

**Markaðspunktur í dag:**

- Viðskiptajöfnuður: Hrært í grautnum

**Viðskiptajöfnuður: Hrært í grautnum**

Í dag eru þrjú mælikvarðar á viðskiptajöfnuð; birtur viðskiptajöfnuður (óhreinsaður sem endurspeglar langt því frá hinn rétta viðskiptajöfnuð), viðskiptajöfnuður án innlánastofnana í slitameðferð (lítillega hreinsaður og endurspeglar betur hinn rétta viðskiptajöfnuð) og að lokum viðskiptajöfnuður án innlánastofnana í slitameðferð og án áhrifa Actavis (hreinsaður viðskiptajöfnuður og endurspeglar einna best hinn rétta viðskiptajöfnuð).

Til upprifjunar má geta þess að viðskiptajöfnuður samanstendur í meginatriðum af:

**Viðskiptajöfnuður = Vöru- og þjónustuviðskipti + Vextir og arður til og frá landinu (þáttatekjur)**

Eins og yfirferðin hér að neðan gefur til kynna er alls ekki klippt og skorið hvernig leggja skal mat á viðskiptaafgang Íslands um þessar mundir. Því er verr, því viðskiptaafgangur þjóðarbúsins er einmitt sú stærð sem gefur skýrasta vísbendingu um styrk og sjálfbærni gjaldmiðilsins. Af því leiðir að rétt mat á undirliggjandi viðskiptajöfnuði og traustvekjandi spár skipta alla hlutaðeigandi aðilla miklu máli og ráða miklu um t.d. fjárfestingarákvarðanir, verðbólguvæntingar og spár um vaxtaþróun.

Hér að neðan er farið yfir alla þrjú mælikvarða viðskiptajöfnuðar og rakið hvernig þeir hafa tekið breytingum frá spágildum Seðlabankans og þar til rauntölur lágu fyrir. Það sem vekur athygli er að Seðlabankinn virðist kerfisbundið hafa ofmetið afganginn eða vanmetið hallann á árunum 2010 og 2011, allt eftir því til hvaða mælikvarða horft er til.

