

23. apríl 2014

Nægir að lengja í Landsbankabréfinu

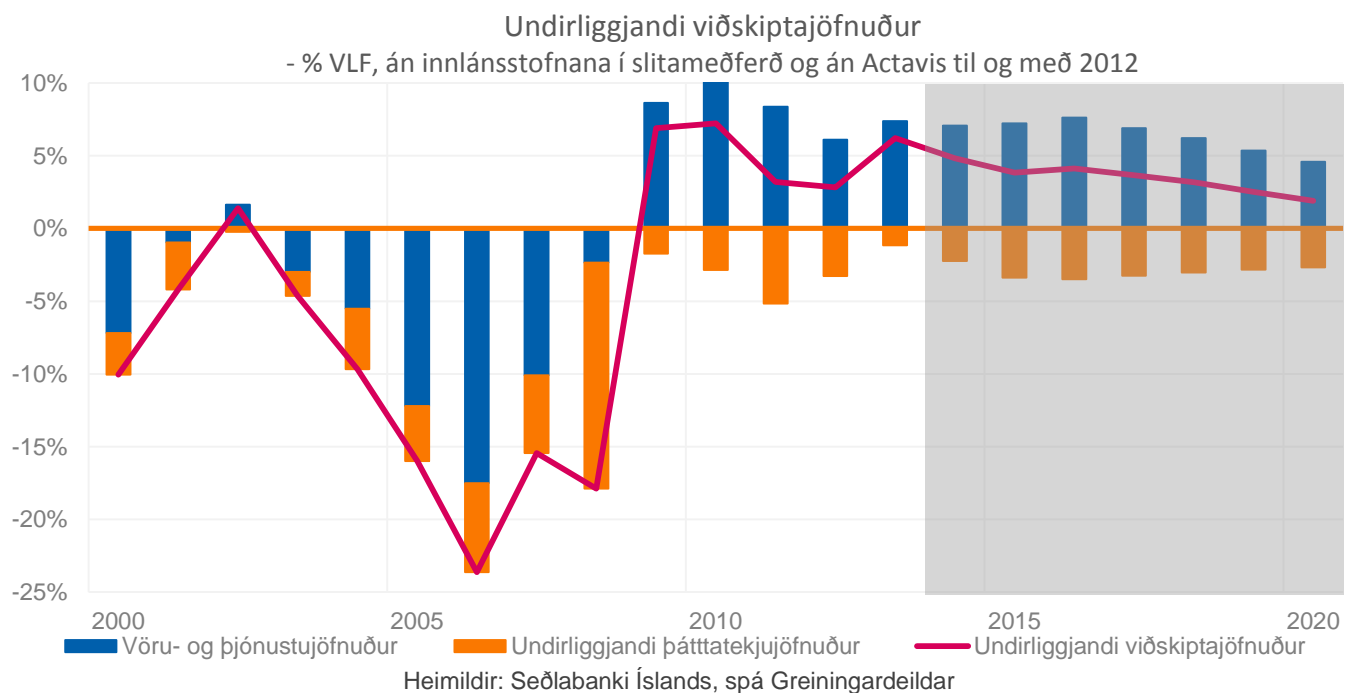
Afgangur af viðskiptum Íslands við útlönd er lykilstærð þegar kemur að afnámi hafta, enda nemur viðskiptaafgangurinn þeim gjaldeyri sem þjóðarbúið aflar til þess að bæta erlenda eignastöðu þjóðarbúsins, t.d. með niðurgreiðslu skulda.

Greiningardeild spáir því að afgangur af viðskiptum við útlönd fari þverrandi á komandi árum. Við teljum hinsvegar að það muni ekki gerast fyrirvaralaust, heldur gæti afgangurinn dregist saman hægt og bítandi yfir lengri tíma. Við teljum afar litlar líkur á því að viðskiptaafgangurinn snúist í halla í nánustu framtíð, enda væri það úr takti við reynslu erlendra ríkja af sambærilegum erfiðleikum og Ísland gengur nú í gegnum.

Að auki er forsenda þess að hagkerfi geti yfirhöfuð rekið sig með viðskiptahalla að einhver sé reiðubúinn að fjármagna innflutning þess umfram útflutning. Því getur verið hjákátlegt að heyra í sömu setningunni lýst áhyggjum af því að viðskiptajöfnuðurinn snúist í halla og að þjóðarbúið hafi engan aðgang að erlendri fjármögnun.

Spá um viðskiptajöfnuð 2014-2020 í takti við sögulega reynslu

Spá Greiningardeildar um viðskiptajöfnuð til næstu sjö ára byggir á [þjóðhagsspá deildarinnar](#) síðan í febrúar. Gangi spáin eftir mun afgangur af viðskiptum við útlönd, án áhrifa innlánsstofnana í slitameðferð, nema um 4,8% í ár, en dragast síðan saman og verða um 1,9% árið 2020. Uppsafnaður viðskiptaafgangur verður því um 23% af árlegri meðallandsframléiðslu tímabilsins, en það er nokkru minna en á síðustu fimm árum þegar uppsafnaður viðskiptaafgangur nam 26% árlegrar meðallandsframléiðslu.

