



2021 | 14

SÉR RIT

GREIÐSLUJÖFNUÐUR, YTRI STAÐA OG ÁHÆTTUÞÆTTIR



Útgefandi:

Seðlabanki Íslands, Kalkofnsvegi 1, 101 Reykjavík, 569 9600, sedlabanki@sedlabanki.is, www.sedlabanki.is

ISSN 1670-8830, vefrit

Heimilt er að nota efni úr ritinu, enda sé heimildar getið.



GREIÐSLUJÖFNUÐUR ÞJÓÐARBÚSINS, YTRI STAÐA OG ÁHÆTTUÞÆTTIR

3. maí 2021

Merking tákna:

- * Bráðabirgðatala eða áætlun.
- 0 Minna en helmingur einingar.
- Núll, þ.e. ekkert.
- ... Upplýsingar vantar eða tala ekki til.
- . Tala á ekki við.

Efnisyfirlit

	Greiðslujöfnuður við útlönd og ytri staða þjóðarbúsins í hnotskurn	6
I	Alþjóðleg skilyrði	7
II	Gjaldeyrismarkaður	10
III	Greiðslujöfnuður og ytri staða	12
	Viðskiptajöfnuður og fjármagnsviðskipti	12
	Erlend staða þjóðarbúsins	16
	Gjaldeyrisforði Seðlabankans	21
IV	Greiðslujafnaðarsviðsmynd 2021	23
	Forsendur greiðslujafnaðarsviðsmyndar	23
	Niðurstöður greiðslujafnaðarlíkans	25
Rammagreinar		
	1 Gjaldmiðlasamsetning erlendra stöðu þjóðarbúsins í árslok 2020	17
	2 Losun fjármagnshafta 2009-2019	28

Greiðslujöfnuður við útlönd og ytri staða þjóðarbúsins í hnotskurn¹

Samdrátturinn í heimsbúskapnum í kjölfar COVID-19-faraldursins er sá mesti sem mælst hefur á friðartímum síðan í kreppunni miklu á fjórða áratug síðustu aldar. Honum fylgdi snarpur samdráttur í alþjóðaviðskiptum og mikil lækkun á hrávöruverði. Verulegt umrót var á alþjóðlegum fjármálamörkuðum framan af faraldrinum sem leiddi til hækkunar á áhættu- og vaxtaálagi um leið og fjárfestar flyktust í gjaldmiðla og fjáreignir með mikinn seljanleika. Viðskiptajöfnuður og gengi gjaldmiðla fjölmargra ríkja sveiflaðist mikið. Fjármögnunarskilyrði íslenskra fyrirtækja snöggversnuðu um tíma og óvissa var um hversu mikil og langvarandi áhrifin yrðu á útflutningsgreinar.

Greiðslujöfnuður Íslands var sterkur fyrir faraldurinn. Viðskiptajöfnuður hafði mælst jákvæður frá árinu 2009 sem hafði ásamt farsælli losun fjármagnshafta bætt skuldastöðu þjóðarbúsins og gert það mögulegt að byggja upp stóran gjaldeyrisforða. Erlendar skuldir í upphafi faraldursins höfðu ekki verið lægri í tvo áratugi, gjaldeyrisforðinn var rúmur og hrein erlend staða hin hagstæðasta frá árinu 1944. Innlendir þjóðarbúskapur var af þeim sökum vel búinn undir að mæta verri ytri skilyrðum og viðsnúningi í fjárfestingum erlendra aðila í innlendum fjáreignum. Afgangur á viðskiptajöfnuði minnkadi um 5,4 prósentur af landsframleiðslu árið 2020 í 1% af landsframleiðslu og var breyting jafnaðarins ein hin mesta meðal OECD landa. Þá snerist fjármagnsinnflæði erlendra aðila vegna verðbréfafjárfestinga hér á landi úr því að vera jákvætt um 1% af landsframleiðslu á árinu 2019 í að vera neikvætt um 2%. Miðað við stærð efnahagsáfallsins og þróun alþjóðlegs fjármagnsflæðis t.d. í nýmarkaðsríkjum var fjármagnsútfæði hér á landi hóflegt í upphafi faraldursins þó að það hafi aukist nokkuð þegar leið á árið. Þar hafði áhrif að staða auðseljanlegra krónu-

eigna var tiltölulega lítil í upphafi faraldurs, eða um 7% af landsframleiðslu, sem má að nokkru leyti rekja til að þess að fjármagnsinnflæði erlendra aðila hafði verið hóflegt árin á undan. Gætir þar áhrifa fjármagnshafta sem losuð voru í mars 2017 og fjárstreymistækis Seðlabankans sem dró úr innflæði erlendra aðila í auðseljanlegar eignir.

Gengi krónunnar hafði í lok síðasta árs lækkað um 8% frá upphafi faraldursins. Það er helsta ástæða þess að erlendar skuldir jukust á árinu í 116% af landsframleiðslu. Í sögulegu og alþjóðlegu samhengi eru erlendar skuldir engu að síður litlar, skammtímaskuldir lágar og hrein erlend staða góð. Niðurstöður greiðslujafnaðarsviðsmyndar gefa til kynna að COVID-19-heimsfaraldurinn muni hafa talsverð áhrif á greiðslujöfnuð þjóðarbúsins út þetta ár. Þjóðarbúið býr hins vegar yfir miklum viðnámsþrótti til að mæta ytra áfalli. Góð ytri staða í upphafi faraldursins hafði mikið að segja en til viðbótar hafa ytri skilyrði að mörgu leyti verið betri en óttast var í upphafi faraldurs. Þar vegur þungt bati fjármögnunarskilyrða á alþjóðlegum fjármálamörkuðum frá miðju síðasta ári og að útflutningstekjur að undanskilinni ferðaþjónustu hafi aukist milli ára í fyrri. Í ár er búist við auknum halla á vöru- og þjónustujöfnuði og að afgangur á viðskiptajöfnuði minnki enn frekar. Talið er að gjaldeyrisútfæði vegna fjárfestinga innlendra og erlendra aðila verði áfram til staðar en minnki verulega. Áætlað er að innflæði vegna erlendar fjármögnunar aukist á þessu ári og að það bæti í gjaldeyrisforðann á árinu. Horfur eru því á að staða gjaldeyrisforða verði rúm og nálægt efra viðmiði Alþjóðgjaldeyrisjóðsins.