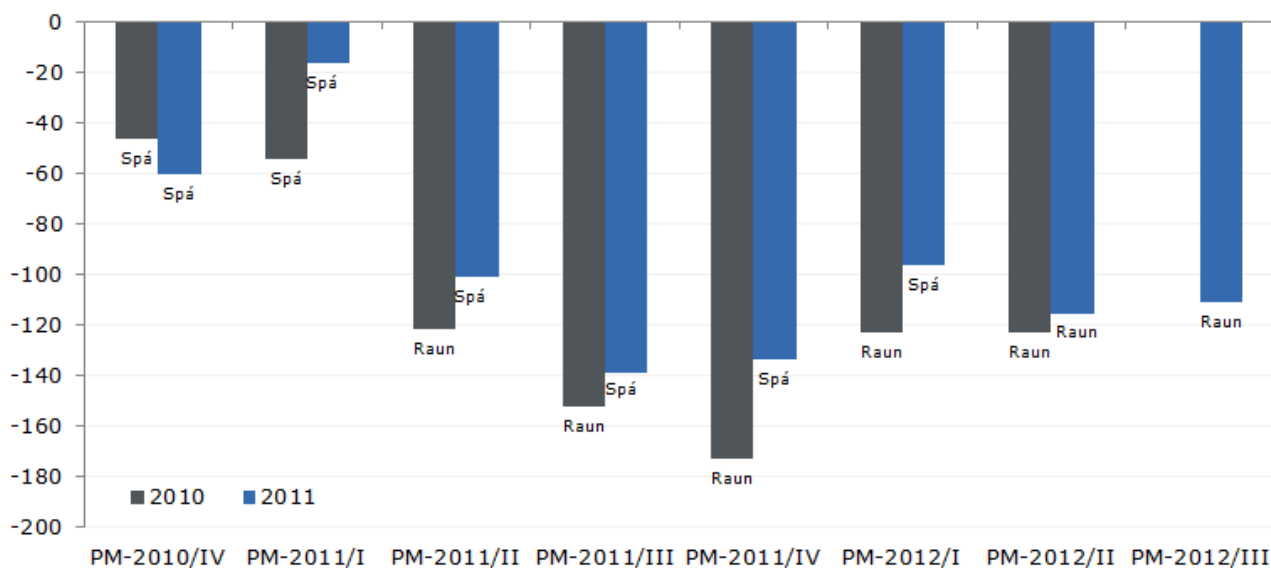
**Birtur viðskiptajöfnuður**

Eins og komið hefur fram þá hafa föllnu bankarnir umtalsverð áhrif á birtan viðskiptajöfnuð. Þau koma fyrst og fremst fram í ofmetnum vaxtagjöldum þjóðarbúsins (ofmetin vegna þess að hér bókfærast vaxtagjöld sem fallið hafa á gömlu bankanna en verða í raun aldrei greidd) og bókast í svokölluðum þáttatekjujöfnuði viðskiptajöfnuðar.

Ef rýnt er í spár Seðlabankans, sést að verulega var vanspáð um viðskiptahalla í Peningamálum 2010-IV m.v. rauntölur eins og þær líta út í dag (mismunurinn upp á 76,5 ma.kr. eða 4,9% af landsframleiðslu). Hins vegar er áætlun bankans frá því í Peningamálum 2011-II, eftir að fyrstu rauntölur lágu fyrir um viðskiptajöfnuð ársins 2010, á pari við rauntölur eins og þær líta út í dag.

### Spár, áætlanir og rauntölur viðskiptajöfnuðar

- í milljörðum króna



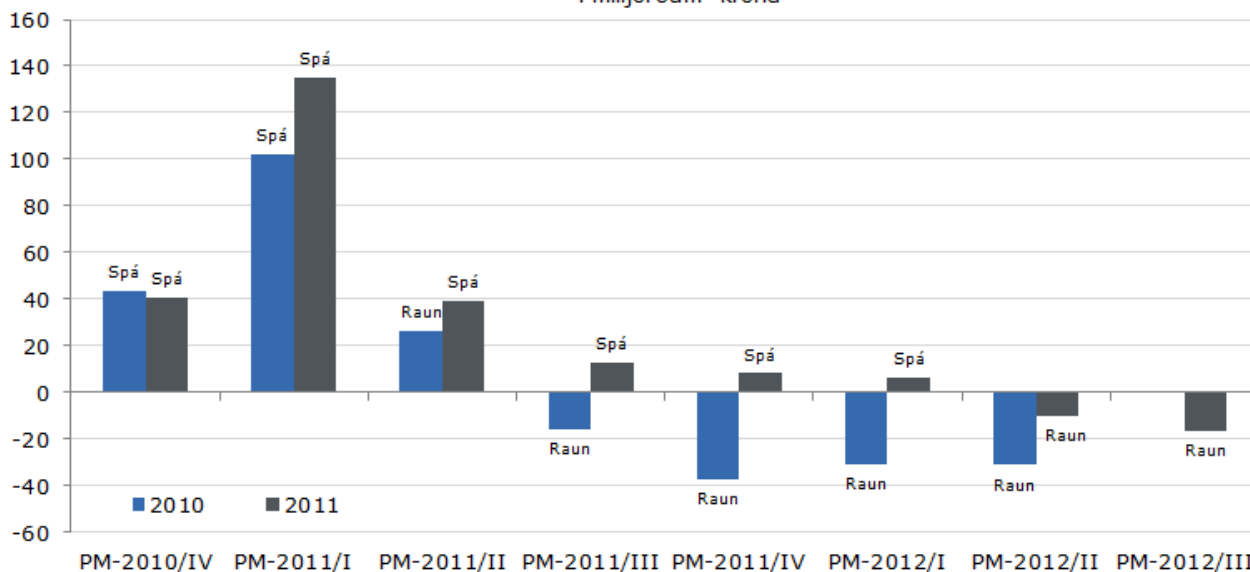
#### Undirliggjandi viðskiptajöfnuður

Svo að áhrif gömlu bankanna séu ekki þvælast fyrir hefur Seðlabankinn um nokkurt skeið birt svokallaðan viðskiptajöfnuð án innlánsstofnanna í slitameðferð (hér eftir undirliggjandi viðskiptajöfnuður). Þá er búið að hreinsa í burtu m.a. áhrif af áðurnefndum áföllnum vaxtagjöldum þrotabúa gömlu bankanna, gjöld sem aldrei verða greidd.