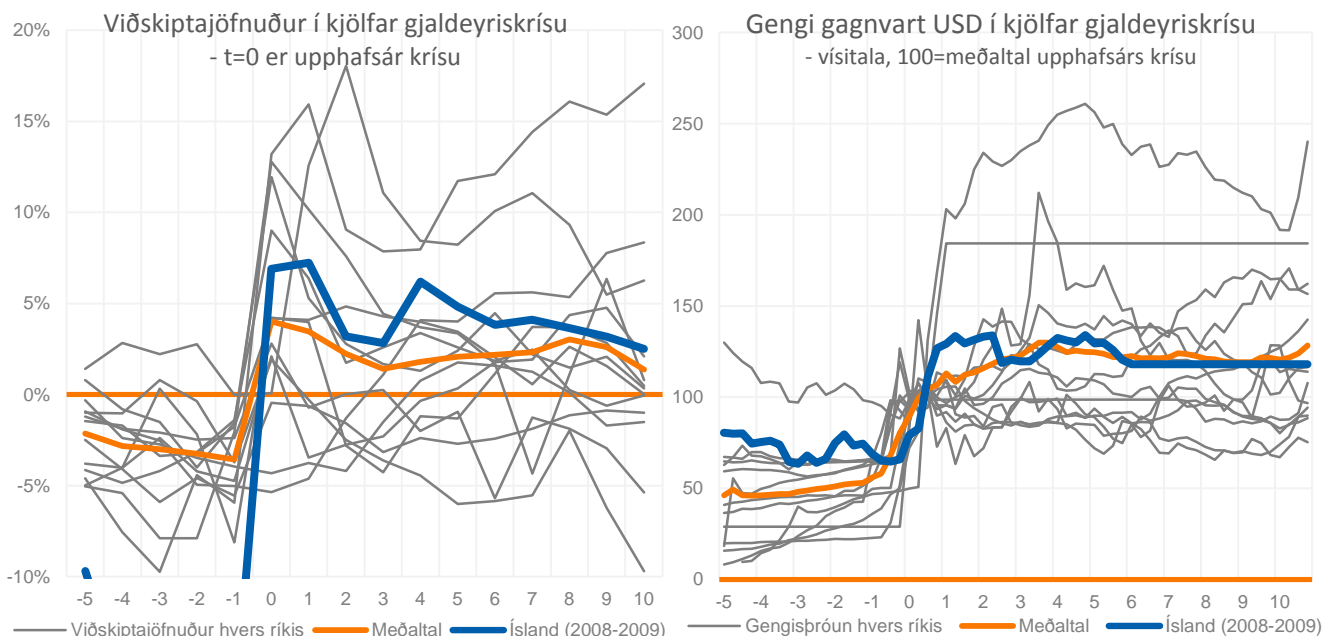


Drifjöður afgangans í spá okkar er áframhaldandi vöxtur í útflutningi á næstu árum, einkum í ferðaþjónustu, sem stenst nokkurn veginn á við vöxtinn sem við spáum í innflutningi vegna aukinna umsvifa innanlands. Við teljum útilokað að innflutningur taki að vaxa neitt í líkingu við það sem var á árunum eftir aldamót, enda átti sá vöxtur sér stað í skjóli fordæmalausrar útlánaþenslu og styrkingar krónunnar sem hvort tveggja átti rætur sínar að rekja til óhóflegs skammtímainnflæðis erlends fjármagns. Á meðan þess nýtur ekki við teljum við litlar líkur á að innflutningur fari úr böndunum. Á móti hinum ágæta vöru- og þjónustuafgangi sem spá

okkar leiðir af sér vegur aukinn halli á þáttatekjum, sem við spáum vegna hækkandi vaxtastigs á alþjóðavísu á komandi árum, afkomubata í áliðnaði og annarra þátta. Batnandi fjármögnunarkjör íslenskra aðila á erlendum mörkuðum sem koma fram í lægra álagi geta þó að einhverju leyti vegið á móti hærri grunnvöxtum. Gert er ráð fyrir stöðugu gengi og viðskiptakjörum í spánni.

Eins og við höfum áður fjallað um í Markaðspunktum okkar (sjá [Hvað getur Ísland haldið jákvæðum viðskiptajöfnuði lengi?](#)) er alvanalegt að ríki sem hlaðið hafa upp erlendum skuldum í lengri tíma með viðvarandi viðskiptahalla safni síðan afgangi á meðan undið er ofan af stöðunni – en yfirleitt gerist það í kjölfar sársaukafullrar gjaldeyriskreppu þar sem mikið gengisfall knýr fram viðsnúninginn.

Þegar spá okkar og forsendur eru bornar saman við reynslu 13 ríkja sem gengu í gegnum gjaldeyriskrísu á undanförunum 20 árum kemur í ljós að spá okkar sker sig ekki úr sem óraunhæf eða bjartsýn í samanburðinum, heldur er hún þvert á móti nokkuð dæmigerð.