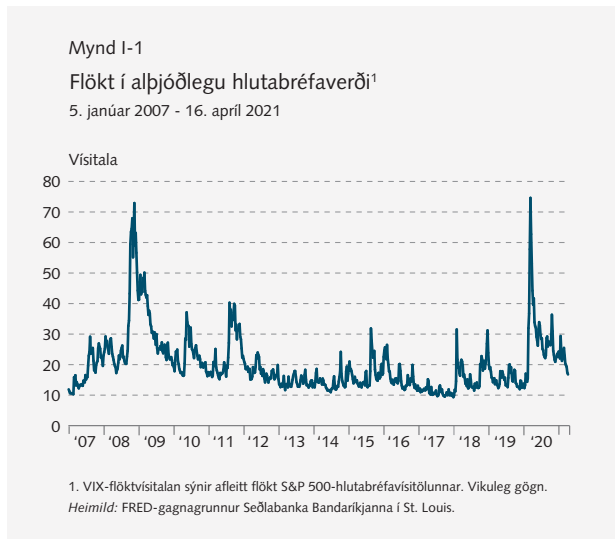
1 Að ritinu unnu Rósa Björk Sveinsdóttir, Kristófer Gunnlaugsson, Ríkarður Bergstað Ríkarðsson, Róbert Heimir Helgason og Steinn Friðriksson, starfsmenn Seðlabanka Íslands. Skoðanir sem koma fram í greininni eru skoðanir höfundar og þurfa ekki að endurspegla skoðun Seðlabanka Íslands.

Alþjóðleg skilyrði



Heimsfaraldurinn hefur valdið gríðarlegum búsifjum í heimsbúskapnum ...

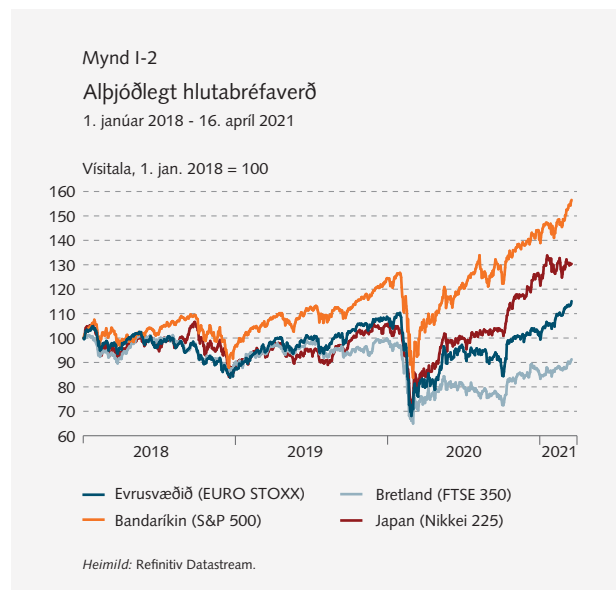
COVID-19-farsóttin sem tók að breiðast út um heimsbyggðina snemma á síðasta ári hefur haft gríðarlegar afleiðingar í för með sér, hvort tveggja heilsufarslegar og efnahagslegar. Áætlað er að heimsframleiðslan hafi dregist saman um 3,3% í fyrra og er það mesti efnahagssamdráttur sem mælst hefur síðan í heimsstyrjöldinni síðari. Samdrátturinn varð mestur á öðrum ársfjórðungi þegar fyrsta bylgja faraldursins reið yfir og var hinn dýpsti frá upphafi ársfjórðungslegra mælinga.



... og drógust alþjóðaviðskipti mikið saman í fyrra

Alþjóðaviðskipti minnkuðu verulega í fyrra í takt við minnkandi eftirspurn, lokun landamæra og aðrar takmarkanir sem stjórnvöld um allan heim beittu til að hefta útbreiðslu faraldursins. Hnókrar urðu því á alþjóðlegum virðisdeðjum. Umfang vöruviðskipta minnkaði um 8,6% milli ára á fyrstu fimm mánuðum síðasta árs eða álíka

mikið og í upphafi alþjóðlegu fjármálakreppunnar fyrir liðlega áratugi og um 5,3% á árinu í heild. Þjónustuviðskipti milli landa drógust enn meira saman í fyrra enda áttu fyrirtæki í ferðaþjónustu og öðrum atvinnugreinum sem krefjast nánna samskipta milli fólks verulega undir högg að sækja. Alþjóðaviðskipti með vörur og þjónustu minnkuðu því um 8,5% milli ára í fyrra.



Verulegt umrót varð á alþjóðlegum fjármálamörkuðum í byrjun síðasta árs ...

Skyndileg versnun efnahagshorfa og aukin óvissa sem skapaðist eftir að heimsfaraldurinn skall á leiddi til verulegs umröts á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Þegar faraldurinn brast á flykktust fjárfestar í öruggari gjaldmiðla og fjáreignir með mikinn seljanleika, t.d. gull og bandarísk ríkisskuldabréf, og seldu hlutabréf í stórum stíl. Alþjóðlegt hlutabréfaverð lækkaði skarpt og flókt þess náði sambærilegum hæðum og þegar það varð mest í

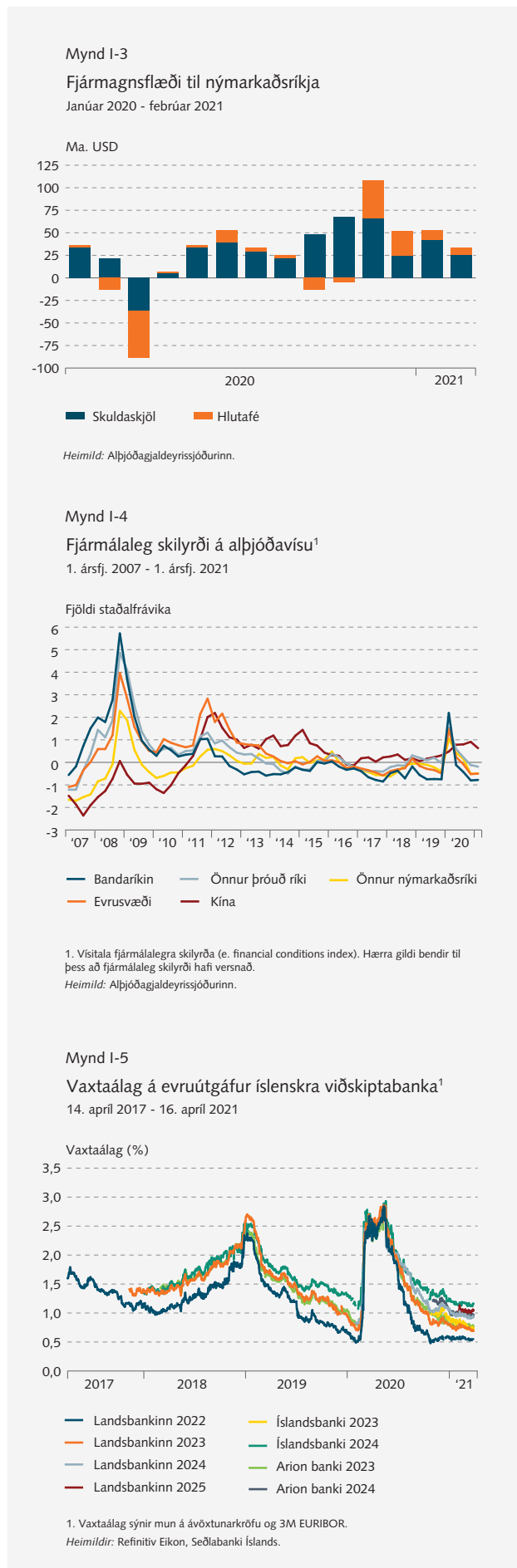
alþjóðlegu fjármálakreppunni fyrir liðlega áratug (myndir I-1 og I-2). Fjármögnunarskilyrði margra fyrirtækja og ríkja versnuðu einnig verulega með hækkun áhættu- og vaxtaálags á áhættumeiri fjáreignir. Aukin ásókn fjárfesta í öruggar fjáreignir leiddi jafnframt til mikils fjármagnsútfærðis frá nýmarkaðs- og þróunarríkjum en mörg þeirra urðu til viðbótar fyrir mikilli viðskiptakjara- rýrnun sakir lækkunar alþjóðlegs hrávöruverðs (mynd I-3). Gengi gjaldmiðla þessara ríkja og margra þróaðra ríkja, einkum hrávöruútflytjenda, lækkaði því en um leið hækkaði gengi alþjóðlegra forðagjaldmiðla sem eru eftir- sóttir á óvissutímum.

