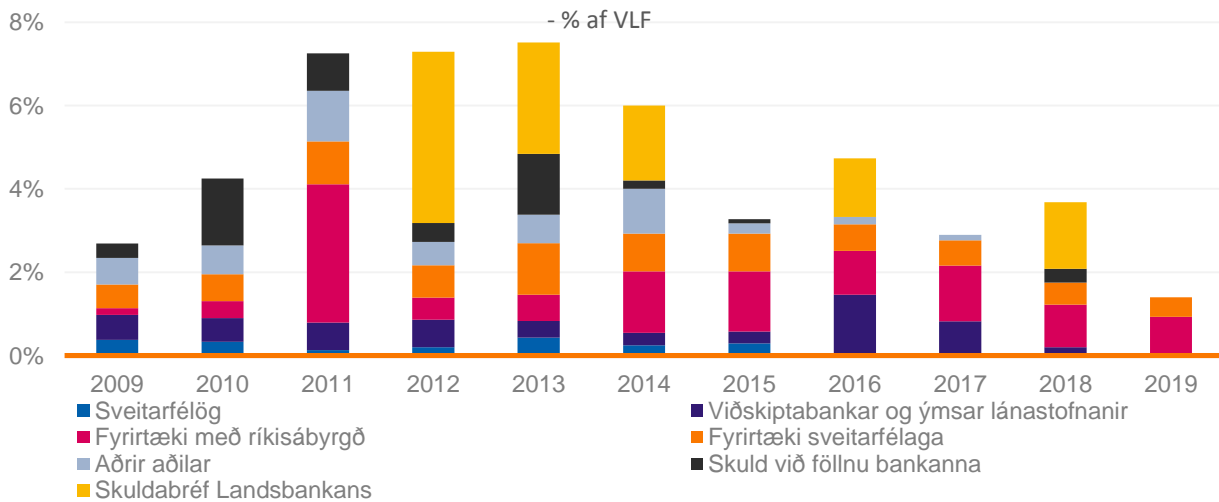


Heimildir: Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Arion banka

Í greiðslufafnaðargreiningunni að ofan er ekki gert ráð fyrir neinu innflæði fjármagns í tengslum við erlenda fjárfestingu og engri endurfjármögnun annarra aðila en Landsbankans. Um 30% af þeim erlendu skuldum sem falla á gjalddaga á árunum 2016 og 2017 eru skuldir viðskiptabanka (að stærstum hluta erlendar skuldir Arion banka og Íslandsbanka) og verður að teljast ólíklegt að þær skuldir verði ekki endurfjármagnaðar, að minnsta kosti að einhverju leyti. Allir þessir þættir geta því bætt stöðuna enn frekar.

Greiðsluferillinn framundan er því orðinn töluvert léttbærari en þær greiðslur sem þjóðarbúið hefur þegar innt af hendi á árunum 2011-2014. Í raun er greiðslubyrði af erlendum lánunum á næstu fjórum árum helmingi lægri, sem hlutfall af vergri landsframléiðslu, en hún hefur verið undanfarin fjögur ár. Á þeim árum var í raun greiðslufafnaðargat sem nam 13% af VLF, en þá var mismunur á erlendum afborganunum og viðskiptajöfnuði dekkjaður með eignasölu og innflæði vegna fjárfestinga innanlands og lánasafna erlendis.

Áætlaðar afborganir af skuldum í erlendra mynt, án SÍ og ríkissjóðs - % af VLF



Heimild: Seðlabanki Íslands

Hver svo sem næstu skref verða í því stóra ferli að afnema gjaldeyrishöft er ljóst að lenging Landsbankabréfsins ein og sér hefur í för með sér að greiðslufafnaðarferill þjóðarbúsins er mun viðráðanlegri. Þrýstingur á krónuna af þeim sökum ætti því að verða minni fyrir vikið.

Greiningardeild Arion banka

Anna Hrefna Ingimundardóttir
anna.ingimundardottir@arionbanki.is

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is

Hrafn Steinarsson
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

Forstöðumaður

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