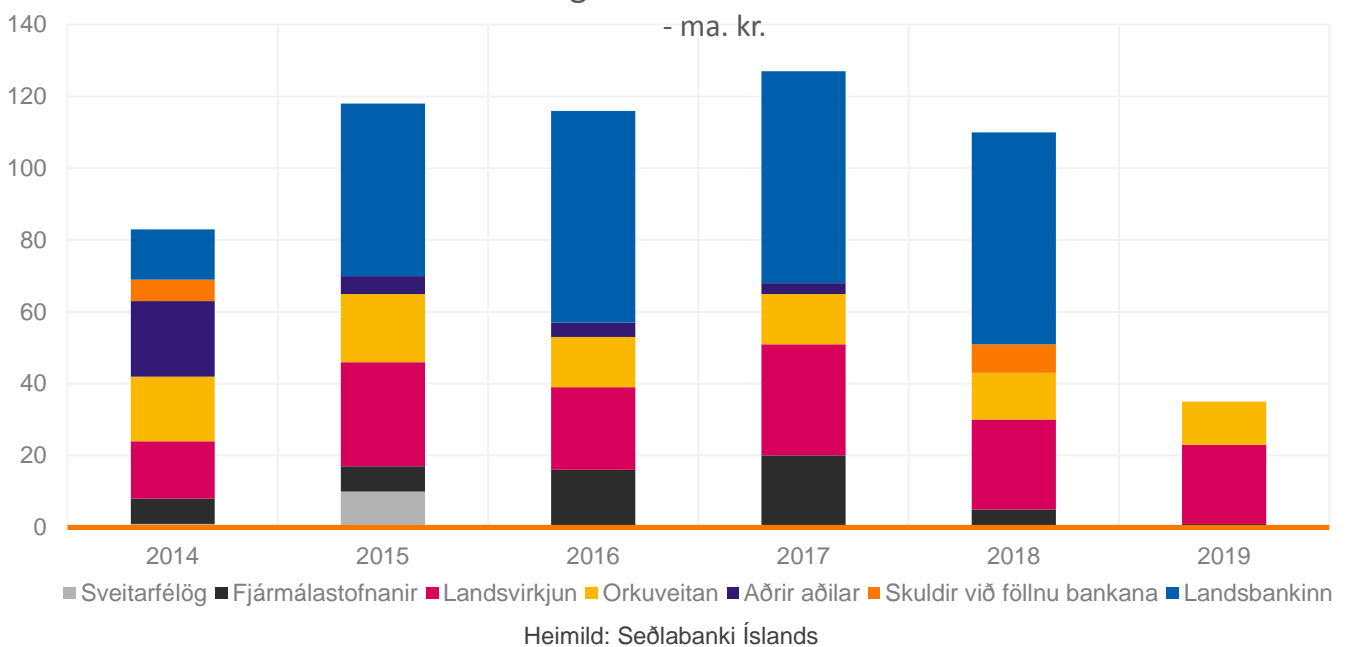
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands, spá Greiningardeildar

Þung endurgreiðslubyrði í erlendri mynt áhættuþáttur

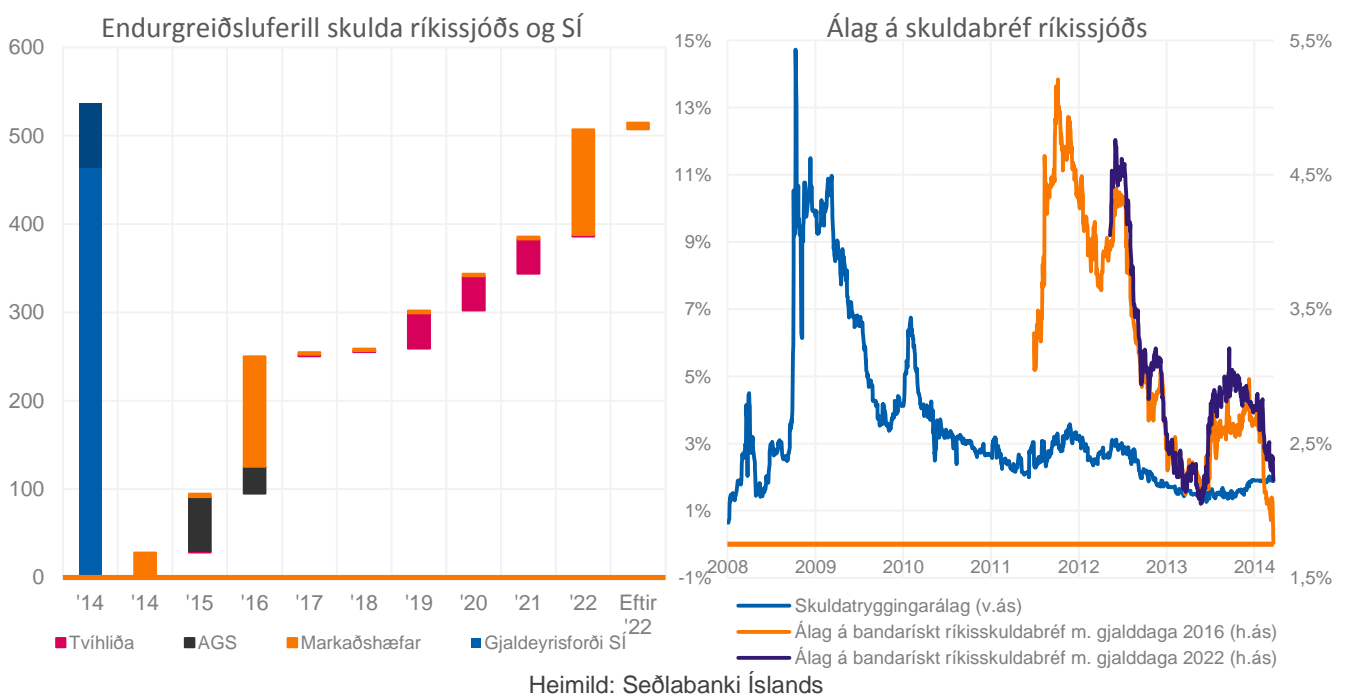
Algeng greiningaraðferð til þess að koma auga á áhættu tengda jafnvægi á greiðslufæði til og frá landinu á næstu árum hefur verið sú að bera fyrirséðan viðskiptaafgang saman við samningsbundnar afborganir erlendra lána sem vitað er að falli á gjalddaga á tímabilinu. Sé afborgunarbyrðin meiri en sem nemur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

