



11. nóvember 2015  
1511093

Efnahags- og viðskiptanefnd Alþingis  
Frosti Sigurjónsson, formaður  
Austurstræti 8-10  
150 Reykjavík

*Efni:* Svar við umsögn *InDefence* um mat Seðlabanka Íslands á undanþágubeiðnum slitabúa

Seðlabanka Íslands birti 27. október sl. greinargerð þar sem fjallað er um áhrif slita fallinna fjármálafyrirtækja, samkvæmt drögum þeirra að nauðasamningum, á greiðslujöfnuð þjóðarbúsins og lagt mat á hvort fyrirhugaðir nauðasamningar raski stöðugleika í gengis- og peningamálum eða fjármálastöðugleika.

Hinn 4. nóvember sl. birti svokallaður *InDefence* (hér eftir ID) hópur umsögn um greinargerðina. Þar er fullyrt að við mat Seðlabanka Íslands á áhrifum slita fallinna fjármálafyrirtækja sé litið framhjá veigamiklum vanda sem slit búanna gæti haft í för með sér og að nauðasamningarnir feli í sér að u.þ.b. 500 ma.kr. verði hleypt út úr höftum án þess að gripið hafi verið til fullnægjandi aðgerða í því skyni að koma í veg fyrir að almenningur, fyrirtæki og lífeyrissjóðir sitji eftir með mikla efnahagslega áhættu.

Jafnframt er því haldið fram að greiðslujafnaðarspá bankans byggji á óraunhæfum forsendum um þróun vöru- og þjónustuviðskipta og að forsendur um hagvöxt séu of bjartsýnar. Í því samhengi er sjónum meðal annars beint að aðferðafræði, spátölum og niðurstöðum nýlegra rita Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (AGS) um stöðu Íslands.

Umsögn ID byggir á misskilningi á eðli svokallaðs greiðslujafnaðarvanda. Þegar lagt er mat á hvort kröfur erlendra aðila á innlenda leiði mögulega til fjármagnshreyfinga sem teflt geti í tvísýnu stöðugleika krónunnar eða fjármálastöðugleika er ekki nóg að horfa aðeins til fjárhæðar kröfunnar heldur einnig eðlis hennar. Ekki eru allar kröfur eða fjármagnshreyfingar jafnar í þessum skilningi. Í umsögn ID kemur glögglega í ljós skilningsleysi höfunda á eftirfarandi þremur atriðum:

1. Fjármagnshreyfing sem felur í sér nettun krafna á innlendar eignir á móti erlendum eignum ESÍ veldur ekki óstöðugleika í gengi krónunnar.
2. Skuldir banka og ríkis eru almennt endurfjármagnaðar á gjalddaga. Að skuld sé á gjalddaga felur aðeins í sér áhættu ef aðgengi ríkis eða banka

að lánsfjármörkuðum er takmarkað. Bæði ríki og bankar hafa um nokkurt skeið haft aðgang að erlendu lánsfé og líklegt að markaðsaðgangur þessara aðila muni fara batnandi í kjölfar bættrar skuldastöðu ríkisins. Að skuld sé á gjalddaga þýðir því ekki að fjármagnshreyfing muni eiga sér stað sem valdi óstöðugleika eða gangi á gjaldeyrisforða Seðlabankans.

3. Fræðilega geta vaxtagreiðslur ekki talist greiðslujafnaðarvandi þegar skuldastaða er sjálfbær. Ef svo væri hefði Ísland nánast alltaf í sögunni búið við meiri greiðslujafnaðarvanda en nú. Uppgjör slitabúanna með nauðasamningum á grundvelli stöðugleikaskilyrða munu leiða til þess að skuldastaða Íslands verður hin hagstæðasta í hálföld. Þótt rétt sé að miklar vergar erlendar skuldir geti í sjálfu sér verið áhættumerki, þá eru vergar skuldir íslenska þjóðarbúsins ekki það miklar í alþjóðlegum samanburði að vekji sérstakar áhyggjur. Nánari skoðun á skuldum helstu aðila sem standa að baki vergum skuldum Íslands, sem eru ríkissjóður, viðskiptabankarnir, orkufyrirtækin, skuldir tengdar beinni fjárfestingu erlendra aðila á Íslandi og nokkur innlend fyrirtæki sem að mestu leyti eru í erlendri starfsemi, leiðir í ljós að í öllum tilvikum er skuldastaðan sjálfbær eða a.m.k. nægar erlendar eignir til á móti skuldum og því afar ólíkleg að staðan valdi óstöðugleika.