... en fjármálaleg skilyrði á alþjóðavísu hafa batnað á nýjan leik ...

Alþjóðlegir fjármálamarkaðir tóku við sér á ný á öðrum ársfjórðungi í fyrra samhliða fækkun smita, slökun sótt- varna og vísbendingum um að efnahagsumsvif væru að glæðast. Mótvægisáðgerðir seðlabanka og stjórn- valda gegndu lykilhlutverki í að styðja við efnahagslíf og markaði, liðka fyrir skuldabréfaútgáfum ríkissjóða og fyrirtækja, auka tiltrú á efnahagshorfur og þannig spornað við því að áfallið hefði enn djúpstæðari áhrif á fjármálakerfi heims. Tilkoma bóluefna gegn farsóttinni seint í fyrra og auknar örvunaraðgerðir í ríkisfjármálum nokkurra stórra landa á undanförunum mánuðum, eink- um í Bandaríkjunum, hafa aukið bjartsýni um efnahags- horfur og stutt enn frekar við markaði. Þrátt fyrir mikla fjölgun smita í haust og vetur og hertar sóttvarnaað- gerðir stjórnvalda hefur alþjóðlegt hlutabréfaverð því víða rétt úr kútnum og dregið hefur úr flökti þess. Á það einkum við um hlutabréfaverð í Bandaríkjunum og Japan sem er orðið töluvert hærra en það var fyrir heimsfar- aldurinn. Hækkun áhættu- og vaxtaálags á áhættumeiri fjáreignir hefur einnig gengið til baka að mestu leyti og hefur fjármagnsinnflæði til nýmarkaðsríkja aukist á ný. Langtímavextir í helstu iðnríkjum hafa jafnframt farið hækkandi og eru víða orðnir svipaðir og þeir voru fyrir farsóttina. Langtímavextir eru samt sem áður enn lágir í sögulegu samhengi. Fjármálaleg skilyrði hafa því heilt yfir batnað (mynd I-4) en óvissa er enn mikil, einkum um framgang bólusetninga og hvernig tekst til við að ráða niðurlögum farsóttarinnar.

... og um leið fjármögnunarskilyrði íslensku viðskiptabankanna í erlendum gjaldmiðlum

Áhættuálag á erlendar skuldbindingar innlendra viðskipta- banka hækkaði mikið á fyrri hluta síðasta árs (mynd I-5). Vaxtaálag á útgefin markaðsskuldabréf þeirra allt að þre- faldaðist á fyrstu mánuðum ársins en tók að lækka á ný um mitt árið samhliða batnandi fjármálalegum skilyrðum



almennt á alþjóðamörkuðum. Vaxtakjör viðskiptabankanna eru nú áþekkt þeim sem bönkunum buðust fyrir tilkomu farsóttarinnar. Minni hækkun varð á áhættuálagi á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs í fyrra og er það nú einnig svipað og í upphafi síðasta árs (mynd I-6).



Gjaldeyrismarkaður



Gengi krónu lækkaði mikið eftir að farsóttin skall á ...

Gengi krónunnar tók að lækka í lok febrúar í fyrra þegar farsóttin barst hingað til lands og var orðið um 12% lægra um miðjan maí (mynd II-1). Gjaldmiðlar margra annarra þróaðra ríkja, einkum hrávöruútflytjenda, lækkuðu einnig í takt við breyttar efnahagshorfur og aukna sókn í öruggar fjáreignir og alþjóðlega forðagjaldmiðla (mynd II-2). Meiri gengislækkun hér á landi skýrist líklega einkum af miklu vægi ferðaþjónustu og annarra útflutningsgreina í innlendum þjóðarbúskap en fljótlega varð ljóst að ferðaþjónusta myndi verða fyrir miklu áfalli vegna faraldursins. Fjármagnsútfærði erlendra aðila var aftur á móti lítið við upphaf farsóttarinnar.

... og enn frekari gengislækkun varð á sumar- og haustmánuðum ...

Gengi krónunnar hækkaði á ný í maí samhliða minnkandi óvissu og aukinni bjartsýni um hraðari bata í ferðaþjónustu en vænst hafði verið enda hafði COVID-19-smitum fækkað hratt héraðs og íslensk og erlend stjórnvöld tilkynnt um slökun sóttvarna á landamærum. Sú gengishækkun gekk hins vegar til baka yfir sumarmánuðina m.a. eftir að smitum tók að fjölga á ný héraðs og hert var á sóttvarnaaðgerðum á landamærum snemma í ágúst. Vaxandi fjármagnsútfærði erlendra aðila frá júní vó einnig þungt í þróun gengisins og stuðlaði að nær stöðugum þrýstingi til lækkunar fram að vetri. Aukin gjaldeyriskaup lífeyrissjóða frá sumarlokum lögðust á sömu sveif á meðan gjaldeyrissinnflæði var lítið þrátt fyrir jákvæðan viðskiptajöfnuð. Þá kunna væntingar að hafa skapast um enn frekari gjaldeyriskaup lífeyrissjóða eftir að þeir ákváðu að framlengja ekki hlé á kaupunum sem stóð til 17. september og hafði verið í gildi í sex mánuði.