Það er kunnara en frá þurfi að segja að afborganir erlendra lána verða nokkuð þungar á næstu árum. Skýringin er einkum afborganir af skuldabréfi sem Landsbankinn gaf út til forvera síns, LBI, vegna uppgjörs á yfirfærslu lánasafns gamla bankans til hins nýja, sem hefjast á þessu ári.

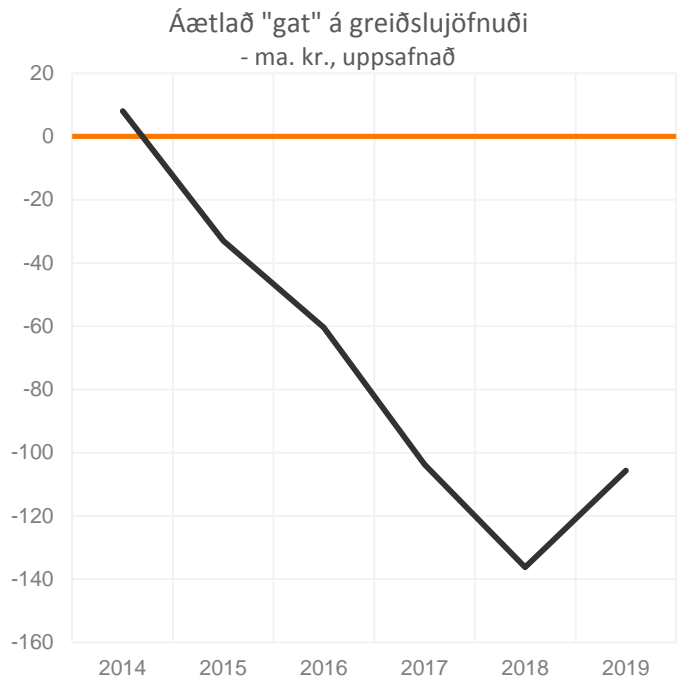
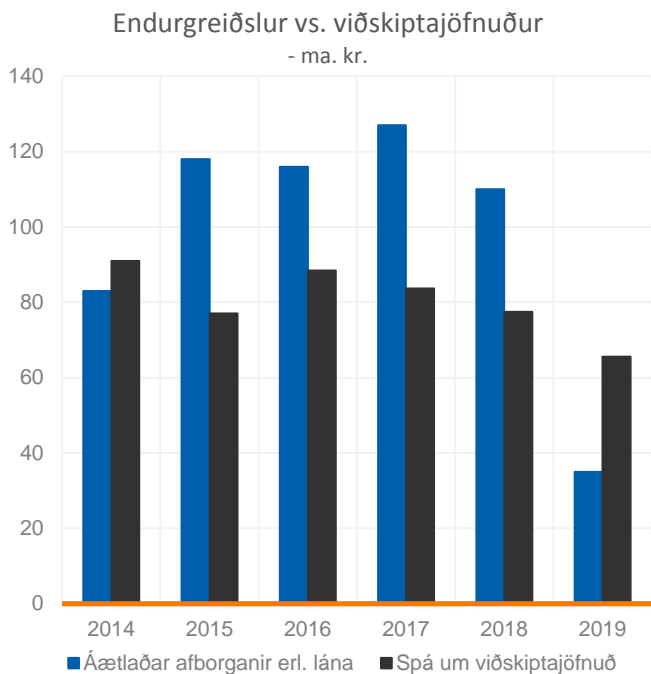
Áætlaðar afborganir erlendra lána innlendra aðila



Á myndinni hér á undan er raunar litið fram hjá erlendum endurgreiðslum ríkissjóðs og Seðlabanka Íslands. Ástæða þess er tvíþætt; annarsvegar liggur fyrir að gjaldeyrisvegnir þessara aðila nægja til að mæta öllum afborgunum erlendra lána. Í öðru lagi hefur ríkissjóður tvívegis endurfjármagnað skuldir sínar með útgáfu skuldabréfa í erlendri mynt, en krafa bréfanna hefur lækkað jafnt og þétt. Við teljum því litlar líkur á öðru en að ríkissjóður endurfjármagni áfram skuldir sínar.



Sé hinn þungi endurgreiðsluferill annarra aðila en Seðlabankans og ríkissjóðs borinn saman við viðskiptaafganginn sem við spáum kemur í ljós þónokkur halli á greiðslujöfnuði, sem brúa þyrfti með gengisveikingu eða ágangi á gjaldeyrisforða Seðlabankans ef ekki væri hægt að afla gjaldeyris með öðrum hætti (t.d. með endurfjármögnun, erlendri fjárfestingu eða sölu erlendra eigna). Þetta gat er þó töluvert minna og viðráðanlegra en stundum er látið í veðri vaka, eða rúmlega 100 ma. uppsafnað á næstu 6 árum.