Á mynd sem er að finna á bls. 1 í umsögninni er að finna sundurgreiningu á þeim þáttum sem ID telur að myndi hinn óleysta vandi. Allir þættir þeirrar greiningar byggja á misskilningi sem snertir einhvern ofangreindra þriggja atriða, þótt ekki sé fyllilega skýrt hvernig hver stærð sé fundin.

### ***500 ma.kr. óleystur vandi***

Í umsögninni er fullyrt að fjárhæð sem nemi meira en 500 ma.kr. verði greidd til erlendra kröfuhafa og muni þar af leiðandi ekki nýtast til að losa um fjármagnshöft á innlenda aðila. Hér sé um óleystan vanda að ræða sem Seðlabankinn hafi ekki litið til í mati sínu á áhrifum slita fallinna fjármálafyrirtækja. Gefið er í skyn að vandamálið felist í því að ekki sé til erlendum gjaldeyrir til að leysa út þessar fjárhæðir. Raunin er hins vegar sú að þegar er til staðar erlendum gjaldeyrir til að gera upp megnið af fjárhæðinni ef frá er talið Landsbankabréfið svokallaða, sem er með gjalddaga allt til ársins 2026. Þess er ekki getið í umsögninni að gjalddagar Landsbankabréfsins fram til ársins 2018 eru fjármagnaðir að fullu. Þá var lengt í lánstíma Landsbankabréfsins í árslok 2014 með þeim hætti að það felur ekki lengur í sér áraun á gjaldeyrismarkað. Greiðslur af Landsbankabréfinu eru sammingsbundnar afborganir sem fjármagnshöftin ná ekki til.

Þar sem nokkuð óljóst er hvernig ID kemst að sinni niðurstöðu er auðveldast að skýra hvernig mótvægi myndast á móti krónueignum og gjaldeyriseignum

slitabúa sem leiðir til þess að slitabú bankanna þriggja eru gerð upp án þess að reyni á greiðslujöfnuð þjóðarbúsins.

Tafla 1 Mótvægi við krónueignir slitabúa m.v. áætlað bókfært virði í árslok 2015

Ma.kr.	Alls
<b>Innlendar eignir í innlendum gjaldmiðli</b>	<b>500</b>
<i>Stöðugleikaframlag (í krónum)</i>	365
<i>Krónuráðstöfun sem fellur til eftir áramót (kostnaður og sjóðir)</i>	11
<i>Endurheimtur ESÍ af erlendum eignum</i>	69
<i>Endurheimtur ESÍ af innlendum krónueignum</i>	6
<i>Mismunur</i>	49

Tafla 2 Mótvægi við innlendar eignir slitabúa í erlendum gjaldmiðli m.v. áætlað bókfært virði í árslok 2015

Ma.kr.	Alls
<b>Innlendar eignir í erlendum gjaldmiðli</b>	<b>276</b>
<i>Fjármagnaðar gjaldeyrisinnstæður sem verða lengdar</i>	77
<i>Stærð Landsbankaskuldabréfa að teknu tilliti til nýlegrar endurfjármögnunar og gengis í lok september 2015</i>	149
<i>Innlend félög sem eiga einungis erlendar eignir sem greiddar verða til erlendra kröfuhafa</i>	35
<i>Stöðugleikaframlag (í erlendum gjaldmiðli)</i>	14
<i>Mismunur</i>	0

Tafla 3 Áhrif uppgjörðs búa föllnu stóru bankanna á gjaldeyrisforða m.v. áætlaða stöðu í árslok 2015

Ma.kr.	Alls
<b>Fjármagnsflæði</b>	
<i>Krónum sem skipt er í erlendan gjaldeyri (tafla 1)</i>	-49
<i>Innlendar endurheimtur ESÍ í erlendum gjaldeyri til langs tíma</i>	21
<i>Samtals</i>	-28
<b>Breyting á gjaldeyrisforða</b>	
<i>Innlán Kaupþings í erlendum gjaldmiðlum hjá Seðlabanka tekin út og notuð til að fjármagna Arion banka</i>	-5
<i>Endurfjármögnun á skuldum banka við ríki og Seðlabanka</i>	74
<i>Samtals</i>	69
<b>Heildaráhrif á gjaldeyrisforða</b>	<b>41</b>

Af töflu 1 má ráða að 55 ma.kr. af innlendum eignum í innlendum gjaldeyri renna til kröfuhafa en þar af fær ESÍ 6 ma.kr. Áætluð áhrif á gjaldeyrismarkað vegna útgreiðslu krónueigna eru því 49 ma.kr. Þá hefur verið tekið tillit til

áætlaðra endurheimtna ESÍ sem mun leiða til innstreymis af erlendum eignum búanna sem nemur 69 ma.kr.