Mynd II-1

Gengi krónunnar¹

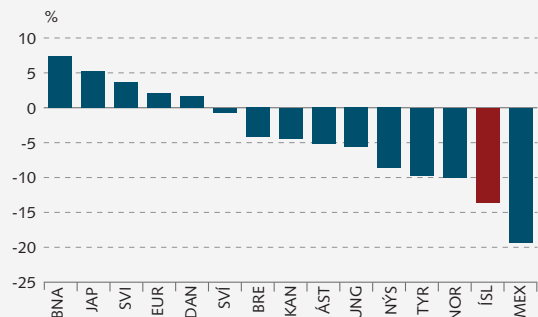
2. janúar 2017 - 16. apríl 2021



1. Verð erlendra gjaldmiðla í krónum. Þróng viðskiptavog.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-2

Breyting á viðskiptavegnu gengi gjaldmiðla ýmissa OECD-ríkja í kjölfar heimsfaraldurs¹



1. Breyting viðskiptaveginna gengisvísitölu frá árslokum 2019 til 15. maí árið 2020. Löndin eru Bandaríkin (BNA), Japan (JAP), Sviss (SVI), evrusvæðið (EUR), Danmörk (DAN), Svíþjóð (SVI), Bretland (BRE), Kanada (KAN), Ástralía (ÁST), Ungverjaland (UNG), Nýja-Sjálund (NYS), Tyrkland (TYR), Noregur (NOR), Ísland (ÍSL) og Mexíkó (MEX).

Heimildir: Refinitiv Datastream, Seðlabanki Íslands.

Eftir að hafa lækkað um ríflega 9% frá sumarbyrjun snerist þróunin tímabundið við í kjölfar þess að Seðlabankinn tilkynnti snemma í september um reglulega sölu gjaldeyris til að auka dýpt gjaldeyrismarkaðar og bæta verðmyndun. Bankinn lýsti sig reiðubúinn að selja allt að 40 ma.kr. í reglulegum viðskiptum til ársloka. Til viðbótar hélt bankinn áfram stefnu sinni um að beita inngripum á gjaldeyrismarkaði í því skyni að draga úr sveiflum eftir því sem hann teldi tilefni til (mynd II-3). Voru gjaldeyrisinngrip mest í október þegar bankinn seldi gjaldeyri fyrir um 38 ma.kr. en fjármagnsútlæði erlendra aðila og lífeyrissjóða var sérstaklega mikið í þeim mánuði. Hrein gjaldeyrissala Seðlabankans nam um 133 ma.kr. í heild á árinu 2020.

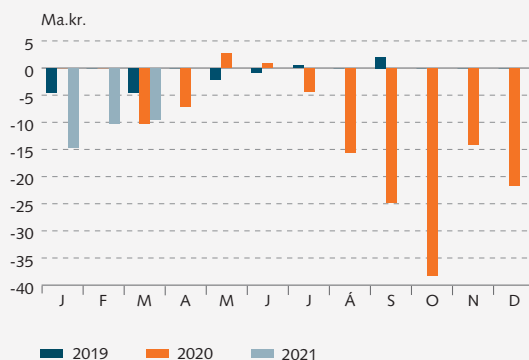
... en gengið hefur farið hækkandi á ný síðan í nóvember ...

Eftir að hafa hreyfst fremur lítið um sinn tók gengi krónunnar að hækka á ný í nóvember í kjölfar jákvæðra fregna af þróun bóluafnis við COVID-19-farsóttinni og minna fjármagnsútlæðis. Þá dró einnig úr hreinum gjaldeyriskaupum lífeyrissjóða og seldu einhverjir þeirra erlendan gjaldeyri. Þrátt fyrir að fjármagnsútlæði erlendra aðila og lífeyrissjóða hafi aukist á ný á fyrsta fjórðungi þessa árs og halli á vöruskiptum við útlönd mælst meiri hélt gengið áfram að hækka. Skýrist það líklega að hluta af væntingum um hækkun gengis krónu vegna betri efnahagshorfa sem endurspeglast í aukinni framvirkri sölu á gjaldeyri á fjórðungnum (mynd II-4). Auk þess hefur áframhald á reglubundinni gjaldeyrissölu Seðlabankans stutt við gengið. Gengi krónunnar hækkaði um tæplega 7% frá því í byrjun nóvember til miðs apríl en var þó enn 7% lægra en það var í lok febrúar í fyrra. Raungengið hefur þróast með sambærilegum hætti. Það var um 4% lægra að meðaltali í mars sl. en það var í febrúar árið 2020 sem að stærstum hluta má rekja til lækkunar nafngengis krónunnar en verðbólga hér á landi var á móti um 3 prósentum meiri en að meðaltali í viðskiptalöndum Íslands.

Mynd II-3

Hrein gjaldeyrisviðskipti Seðlabankans á millibankamarkaði¹

Janúar 2019 - mars 2021

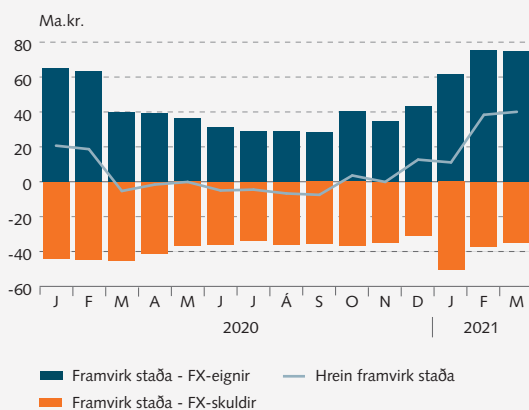


1. Án reglubundinnar gjaldeyrissölu og einskisviðskipta Seðlabankans.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd II-4

Framvirk staða viðskiptabanka þar sem ISK er annar leggurinn¹

Janúar 2020 - mars 2021



1. Með FX-eign (FX-skuld) er átt við eign (skuld) viðskiptabanka á erlendum gjaldeyri.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Greiðslujöfnuður og ytri staða



Viðskiptajöfnuður og fjármagnsviðskipti

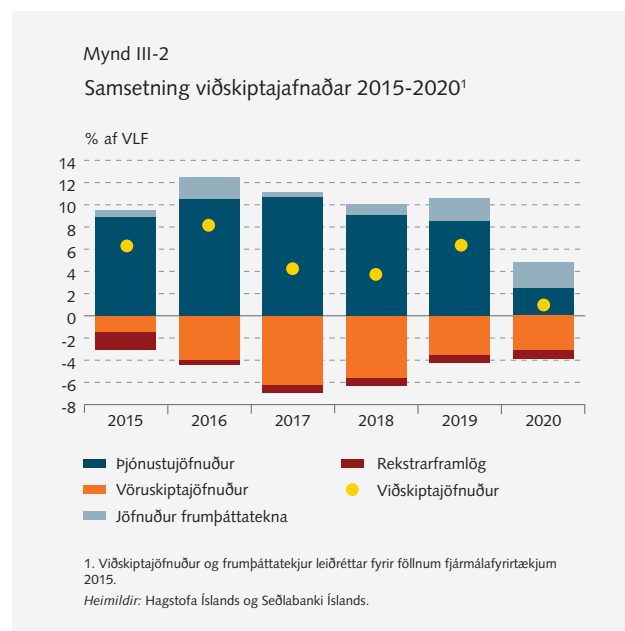
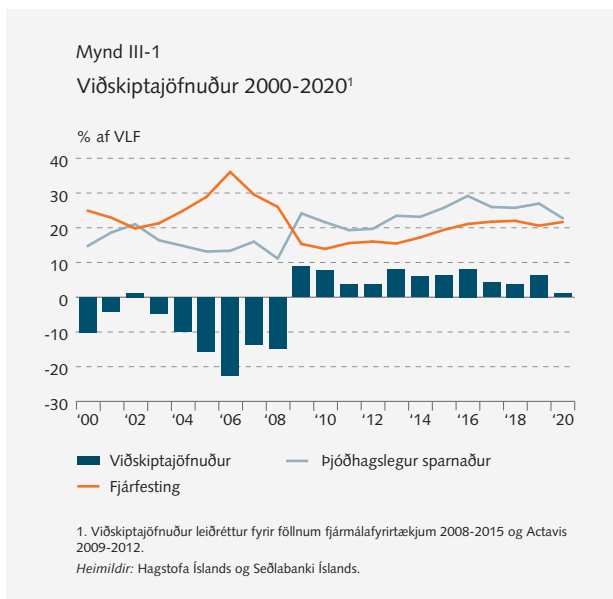
Þjóðhagslegur sparnaður minnkaði í kjölfar faraldursins en afgangur mældist engu að síður á viðskiptum við útlönd

