



Markaðspunktur



Arion banki • Greiningardeild • greining@arionbanki.is • arionbanki.is

Markaðspunktur:

- Hreina skuldastaðan hefur aldrei verið betri
- Þáttatekjujöfnuður batnar hratt

Hreina skuldastaðan hefur aldrei verið betri

Hrein erlend skuldastaða þjóðarbúsins hefur ekki verið jafn hagfelld frá fyrstu mælingum Seðlabankans sem ná aftur til ársins 1989. Staðan í lok þriðja ársfjórðungs var „einungis“ neikvæð um **24% VLF** ef búið er að taka út áhrif föllnu bankanna (sjá mynd). Hrein erlend skuldastaða er mikilvæg stærð þar sem hún gefur okkur ágætis vísbendingu um hvort þjóðin geti staðið undir erlendum skuldbindingum sínum eða ekki.

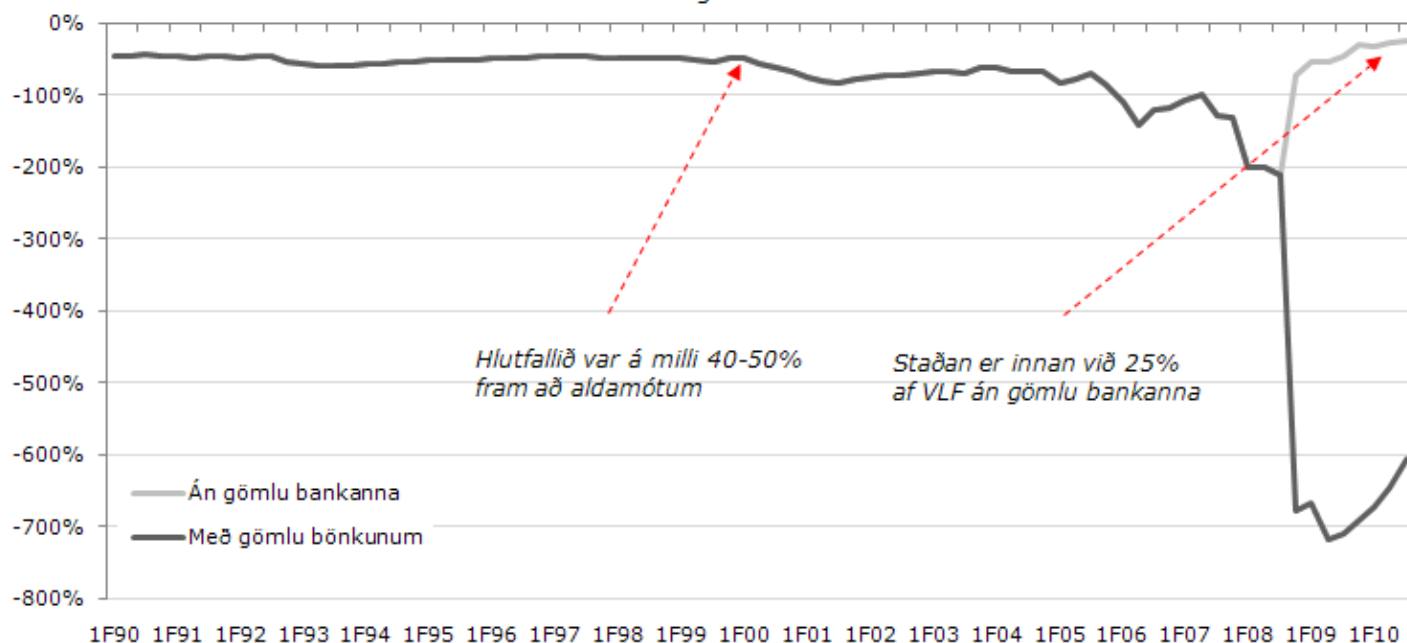
Neikvæðu fréttirnar eru hins vegar þær að staðan á eftir að breytast nokkuð á næstu misserum, væntanlega til hins verra. Sem dæmi mun eignarhlutur skilaneftnda (skilgreindar í dag sem innlendir aðili) í nýju bönkunum á endanum færast að mestu leyti í hendur erlendra kröfuhafa sem hækkar erlendar skuldir þjóðarbúsins og verði Icesave að lögum mun nettó staðan versna sömuleiðis.