Innlendir viðskiptabankar halda lausum erlendum eignum á móti gjaldeyrisinnstæðum slitabúa. Innstæðurnar gætu því farið út án þess að lausafjárstaða bankanna í erlendum myntum versnaði að einhverju marki eða gengi krónunnar yrði fyrir áhrifum. Það var hins vegar eitt af þremur stöðugleikaskilyrðum að þessum gjaldeyrisinnstæðum yrði breytt í fjármögnun í erlendum gjaldmiðlum til lengri tíma. Slitin sem slík hafa því jákvæð áhrif á fjármögnun bankanna í erlendum myntum og skapa þeim meira svigrúm til að endurfjármagna útlán í erlendri mynt.

Samanlagt er áætlað útlæði gjaldeyris vegna slita búa bankanna þriggja áætlað 49 ma.kr. en á móti vega 21 ma.kr. innlendar endurheimtur ESÍ í erlendum gjaldeyri til langs tíma auk þess sem endurgreiðsla í erlendum gjaldeyri á lánum frá Seðlabanka og ríkissjóði til innlendra viðskiptabanka sem upphaflega voru veitt í krónum nemur 74 ma.kr. Gjaldyrisforði eykst því um 41 ma.kr. vegna slitanna að teknu tilliti til innláns Kaupþings hjá Seðlabankanum (tafla 3).

### *Svigrúm til afnáms fjármagnshafsta*

Nefnt er að spá Seðlabankans um hagvöxt á komandi árum sé bjartsýnni en spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (AGS) og í því samhengi nefnt að ekki sé forsvaranlegt að veita undanþágu til kröfuhafa sem byggist á svo bjartsýnni spá. Það er hins vegar ekki sjálfgefið að breyttar forsendur um hagvöxt hafi umtalsverð áhrif á greiðslujafnaðarspá og virðist raunar hafa óveruleg áhrif á þróun greiðslujafnaðar. Minni hagvöxtur gæti jafnvel leitt til aukins afgangar á viðskiptajöfnuði ef í honum felst minni innflutningur fjárfestingarvöru og varanlegrar neysluvöru.<sup>1</sup> Á hinn bóginn er ekki heldur sjálfgefið að slík forsenda sé hagstæðari til lengdar. Meira máli skiptir að forsendur Seðlabankans eru mun varfærnari en forsendur AGS í atriðum sem hafa meiri áhrif á greiðslujöfnuð. Forsendur um afgang á vöru- og þjónustujöfnuði og innflæði vegna beinnar erlendrar fjárfestingar hér á landi eru t.d. varfærnari. Bankinn miðar við að vöru- og þjónustuviðskiptin nemi 5,8% af landsframleiðslu árin 2015-2017, en afgangurinn nam að meðaltali 7% af

---

<sup>1</sup> Forsendur bankans fyrir hagvöxt eru samkvæmt spá hagfræði- og peningastefnusviðs bankans árin 2015-2017 en þegar spánni sleppir er miðað við 2,75% hagvöxt á ári, sem er talinn vera jafnvæghagvöxtur íslenska hagkerfisins. Í spánni er hagvöxtur drifinn áfram af mikilli innlendri eftirspurn sem leiðir til þess að innflutningur er jafnframt að vaxa mikið á spátímanum, um 7,7% að meðaltali yfir árin 2015-17 en til samanburðar er reiknað með að útflutningur vaxi um 4,4% að meðaltali. Þessi mikli vöxtur innflutnings veldur því að framlag utanríkisviðskipta til hagvaxtar er neikvætt yfir allt spátímabilið og vöru- og þjónustuafgangur fer því þverrandi. Minni hagvöxtur gæti leitt til meiri afgangar af vöru- og þjónustujöfnuði, t.d. ef innlend eftirspurn yxi minna yfir spátímann, þá yrði innflutningur jafnframt minni og afgangur á vöru – og þjónustujöfnuði því meiri.

landsframleiðslu undanfarin 7 ár. Eftir að spánni sleppir er miðað við að vöru- og þjónustuviðskipti nemi 3% af landsframleiðslu. Vert er að nefna að afgangur á vöru- og þjónustuviðskiptum hefur minnkað að undanförunu en spá um þróun utanríkisviðskipta á því tímabili sem opinberlega birt spá Seðlabankans nær til miðar við forsendur sem taldar eru líklegastar um þessar mundir, t.d. að erlendum ferðamönnum haldi áfram að fjölga nokkuð, sterkara raungengi og að viðskiptakjör haldist óbreytt þar sem lægra verð á innflutningi vegur á móti lækkun álverðs og áætlaðri verðlækkun sjávarafurða.