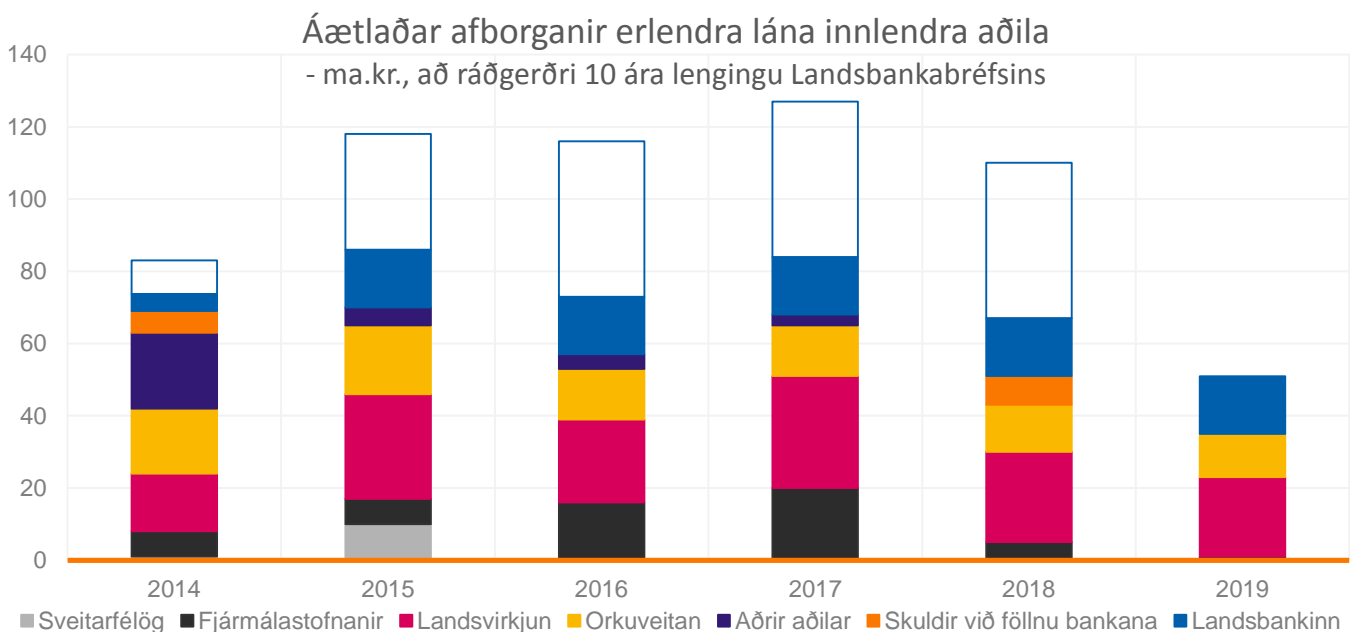
Heimildir: Seðlabanki Íslands, spá og útreikningar Greiningardeildar

Lenging Landsbankabréfsins myndi draga stórlega úr áhættu

Það er þó skiljanlegt að stjórnvöld vilji takmarka áhættu vegna þessa misræmis, auk þess sem það myndi auðvelda afnám haftu að dreifa endurgreiðslum erlendra lána þjóðarbúsins yfir lengra tímabil og skapa þannig borð fyrir báru að leysa annað fjármagn úr viðjum haftanna.

Einfaldasta leiðin að því marki væri sennilega sú að lengja í skuldum Landsbankans við forvera sinn, en fjöldi greinenda (þar á meðal við) hefur hvatt til þess að það verði gert. Þar eru tveir kostir færir; annarsvegar sá að Landsbankinn gefi út skuldabréf erlendis líkt og hinir stóru bankarnir hafa gert á undanförunum 12 mánuðum og hinsvegar að bankinn endursemji um skilmála bréfsins við LBI. Við teljum yfirgnæfandi líkur á að blönduð leið þessara kosta verði farin.