*Árið 2010.* Í lok árs 2010 var gert ráð fyrir ríflega 40 ma.kr. undirliggjandi viðskiptaafgangi á árinu 2010. Sú tala tekur hins vegar stökkbreytingu í febrúar 2011 þegar spáin er uppfærð um ríflega 60 ma.kr. og undirliggjandi viðskiptaafgangur ársins er því á þessum tímapunkti talinn vera ríflega 100 milljarða króna. Þegar hins vegar fyrstu birtu tölurnar komu fram (í mars 2011) þá gerðu áætlanir ráð fyrir afgangi upp á 26 milljarða króna, en í dag gera áætlanir ráð fyrir að halli hafi verið á undirliggjandi viðskiptajöfnuði árið 2010 upp á 31 milljarð króna. Því munar *131 milljarði króna (8,5% af landsframléiðslu ársins)* á bjartsýnustu spá Seðlabankans frá því í febrúar 2011 og endurskoðuðum tölum eins og þær líta út í dag. Hins vegar hafa rauntölur verið endurskoðaðar minna (frá fyrstu birtingu í mars 2011), eða um 57 milljarða króna fyrir árið 2010 eða sem nemur 3,6% af landsframléiðslu.

*Árið 2011.* Ef skoðuð er spá Seðlabankans fyrir undirliggjandi viðskiptajöfnuð ársins 2011 þá hefur hún jafnframt tekið miklum breytingum. Í lok ársins 2010 var gert ráð fyrir 40 milljarða króna undirliggjandi viðskiptaafgangi en sú spá rýkur jafnframt óvænt upp í 135 milljarða króna í fyrstu Peningamálum ársins 2011 (sama og gerðist með spánna fyrir árið 2010). Eftir að fyrstu birtu rauntölurnar lágu fyrir í mars 2012 hefur komið í ljós að undirliggjandi viðskiptajöfnuður var ekki að skila afgangi heldur var jöfnuðurinn neikvæður. Ef allra nýjustu rauntölur þá er útlit fyrir að hallinn nemi 16 milljörðum króna árið 2011. Niðurstaðan er því mismunur frá bjartsýnustu spánni í febrúar 2011 til dagsins í dag upp á *151 ma.kr. (9,3% af landsframléiðslu ársins)*.

### Viðskiptajöfnuður án innlánsstofnanna í slitameðferð - í milljörðum króna



### Undirliggjandi viðskiptajöfnuður án áhrifa Actavis

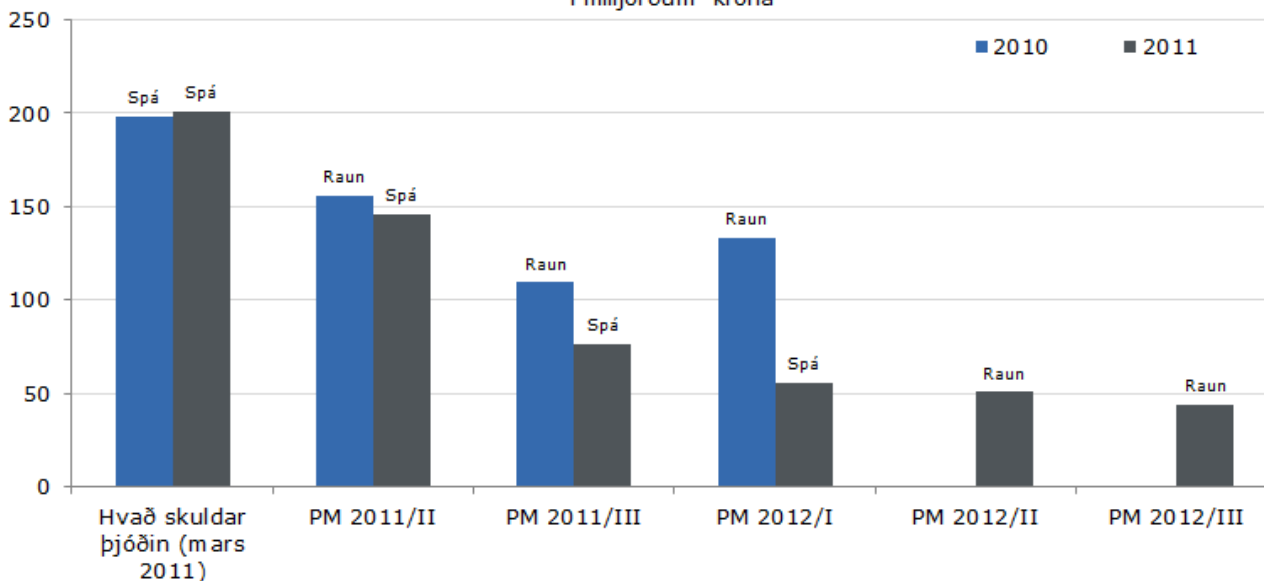
Þriðji mælikvarðinn á viðskiptajöfnuð sem Seðlabankinn birtir, þegar búið er að taka áhrif innlánsstofnanna í slitmeðferð í burtu og einnig áhrif lyfjafyrirtækisins Actavis, er sá sem endurspeglar einna best hinn raunverulega viðskiptajöfnuð. Þessi mælikvarði kemur þó hvergi fram í hagtölum, en var fyrst birtur í riti Seðlabankans: Hvað skuldar þjóðin? (mars 2011) og birtist nú í Peningamálum bankans.