Viðskiptajöfnuður tók stakkaskiptum eftir fjármálakreppuna. Vægi þjónustu í útflutningi jókst hröðum skrefum og stuðlaði að viðvarandi viðskiptaafgangi frá árinu 2009, en árin fram að því höfðu einkennst af halla við útlönd. Aukið vægi þjónustuútflutnings er að mestu rakið til mikils uppgangs ferðaþjónustu og því hafði COVID-19-faraldurinn í för með sér mikla breytingu á útflutningstekjum sem lækkuðu um liðlega 25% milli ára. Minnkaði viðskiptaafgangurinn í 1% af landsframleiðslu í fyrra samanborið við 6,4% afgang árið 2019. Afgangur á viðskiptajöfnuði í fyrra var engu að síður um

2,4% af landsframleiðslu yfir sögulegu meðaltali undanfarinna tveggja áratuga.

Afgangur á viðskiptajöfnuði gefur til kynna að sparnaður þjóðarþúsins sé meiri en fjárfesting. Dró mjög úr þjóðhagslegum sparnaði í fyrra samhliða tekju-samdrætti útflutningsgreina og mældist hann 22,7% af landsframleiðslu sem er 4,3 prósentum minni sparnaður en árið 2019. Faraldurinn hafði á hinn bóginn lítil áhrif á fjárfestingarhlutfallið sem stutt var af sögulega lágum vöxtum, greiðu aðgengi að fjármagni og hagfeldri þróun eignaverðs.

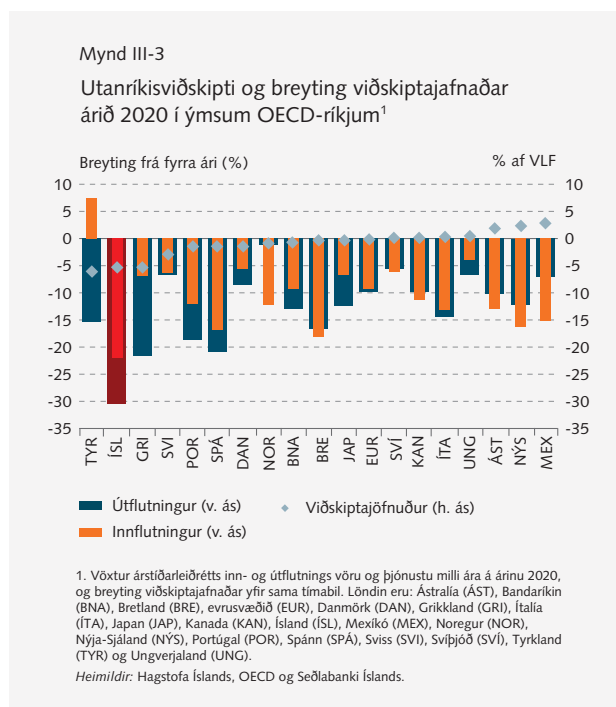
Samsetning viðskiptajafnaðar árið 2020 mikið breytt í fyrsta skipti frá árinu 2008 mældist halli á vöru- og þjónustujöfnuði í fyrra, um 0,6% af landsframleiðslu, sem er nærri 5,5 prósentum verri niðurstaða en árið



2019. Útflutningur vöru og þjónustu dróst saman um 30,5% milli ára og hefur árssamdráttur ekki mælst meiri síðan árið 1917. Samdráttinn í fyrra má að mestu rekja til 51% samdráttar í útfluttri þjónustu en ferðamönnum til landsins fækkaði um 1,5 milljónir milli ára eða um 76% sökum áhrifa faraldursins og hafa þeir ekki verið jafn fáir síðan árið 2010. Afgangur á þjónustujöfnuði minnkaði því mikið en halli vöruskipta minnkaði á móti samhliða hægari efnahagsumsvifum og lækkun raungengis. Áhrif faraldursins á útflutningsverðmæti vöru voru þó mun minni en á þjónustugreinar. Lækkun á gengi krónu studdi við verðmætasköpun og jókst verðmæti vöruútflutnings án skipa og flugvéla um liðlega 0,2% milli ára, einkum vegna aukins útflutningsverðmætis áls og sjávarafurða. Raunar jukust einnig útflutningstekjur annarra þjónustugreina en ferðþjónustu heilt yfir á árinu 2020. Viðskiptakjör vöru og þjónustu versnuðu um 2,3% á síðasta ári þar sem verðlag útflutningsafurða lækkaði heilt yfir á meðan verðlagsþróun innflutnings var nokkuð breytileg. Verðlag hækkaði t.d. mikið á neysluvöru og flutningatækjum mælt í erlendum gjaldmiðli en á móti vann lækkun olíu- og hrávöruverðs. Viðskiptakjör hafa þá versnað þrjú ár í röð um alls 6% frá árslokum 2017.

Breyting viðskiptajafnaðar ein hin mesta hér á landi meðal OECD-ríkja

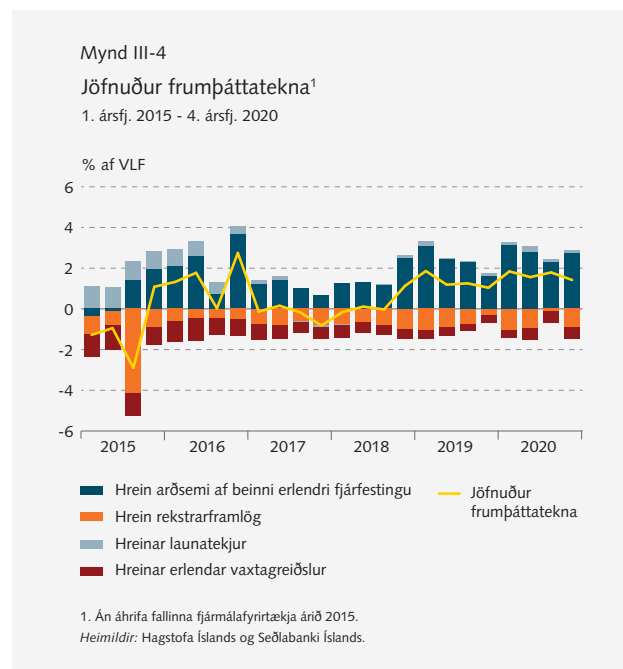
Í samanburði við önnur OECD-ríki varð hvað mest breyting á viðskiptajöfnuði hér á landi í fyrra. Var hún álíka mikil og í löndum á borð við Tyrkland og Grikkland þar sem jöfnuðurinn minnkaði einnig um 5 til 6% af landsframleiðslu milli ára (myndi III-3). Eiga