Jákvæðu fréttirnar eru þær að ef við bætum þessum tveimur þáttum við jöfnuna verður staðan ekki svo slæm í sögulegu ljósi. Að samþykki Icesave hefur einungis **um 3-4% neikvæð áhrif á hreinu skuldastöðuna** (en stundum vill gleymast að eignir dragast frá skuldbindingunni) að því gefnu að fyriráætlanir samninganefndar Íslands nái u.þ.b. fram að ganga. Þegar hinsvegar eignarhlutur skilaneftnda í nýju bönkunum færast í hendur erlendra kröfuhafa mun það veikja stöðuna um u.þ.b. 20% samkvæmt útreikningum Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (89 ma.kr í Arion Banka, 100 ma.kr. í Íslandsbanka og helmingur í skuldabréfi nýja Landsbankans til þess gamla). **Hreina erlenda staðan við útlönd verður því neikvæð í kringum 50-60% af VLF** ef báðar stærðirnar eru teknar með í reikninginn, stærð sem er á pari við það sem tíðkaðist fyrir vöxt bankakerfisins.

Þó verður að taka þessum tölum með ákveðnum fyrirvara enda ríkir töluverð óvissa um vissa þætti einsog eignir og skuldir innlendra fyrirtækja erlendis. Í því samhengi skiptir t.d. gríðarlegu máli hvernig staða einstakra einkafyrirtækja er og má velta því fyrir sér hvort þjóðin væri betur sett án þeirra. Það myndi án efa fegra bókhaldið en deila má um ávinning af slíku fyrir þjóðarbúið, einkum þar sem einkafyrirtækin afla síns gjaldeyris sjálf (t.a.m. bendir Gylfi Zoega á það í nýlegri grein sinni í blaðinu Vísbendingu að eigendur eins fyrirtækis séu búnir að tilkynna um flutning höfuðstöðva til útlanda, **en sá flutningur myndi gera nettó stöðu þjóðarbúsins jákvæða**, en fyrirtækið fær allar sínar tekjur erlendis frá).

Hrein staða við útlönd

- skuldir mínus eignir sem hlutfall af VLF



Skuldirnar liggja nokkurn veginn fyrir – eignirnar óljósar

Til að veita smá innsýn í hvað liggur á bak við tölurnar í hreinu stöðu þjóðarbúsins (þá m.v. að raunveruleg nettó staða sé 50-60% af landsframleiðslu) er hér yfirlit yfir helstu stærðir.

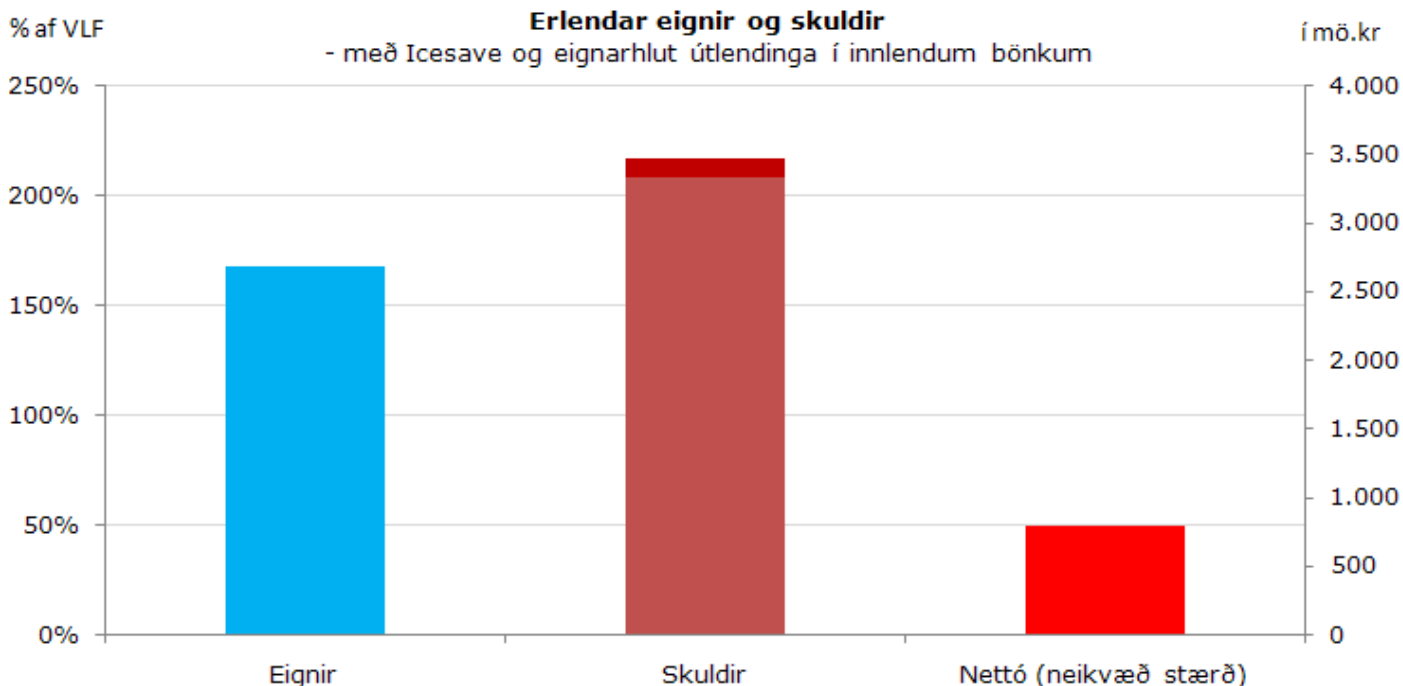
Skuldir m.v. stöðu í lok 3. ársfjórðungs 2010:

- Erlendar skuldir hins opinbera voru tæpir 900 milljarðar. Stærsti hlutinn er tilkominn vegna gjaldeyrisforðalána
- Orkufyrirtæki skulduðu um 570 milljarða.
- Staða erlendra aðila í innlánnum voru ríflega 200 milljarðar og um 230 milljarðar í ríkisbréfum og víxlum
- Þó svo það sé ekki í opinberum tölum Seðlabankans þá bætum við skuldum vegna Icesave og eignarhluta erlendra aðila í nýju bönkunum. Hér gerum við ráð fyrir um 60 milljörðum vegna Icesave og 189 milljörðum króna vegna eignarhluta í nýju bönkunum og 150 milljörðum vegna skuldabréfs nýja Landsbankans til gamla Landsbankans (Ísland á 51,4% kröfu í bréfið)
- Afgangsstærðin (um 1000 milljarðar) eru því eignarhlutir erlendra aðila t.a.m. í álverum og eins skuldir íslenskra fyrirtækja erlendis. Hingað til hefur hlutur í Actavis vegið þungt í þessum tölum.

Eignir m.v. stöðu í lok 3. ársfjórðungs 2010:

Erfiðara er að koma auga á þær eignir sem lagt er mat á í tölum Seðlabankans:

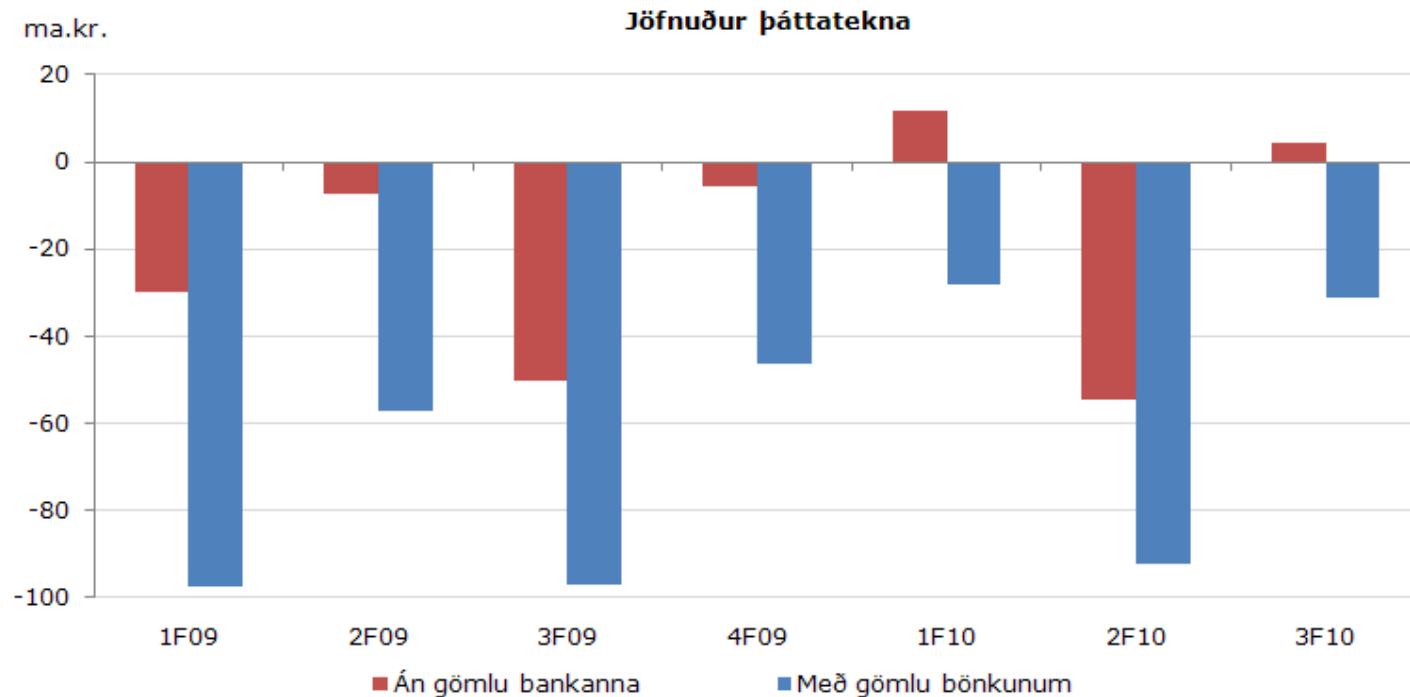
- Gjalddeyrisforðinn var í lok 3. ársfjórðungs tæpir 500 milljarðar. Hann er reyndar nú kominn yfir 700 milljarða en nettó staða þjóðarbúsins hefur ekki batnað sem því nemur (því erlendar skuldir komu að einhverju leyti á móti þessari viðbót í forðann)
- Lífeyrissjóðirnir áttu um 500 milljarða í erlendum eignum
- Virði íslenskra fyrirtækja erlendis eru í raun eitt stórt spurningarmerki (eins og reyndar skuldir þeirra). Hið sama má einnig segja um íslenska einstaklinga en ekki er hægt að segja með nokkurri vissu hversu miklir fjármunir liggja t.d. í erlendum hlutabréfum eða sjóðum



Þáttatekjujöfnuður batnar hratt