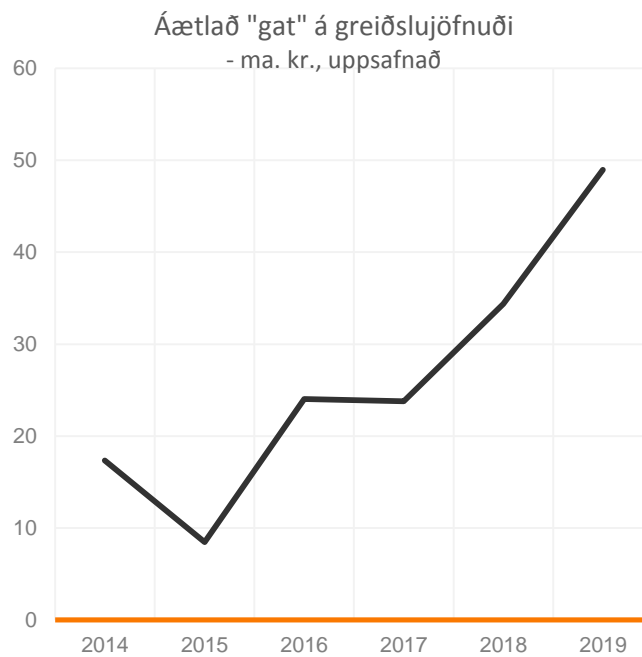
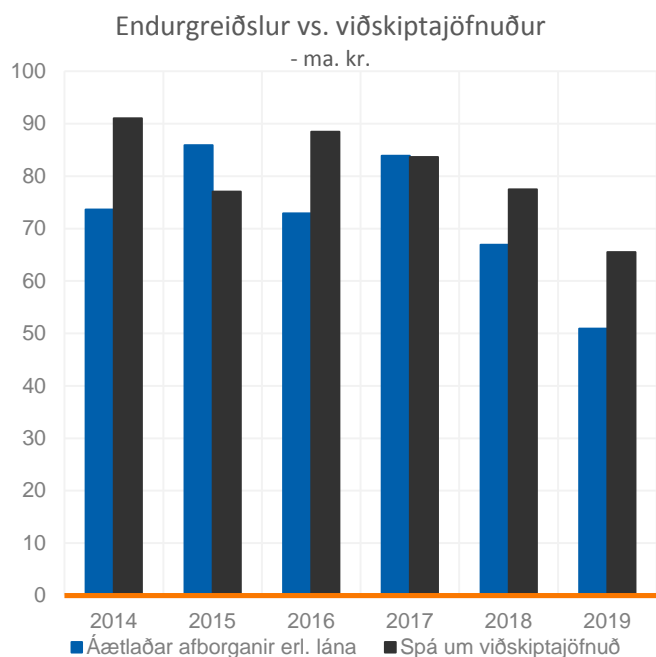
Á myndinni hér að neðan sjást áhrifin sem það myndi hafa á endurgreiðsluferil þjóðarbúsins að lengja í Landsbankabréfinu um 10 ár, en hann yrði samstundis mun viðráðanlegri.



Heimildir: Seðlabanki Íslands, útreikningar Greiningardeildar

Sé þessi nýi ímyndaði greiðsluferill borinn saman við spá okkar um viðskiptaafgang næstu ára kemur í ljós að sú aðgerð ein að lengja í skuld Landsbankans við LBI myndi nægja til þess að breyta halla á greiðslujöfnuði í afgang. Það myndi því ýmist birtast sem styrkingarþrýstingur á krónuna eða tækifæri fyrir Seðlabankann að *bæta í* gjaldeyrisforðann – og það þrátt fyrir að ekki hafi verið gert ráð fyrir neinu innflæði fjármagns vegna erlendra fjárfestinga, eignasölu innlendra aðila eða endurfjármögnun annarra skulda en

Landsbankans. Það má t.a.m. ekki líta fram hjá því að eignastaða Landsbankans í erlendri mynt er nokkuð sterk, en samkvæmt yfirlýsingu bankans frá 23. desember sl. mun hann ekki þurfa á endurfjármögnun að halda fyrir en eftir 2015. Eftirstöðvagreining í ársreikningi bankans bendir enda til þess að verulegar gjaldeyriseignir á efnahagsreikningi bankans muni losna á næstu 12 mánuðum.