löndin það sammerkt með Íslandi að í eðlilegu árferði vegur þjónustuútflutningur þungt í verðmætasköpun hagkerfisins eða yfir 20% af landsframleiðslu og fóru þau því ekki varhluta af útflutningssamdrættinum af völdum faraldursins. Önnur ríki líkt og Spánn og Ítalía, sem reiða sig jafnframt á ferðamannaíðnaðinn í ríkum mæli, urðu fyrir minni versnun viðskiptajafnaðar sökum þess að innflutningssamdráttur var hlutfallslega mikill samanborið við samdrátt útflutnings. Í nokkrum ríkjum varð bati á viðskiptajöfnuði þar sem innflutningur dróst meira saman en útflutningur. Á það einkum við um lönd sem þurftu að grípa til harðra sóttvarnaáðgerða eða urðu fyrir snarpri lækkun raungengis.

Afgangur á jöfnuði frumþáttatekna hinn mesti frá upphafi mælinga

Samfelldur afgangur hefur mælst á jöfnuði þáttatekna og rekstrarframlaga síðastliðin þrjú ár. Í fyrra var hann jákvæður um 1,6% af landsframleiðslu sem er mesti afgangur sem mælst hefur frá upphafi mælinga. Þróunina má meðal annars rekja til lækkandi vaxtabyrði af erlendum skuldum en einnig hefur jákvæð afkoma af beinni erlendri fjárfestingu gegnt veigamiklu hlutverki. Aukin arðsemi er að miklu leyti tilkomin sakir taps á rekstri innlendra félaga í eigu erlendra aðila, m.a. félaga með mikla rannsóknastarfsemi en framleiðsla þeirra hefur ekki hafist og tekjumyndun þeirra er því lítil um þessar mundir. Þar að auki var umtalsverður hagnaður af fyrirtækjum Íslendinga á erlendri grundu, einkum fyrirtækjum í matvælaíðnaði sem urðu fyrir fremur litlum áhrifum af faraldrinum en að auki gætti áhrifa af lækkun á gengi krónu.



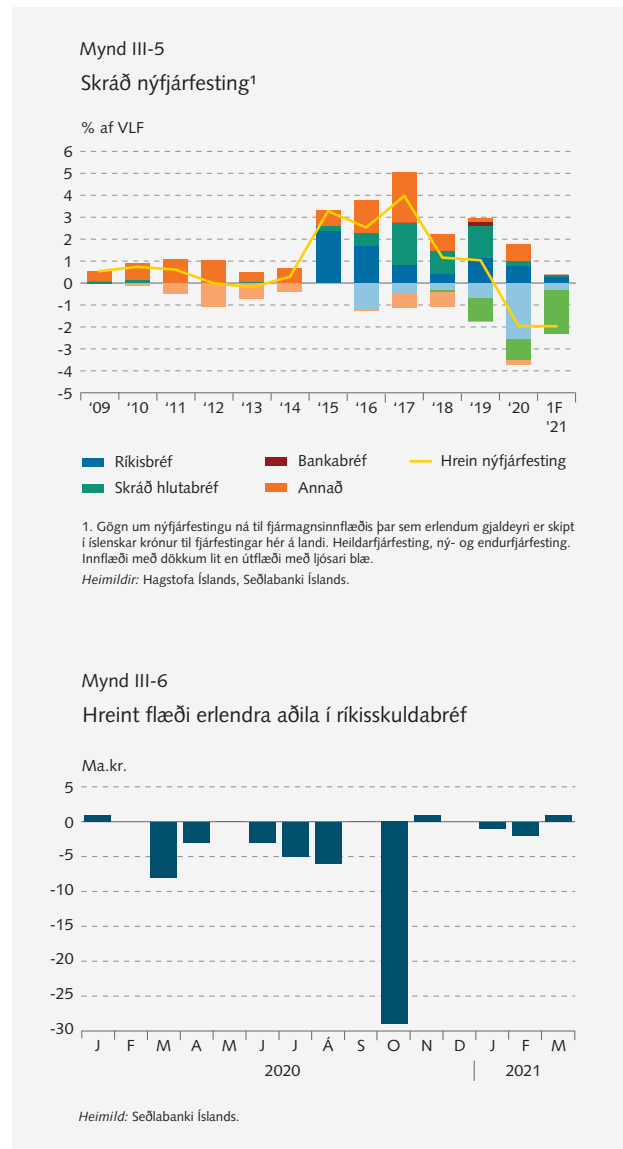
Á síðasta ári lækkuðu erlendar vaxtatekjur nokkru meira í krónum talið en vaxtagjöld sakir lægra vaxtastigs erlendis, einkum á seinni helmingi ársins. Virði hreinna erlendra vaxtatekna sem hlutfall af landsframleiðslu lækkaði því lítillega árið 2020. Jákvæð áhrif af bata erlendar eignastöðu undanfarinna ára koma þó ekki að fullu fram í þáttatekjum þar sem erlendar eignir lífeyrissjóða, sem vaxið hafa mikið undanfarin ár, eru að miklu leyti í hlutdeildarsjóðum. Samkvæmt staðli greiðslujafnaðar eru arðstekjur af þeim ekki skráðar sem þáttatekjur heldur sem verðbreyting í hreinni erlendri stöðu.

Fjármagnsinnflæði erlendra fjárfesta jákvætt frá árinu 2015 en flæðið snerist við í fyrra...

Fjármagnsflæði tengt nýfjárfestingu var lítið fyrstu árin eftir fjármálakreppuna en tók að aukast eftir að stjórnvöld kynntu aðgerðaáætlun um losun fjármagnshafta um mitt ár 2015 (mynd III-5).¹ Fjárfestu erlendir skuldaþréfasióðir fyrir ríflega 70 ma.kr. í ríkisskuldabréfum á seinni hluta árs 2015 og fyrri hluta þess næsta en þá var vaxtamunur við útlönd nokkur eða um 5%. Eftir að Seðlabankinn virkjaði nýtt stjórnþæki, svokallað fjárstreymistæki, í júní 2016 breyttist samsetning flæðisins og það leitaði í meira mæli í hlutabréf, bæði skráðra og óskráðra félaga (einkum Arion banka áður en hann var skráður á markað).² Hrein nýfjárfesting var jákvæð allt til ársins 2019 um liðlega 300 ma.kr. á árunum 2015 til 2019 eða 12% af landsframleiðslu og var um 70% innflæðisins fjárfesting í skráðum og óskráðum hlutabréfum.