Þegar verið er að meta greiðsluhæfi Íslands gagnvart útlöndum þá skiptir miklu máli hvort tekið er tillit til gömlu bankanna eður ei. Einkum skiptir þetta máli þegar verið er að skoða skuldastöðu landsins gagnvart útlöndum og einnig þegar verið er að meta hvort þjónustu- og vöruskiptajöfnuður standi t.d. undir vaxtagreiðslum í gegnum þáttatekjujöfnuð. T.a.m. gefur auga leið að allt önnur mynd blasir við ef staðan í dag er áætluð útfrá áföllnum vaxtagreiðslum þrotabúa og annarra gjaldfallinna fyrirtækja – sem hafa e.t.v. litlar eða engar vaxtatekjur á móti og munu aldrei greiða þessar áfallnar vaxtagreiðslur. Á endanum detta því þrotabúin út úr opinberum tölum þegar þau hafa verið gerð upp. Í ljósi þessa hefur Seðlabankinn um nokkurt skeið birt þessar tölur leiðréttar fyrir áhrifum gömlu bankanna, enda má segja að þær tölur endurspegli mun betur raunverulega stöðu þjóðarbúsins.

Eins og sjá má er gríðarlegur munur á þáttatekjujöfnuði annars vegar með og svo án áhrifa föllnu bankanna. Þannig er munurinn á fyrstu þremur ársfjórðungum þessa árs um 113 ma.kr. (þ.e. hallinn er 152 ma.kr með gömlu bönkunum en einungis 38 ma.kr. án þeirra). Til að setja þessar upphæðir í samhengi var uppsafnaður afgangur vöru- og þjónustuviðskipta á fyrstu þremur ársfjórðungum 2010 um 138 milljarðar króna. **Viðskiptajöfnuðurinn á fyrstu þremur ársfjórðungum síðasta árs var því jákvæður um 100 ma.kr. en neikvæður um 14 ma.kr. ef gömlu bankarnir eru teknir með í reikninginn.**



Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Davíð Stefánsson	davidst@arionbanki.is	444-6965
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
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 markaðspunktur 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, umsýgnaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankaþjónustu.

Athugasemdir, ábendingar og fyrirspurnir tengdar markaðspunktum sendist á netfangið greiningardeild@arionbanki.is