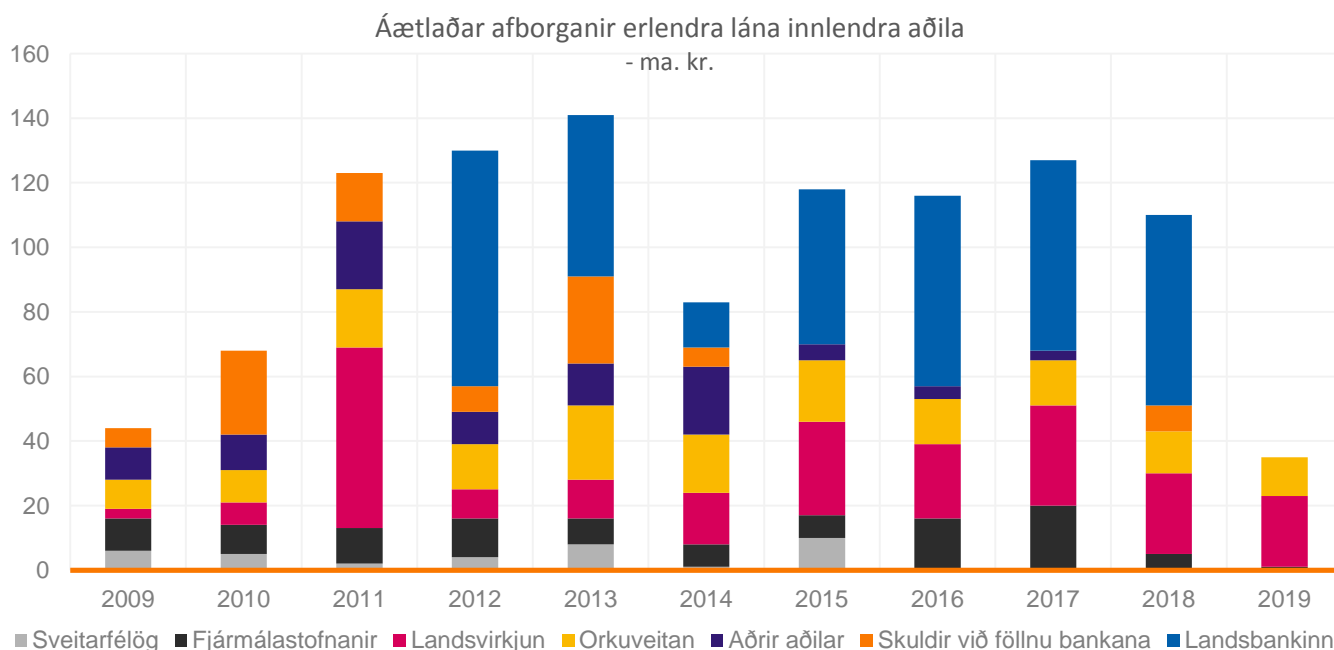


Heimild: Seðlabanki Íslands, spá og útreikningar Greiningardeildar

Þótt sú greiningaraðferð sem að ofan er lýst, þ.e. að bera saman áætlaðan viðskiptaafgang og endurgreiðslur erlendra lána, geti verið gagnleg er hún þó fjarri því fullkominn vísir um greiðslujafnaðarvanda. Ástæðan er m.a. sú að hún lítur algjörlega framhjá bæði eignastöðu skuldara í erlendri mynt og öðru greiðsluflæði til landsins, svo sem vegna erlendra fjárfestinga. Auk þess byggja mælingar á viðskiptajöfnuði ekki á sjóðstreymi og því geta ýmsir liðir haft ýmist jákvæð eða neikvæð áhrif á viðskiptajöfnuðinn þótt enginn gjaldeyri skipti um hendur – t.d. uppfærsla eigna o.s.frv.

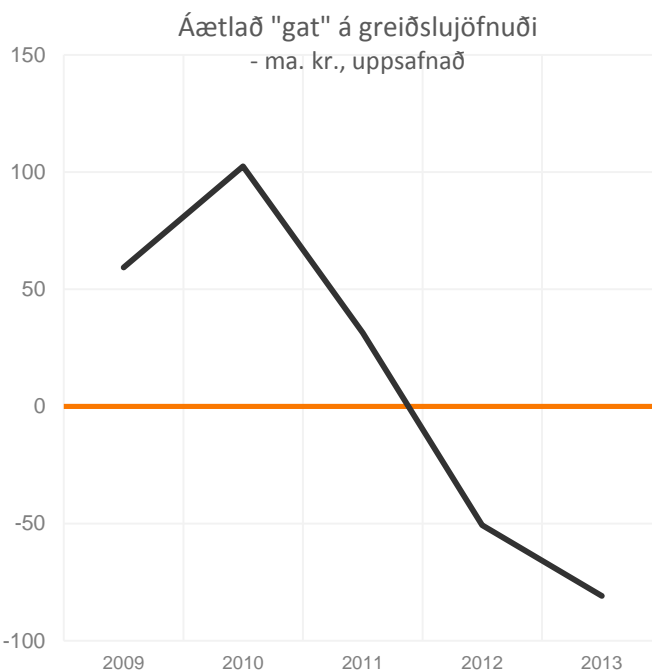
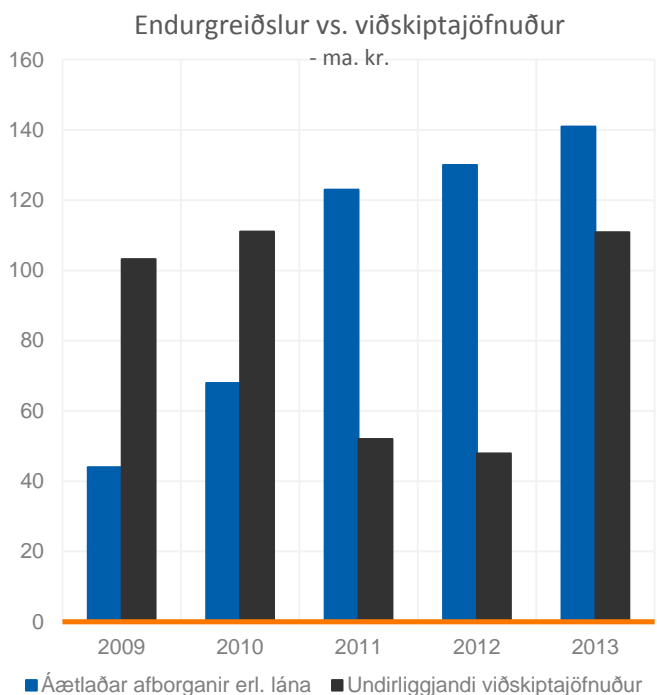
Greiðslujafnaðarkrísan 2009-2013 (sem aldrei varð)

Hægt er að sýna fram á þessa galla með því að bera raunverulegar endurgreiðslur erlendra skulda á árunum 2009-2013 saman við þann endurgreiðsluferil sem sumir sjá ofsjónum yfir nú um stundir. Í ljós kemur að þær greiðslur sem þjóðarbúið hefur þegar innt af hendi voru umtalsvert þyngri á einstökum árum en þær greiðslur sem þjóðarbúið á framundan.



Heimild: Seðlabanki Íslands

Ekki nóg með það, heldur voru greiðslurnar, eins og fram kemur í nýrri skýrslu Seðlabankans um Fjármálastöðugleika, jafnframt langt umfram uppsafnaðan undirliggjandi viðskiptaafgang tímabilsins, eða tæpum 100 ma. – sem er ekki mikið minni halli en við spáum á greiðslujöfnuðinum ef ekki verður lengt í erlendum skuldum Landsbankans við LBI.