Líkt og sjá má hér að neðan er svipaða sögu að segja um þennan mælikvarða á viðskiptajöfnuði. Seðlabankinn var full bjartsýn í sínum fyrstu birtingum, en þegar leið á spátímann og fyrstu rauntölur birtust þá súrnaði niðurstaðan.

Rifjum í lokin upp síðasta mat Seðlabankans á undirliggjandi viðskiptajöfnuði án áhrifa Actavis. Það var birt í Peningamálum í maí s.l. Þá sá bankinn ástæðu til að hækka talsvert mat sitt á viðskiptaafgangi ársins 2010 á meðan spár fyrir árin 2011 og 2012 eru færðar niður.

Nú er unnið eftir þeirri áætlun að gjaldeyrishöftunum verði aflétt á næsta ári. Væntanlega hefur heldur fækkað í þeim hópi sem telur að höftunum verði aflétt án beltis og axlabanda, eins og reyndar má t.d. lesa út úr nýlegri skýrslu Seðlabankans: [Varúðarreglur eftir gjaldeyrishöft](#). Mat fjárfesta á undirliggjandi viðskiptaafgangi mun hafa töluverð áhrif á hvernig til tekst.

**Viðskiptajöfnuður án innlánsstofnanna í slitameðferð og án Actavis**  
- í milljörðum króna



**Markaðspunktar Greiningardeildar Arion banka**

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Davíð Stefánsson	david.stefansson@arionbanki.is	444-6965
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Hafsteinn Hauksson	hafsteinn.hauksson@arionbanki.is	444-6993
Stefán Broddi Guðjónsson	stefan.gudjonsson@arionbanki.is	444-6959
Þorbjörn Atli Sveinsson	thorbjorn.sveinsson@arionbanki.is	444-6973

**Ábyrgðarmaður: Ásdís Kristjánsdóttir**

**Fyrirvari**

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum sem Greiningardeild Arion banka hefur undir höndum þegar markaðspunktar eru ritaðir. Helstu heimildir eru ársskýrslur, afkomufundir og hluthafafundir auk annarra opinberra upplýsinga sem birst hafa í fjölmiðlum og á öðrum vettvangi. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem tilboð á einn eða annan hátt. Skoðanir og spár geta breyst án fyrirvara. Þrátt fyrir að þess sé sérstaklega gætt að upplýsingarnar séu réttar og nákvæmar þegar þær eru settar fram getur Arion banki, eða starfsmenn Arion banka ekki tekið ábyrgð á villum. Vinsamlegast hafið samband við markaðsviðskipti Arion banka eða ráðgjafa áður en gengið er frá viðskiptum sem byggja á þessum markaðspunktum. Arion banki hf. og starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að gengi einstakra bréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og öfugt.

Arion banki, starfsmenn Arion banka, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Arion banka kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, verðmatsskýrslur og annað útgáfuefni Greiningardeildar Arion banka lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, umsjónaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankajónustu.

**Athugasemdir, ábendingar og fyrirspurnir tengdar markaðspunktum sendist á netfangið [greiningardeild@arionbanki.is](mailto:greiningardeild@arionbanki.is)**