Viðsnúningur varð á fjármagnsflæði tengdu erlendum fjárfestum á árinu 2020. Í fyrstu virtist COVID-19-farsóttin hafa fremur lítil áhrif á hreint fjárfestingarflæði erlendra aðila ólíkt reynslu margra annarra ríkja sem bjuggu skyndilega við lakari útflutningshorfur og fjármögnunarskilyrði. Útflæði jókst hins vegar eftir því sem leið á árið og var mest á síðasta fjórðungi ársins sakir sölu erlendra aðila á ríkisbréfum (mynd III-6). Sala ríkisbréfa var aðallega bundin við einn stóran skuldabréfasjóð sem

í upphafi árs átti helming allra ríkisbréfa í eigu erlendra aðila. Hrein nýfjárfesting var því neikvæð um 2% af landsframleiðslu í fyrra. Það sem af er þessu ári hefur útflæði erlendra aðila verið álíka mikið og heildarútflæði ársins í fyrra, nær eingöngu vegna sölu tveggja erlendra sjóðstýringarfélaga á hlutabréfum í Arion banka. Félögin tvö áttu fyrir sölu samanlagt um þriðjungshlut í bankanum en tóku að losa bréfin sín í desember árið 2020.



1. Nýfjárfesting er fjárfesting erlendra og innlendra aðila hér á landi fyrir erlendan gjaldeyri frá árinu 2009 eða síðar. Fjármagn sem kom inn í landið í gegnum nýfjárfestingarleiðina var ekki bundið af fjármagnshöftum og var að nær öllu leyti vegna erlendra aðila. Á meðan fjármagnshöftin voru við lýði kom innflæði fjármagns auk þess í gegnum aflandskrónuútböð Seðlabankans. Sjá nánar rammagrein *Losun fjármagnshafta 2009-2019*.

2. Fjárstreymistækið fól í sér sérstaka bindingu á hluta nýs innstreymis erlends gjaldeyris vegna fjárfestingar í rafrænt skráðum skuldabréfum og víxlum útgefnum í krónum auk hávaxtainnstæðna. Bindiskylda fjárhæðin var bundin í eitt ár vaxtalaust. Í fyrstu var bindihlutfallið 40% af fjármagnsinnflæðinu en það var lækkað í 20% í desember 2018 áður en það fór í 0% í mars 2019. Markmið tækisins var að draga úr áhættu sem getur fylgt óhóflegu fjármagnsinnflæði með því að tempra innstreymi erlends fjár, einkum skammtímannflæði en einnig að styðja við miðlun peningastefnunnar. Sjá nánar í rammagrein 1 í *Peningamálum 2016/4*, rammagrein 2 í *Peningamálum 2017/4* og rammagrein 1 í *Peningamálum 2018/2*.

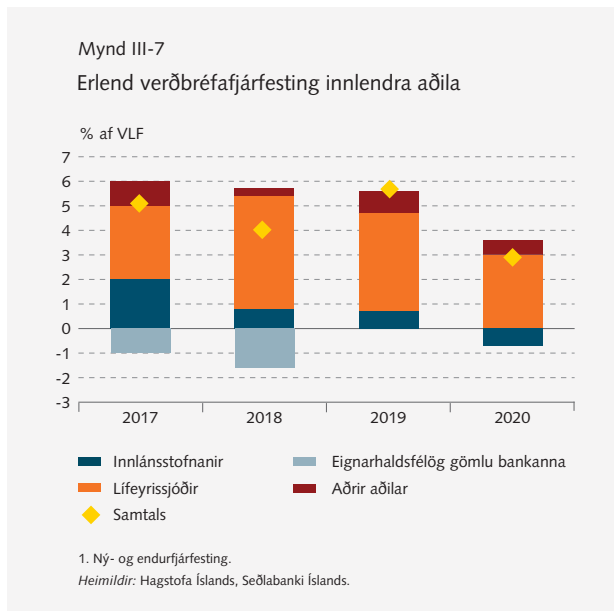
... á móti vann minna útflæði innlendra aðila í verðbréfafjárfestingu

Fjárfesting innlendra aðila í erlendum verðbréfum var liðlega 70 ma.kr. í fyrra og helmingaðist frá árinu 2019.³ Erlend fjárfesting innlendra aðila í verðbréfum er mikið til bundin við lífeyrissjóði (mynd III-7). Lífeyrissjóðirnir keyptu erlendan gjaldeyri fyrir 56 ma.kr. árið 2020 sem

3. Ný- og endurfjárfesting.

er um helmingur af þeim gjaldeyri sem þeir keyptu árið 2019.⁴ Hafði þar mest áhrif að sjóðirnir gerðu sex mánaða hlé á gjaldeyriskaupum sínum frá miðjum mars 2020 vegna óvissu sem fylgdi COVID-19-faraldrinum fyrir íslenskan þjóðarbúskap auk þess sem hrein kaup lífeyrissjóða voru lítil undir lok ársins. Lífeyrissjóðirnir keyptu erlendan gjaldeyri fyrir aðeins 13 ma.kr. á fyrsta fjórðungi ársins 2021.

Útflæði annarra innlendra aðila en lífeyrissjóða tekur að jafnaði ekki miklum breytingum. Verðbréfafjárfesting innlánsstofnana er að mestu tengd lausafjárstýringu þeirra. Í fyrra seldu innlánsstofnanir erlend skuldaskjöl og greiddu niður erlend markaðsskuldabréf. Útflæði annarra innlendra aðila en lífeyrissjóða og innlánsstofnana var lítill minna í fyrra en árið 2019.



Útgáfa markaðsskuldabréfa minnkaði í kjölfar faraldursins

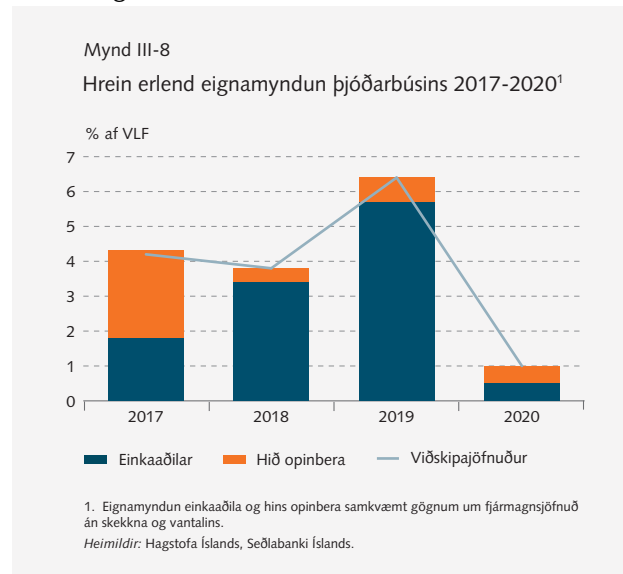
Óvissa um efnahagshorfur í kjölfar COVID-19-faraldursins, rúm lausafjárstaða í erlendum gjaldmiðlum og verri alþjóðleg fjármögnunarskilyrði gerðu það að verkum að íslensk fyrirtæki héldu tímabundið að sér höndum með útgáfu markaðsskuldabréfa í erlendum gjaldmiðlum og það dró úr erlendri lántöku. Höfðu mörg fyrirtækið nýlega lokið fjármögnun eða voru þegar vel fjármögnuð við upphaf faraldursins. Flest þeirra hafa jafnframt stöðugar tekjur í erlendum gjaldmiðlum, þrátt fyrir efnahagsáfallið eða ágætt jafnvægi í gjaldmiðlasamsetningu