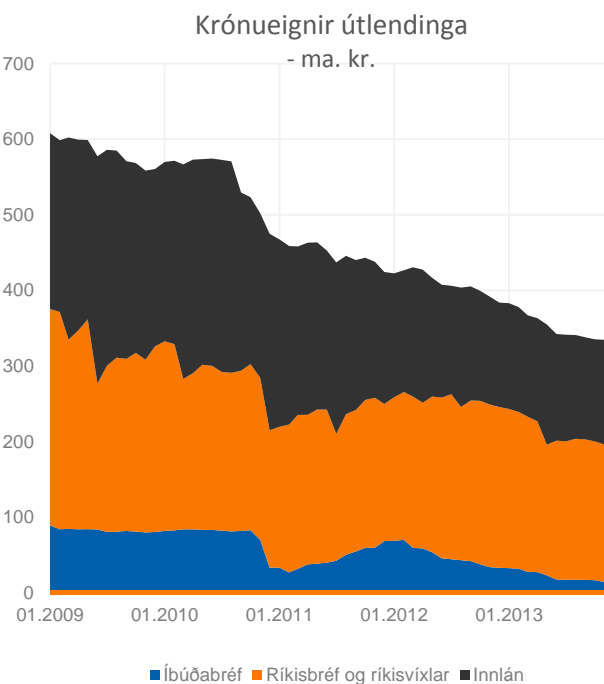
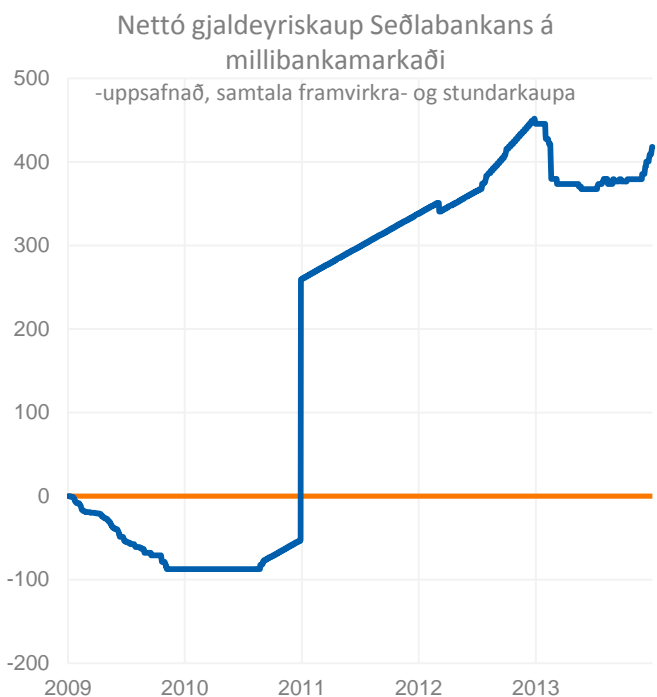


Heimildir: Seðlabanki Íslands, útreikningar Greiningardeildar

Samkvæmt þessari greiningu hefði íslenska þjóðarbúið átt að stríða við viðvarandi greiðslujafnaðarkrísu á árunum 2009-2013 með tilheyrandi gengisfalli og ágangi á gjaldeyrisforða Seðlabankans. En hver skyldi nú hafa verið raunin?

Ekkert slíkt gerðist. Þvert á móti styrktist krónan nokkuð myndarlega gagnvart helstu viðskiptamyntum á tímabilinu, en Seðlabankanum tókst samt að safna hressilega í forðann með gjaldeyriskaupum á millibankamarkaði – alls námu uppsöfnuð uppkaup bankans meira en 400 milljónum evra á tímabilinu.

En það hefur þá tæpast gefist neitt svigrúm til að hleypa öðrum krónueignum út úr hagkerfinu, eða hvað? Jú aldeilis - stabbi aflandskrónueigna lækkaði um 280 ma. á tímabilinu með hjálp gjaldeyrisinnflæðis í fjárfestingar- og ríkisverðbréfaeild gjaldeyrisútboða Seðlabankans.



Heimildir: Seðlabanki Íslands, útreikningar Greiningardeildar

Hugleiðing um aðferðafræði

Þótt samanburður á endurgreiðslum og viðskiptajöfnuði sé fljótverk leið til að koma auga á hugsanlega áhættuþætti fyrir greiðslujöfnuðinn skiptir í ljósi ofangreinds miklu máli að notendur slíkra greininga geri sér grein fyrir takmörkunum aðferðafræðinnar sem slíkrar. Við gjöldum því varhug við því að lítið sé á greiðslujafnaðargreiningar af þessu tagi sem endanlegan dóm um gjaldeyrisspurrð þjóðarbúsins eða greiðslujafnaðarvanda – og enn frekar að þær séu notaðar sem afsökun fyrir því að tefja afnám hafta úr hófi fram. Reynsla síðustu ára bendir til þess að milliríkjavíðskipti og flæði fjármagns milli landa séu miklu margslungnari fyrirbæri en svo að hægt sé að reikna þau upp á krónu mörg ár fram í tímann eða fullyrða með vissu um halla eða afgang á gjaldeyrissköpun þjóðarbúsins.

Greiningardeild Arion banka

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is
444-6981

Hrafn Steinarsson
hrafn.steinarsson@arionbanki.is
444-6910

Hafsteinn Hauksson
hafsteinn.hauksson@arionbanki.is
444-6993

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is
444-6959

Forstöðumaður

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

[Hér má finna fyrirvara](#)