Við mat á svigrúmi til losunar fjármagnshafta gerir AGS ráð fyrir því í spá sinni að hægt verði að greiða út 420 ma.kr. á árunum 2016-2020 vegna gömlu bankanna, aflandskróna og annarra innlendra aðila. Ljóst er að útflæði vegna slita fjármálafyrirtækja að teknu tilliti til boðaðra mótvægisáðgerða og útboðs aflandskróna mun nema töluvert lægri fjárhæð.

Grunnsviðsmynd Seðlabankans sýnir minna svigrúm en AGS reiknar með og má skýra það að mestu með tveimur forsendum. Miðað er við varfærnar forsendur um fjárfestingu erlendra aðila á Íslandi og að hún verði einungis sem nemur 0,4% af landsframleiðslu meira en útflæði vegna fjárfestingar innlendra aðila erlendis (miðað er við 2,5% af landsframleiðslu í spá AGS) og í grunnsviðsmynd greiðslujafnaðar er gert ráð fyrir að afgangur á vöru- og þjónustujöfnuði sé að meðaltali 4,2% á tímabilinu 2015-2020, en spá AGS gerir ráð fyrir 4½% afgangi.

### ***Erlendar skuldir og endurfjármögnunaráhætta***

Gagnrýnt er að greinargerðin hafi ekki horft til vergra skulda og endurfjármögnunaráhættu sem af henni stafar eins og greining á sjálfbærni skuldastöðu AGS (Debt sustainability analysis - DSA) geri. Skoðun á vergum skuldum leiðir reyndar í ljós takmarkaða áhættu fyrir íslenskan þjóðarbúskap vegna vergra skulda, annars vegar sakir þess að þær stefna í að verða litlar og hins vegar vegna þess að hluti þeirra eru skuldir alþjóðlegra fyrirtækja sem þurfa ekki að skapa áraun á greiðslujöfnuð jafnvel þó svo þau lentu í erfiðleikum. Í grunnsviðsmynd Seðlabankans er áætlað að erlendar skuldir (e. external liabilities) nemi 147% af landsframleiðslu í árslok 2016 en talsverður hluti þeirra skulda er vegna beinnar erlendar fjárfestingar sem hafa eingöngu að gera með greiðsluhæfi einstakra fyrirtækja. Skuldir vegna beinnar erlendar fjárfestingar samanstanda að mestu leyti af skuldum milli móðurfélags og dótturfélags og ættu þær ekki að hafa nein bein áhrif á endurfjármögnunaráhættu þjóðarbúsins. Því er réttast að undanskilja skuldir vegna beinnar erlendar fjárfestingar. Á þann mælikvarða er áætlað að erlendar skuldir nemi ríflega 80% af landsframleiðslu í árslok 2016 sem er svipuð staða og árið 2002.

Tafla 4 Áætlaðar erlendar skuldir þjóðarbúsins í árslok 2016

Ma.kr.	Alls
<b>Erlendar skuldir alls</b>	<b>3.517</b>
<i>þar af vegna beinnar erlendar fjárfestingar</i>	1.596
<i>þar af erlend lán og skuldaskjöl</i>	1.232
<i>Seðlabanki</i>	0
<i>Ríkissjóður</i>	334
<i>Fyrirtæki með ríkisábyrgð</i>	235
<i>Sveitarfélög</i>	0
<i>Fyrirtæki sveitarfélaga</i>	131
<i>Innlánsstofnanir</i>	420
<i>Aðrar langtímaskuldir</i>	84
<i>þar af skammtímakrónueignir erlendra aðila (innlán, ríkisskulda- bréf og HFF)</i>	367
<i>þar af hlutabréf &amp; hlutdeildarskírteini í skráðum og óskráðum félögum og afleiður</i>	129
<i>þar af lífeyris- og skaðabótasjóðir</i>	111
<i>þar af viðskiptaskuldir</i>	85

Innlendir aðilar sem geta haft neikvæð áhrif á innlendan þjóðarbúskap nái þeir ekki að endurfjármagna erlendar skuldir sínar eru aðallega ríki, fyrirtæki með ábyrgð ríkissjóðs og viðskiptabankar. Miðað við vænta hreina erlenda stöðu Íslands og batnandi lánshæfismat er ólíklegt að það gerist í nánustu framtíð.

Hugtakið sjálfbær skuldastaða snýst ekki um endurfjármögnunaráhættu heldur hvort tiltekin skuldastaðan muni óhjákvæmilega halda áfram að versna að gefnum raunhæfum forsendum um viðskiptajöfnuð og hagvöxt. Endurfjármögnun er forsenda þeirrar greiningar. Niðurstaða greiningar Seðlabankans allt frá fjármálakreppu hefur ævinlega verið að skuldastaða landsins væri sjálfbær þótt hún hafi um tíma farið nálægt þeim mörkum sem talist gætu ósjálfbær. Fræðilega teljast vaxtagreiðslur ekki til greiðslujafnaðarvanda sé skuldastaða sjálfbær (sjá mynd á bls. 1 í umsögn ID).

Í umsögninni er nefnt að nauðasamningunum fylgi áhætta sem felst í því að skildar verði eftir töluverðar skuldir og þeim fylgi veruleg endurfjármögnunaráhætta. Þá er horft framhjá jákvæðum áhrifum þess að bönkunum sé tryggð erlend fjármögnun til lengri tíma, sem þeir geta nýtt til að styðja við uppbyggingu íslensks atvinnulífs í framtíðinni. Því mætti frekar halda því fram að mótvægisáðgerðirnar dragi úr endurfjármögnunaráhættu bankanna. Nefna má að reiknað er með að í árslok 2016 muni erlendar skuldir innlánsstofnana nema 420 ma.kr. en þar af eru 220 ma.kr. á gjalddaga árið 2022 eða síðar, sem sagt rúmlega helmingur skulda þeirra í erlendum gjaldeyri.

## *Samantekt*

Eins og greint var frá í greinargerð Seðlabankans frá 27. október 2015 felst greiðslujafnaðarvandinn sem stafar af slitabúum fallinna fjármálafyrirtækja, komi ekki til mótvægisáðgerða, í fjármagnshreyfingum sem myndu eiga sér stað þurfi búin að skipta andvirði innlendra eigna yfir í gjaldeyri til þess að greiða erlendum kröfuhöfum við slitin. Í væntanlegum uppgjörum á grundvelli stöðugleikaskilyrða er að mati Seðlabankans tekið á þessum vanda með fullnægjandi hætti.

Greining ID á greiðslujafnaðarvandanum virðist byggjast á grundvallarmisskilningi á eðli hans og þeirri skoðun að nánast allar skuldir sem þurfi að endurfjármagna á gjalddaga feli í sér yfirvofandi gjaldeyrisústreymi. Lykilatriði er að Ísland mun koma út úr þeim umbreytingum á efnahagsreikningi þjóðarbúsins sem eiga sér stað í slitiferli skv. nauðasamningum fallinna fjármálafyrirtækja með hagstæðari skuldahlutföll en landið hefur búið við um áratuga skeið, hvort heldur litið er á vergar eða hreinar skuldir. Staða einstakara aðila sem standa á bak við skuldirnar, þ.e.a.s. ríkissjóðs, banka, orkufyrirtækja, stóriðjufyrirtækja í eigu erlendra aðila og fyrirtækja í erlendri starfsemi, er einnig slík að ekki er líklegt að endurfjármögnunarvandi komi upp á næstu árum. Með umtalsverðri lengingu á skuldbindingum viðskiptabanka fá þeir aukið svigrúm til að endurfjármagna erlendar skuldir.

Nauðasamningarnir munu leysa greiðsluflæðisvandann með fullnægjandi hætti. Niðurstaða ID þess efnis að lausn nauðasamninganna sé ekki fullnægjandi byggist á því að ekki er tekið tillit til þess i) að fjármagnshreyfing sem felur í sér nettun krafna á innlendar eignir á móti erlendum eignum ESÍ veldur ekki óstöðugleika gengis krónunnar, ii) að skuldir banka og ríkis eru almennt endurfjármagnaðar á gjalddaga og það að skuld sé á gjalddaga feli því aðeins í sér greiðslujafnaðaráhættu að aðgengi að erlendum lánsfjármörkuðum sé afar takmarkað og iii) að vaxtagreiðslur geti því aðeins talist greiðslujafnaðarvandi að skuldastaða sé ósjálfbær.

Að lokum er rétt að taka fram að áætlunin um losun fjármagnshafta miðar ekki að því að uppgjör slitabúanna fjármagni aðra liði áætlunarinnar. Slíkt færi í bág við þau sjónarmið sem lágu að baki stöðugleikaskatti sem voru að slitabúin sjálf yrðu að leysa greiðslujafnaðarvanda og vanda fyrir fjármálakerfið sem af slitum þeirra stafar. Það virðist vera sjónarmið ID að nota eigi slitin til þess að ná markmiðum sem ganga lengra en að tryggja stöðugleika við slitin. Efast má um lagalegan grundvöll þess.