4. Til að ná utan um nýtt fjármagnsútfæði lífeyrissjóða til fjárfestingar erlendis er stuðst við kaup þeirra á erlendum gjaldeyri þar sem ekki er unnt að skilja í sundur ný- og endurfjárfestingu í fjármagnsjöfnuði. Í ljósi þess hve erlent eignasafn lífeyrissjóðanna er stórt er endurfjárfesting mikil. Gert er ráð fyrir að gjaldeyrissinnstæður lífeyrissjóða leiti á endanum í erlenda fjárfestingu.

eigna og skulda. Þó að erlend fjármögnun hafi minnkað í kjölfar faraldursins var erlend fjármögnun á heildina lítið meiri en afborganir í fyrra einkum hjá ríkissjóði, sem gaf út skuldabréfaflokk í maí, og ríkisfyrirtækjum. Innlánsstofnanir auk fyrirtækja sveitarfélaga og í sjávarútvegi greiddu þó niður skuldir.

Fjármagnsútfæði minnkaði milli ára einkum flæði á vegum einkaaðila

Afgangi á viðskiptajöfnuði undanfarinna ára var ráðstafað í að auka hreinar erlendar eignir einkaaðila sem jukust ár frá ári þangað til 2020 (mynd III-8). Þá minnkaði eignamyndun þeirra um 5% af landsframléiðslu frá fyrra ári í ½% af landsframléiðslu. Mesta breytingin var á eignahlið einkum vegna minni verðbréfafjárfestingar en á móti lækkuðu skuldir vegna hreinna fjármagnsviðskipta.⁵ Eignamyndun hins opinbera, sem samanstendur af ríkissjóði og Seðlabankanum, breyttist aftur á móti lítið þrátt fyrir að hreinar fjármagnshreyfingar hafi lækkað gjaldreyrisforða Seðlabankans um 1% af landsframléiðslu og ríkissjóður hafi bætt við sig lítilllega af erlendum lánnum. Á móti vann að skuldir ríkissjóðs og Seðlabankans í krónum lækkuðu, einkum vegna sölu erlendra aðila á ríkisskuldabréfum og innstæðubréfum Seðlabankans.

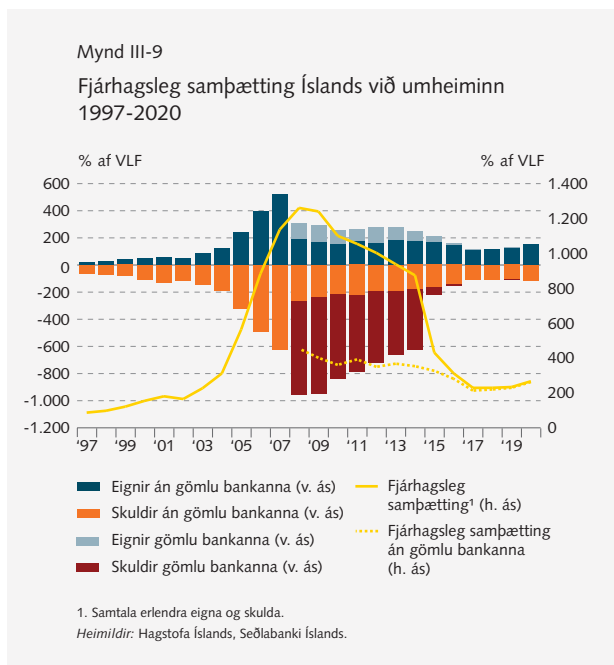


5. Bráðabirgðatölur fjármagnsjafnaðar liggja hér til grundvallar. Skekkjur og vantalíð voru 12,3% af viðskiptajafnaðarfærslum í fyrra, miðað við 1,2% árið 2019. Háar skekkjur og vantalíð stafa yfirleitt af skorti á upplýsingum um fjármagnsviðskipti annarra fyrirtækja en fjármálfyrirtækja. Betri gögn munu liggja fyrir eftir u.þ.b. eitt ár þegar ársreikningar fyrirtækja liggja fyrir.

Erlend staða þjóðarbúsins

Fjárhagsleg samþætting Íslands við umheiminn hefur aukist frá losun fjármagnshafta

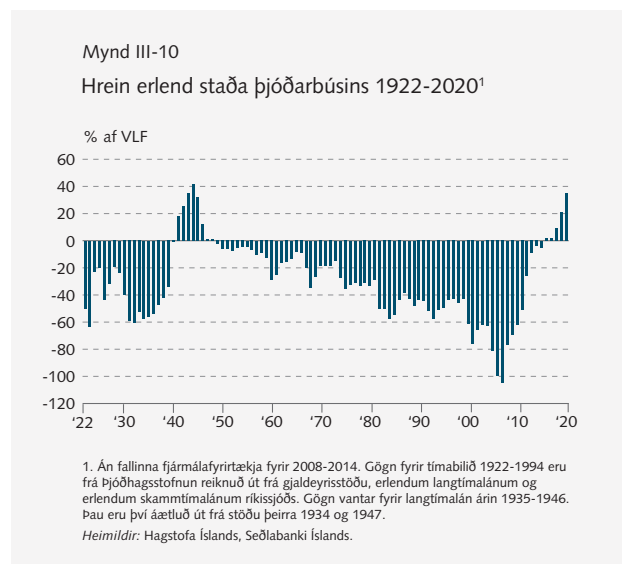
Fjárhagsleg samþætting hefur aukist víða um heim undanfarna tvo áratugi og í upphafi faraldursins hafði alþjóðleg staða erlendra eigna og skulda náð sögulegu hámarki.⁶ Á Íslandi hefur fjárhagsleg samþætting aukist enda er hún fylgifyskur þess að vera með opið hagkerfi sem treystir á viðskipti við útlönd. Frelsi til fjármagnsflutninga jókst til muna á síðari hluta tíunda áratugar síðustu aldar eftir að EES-samningurinn var samþykktur. Þannig skapaðist aukið svigrúm fyrir fjárhagslega samþættingu sem jókst umtalsvert í aðdraganda fjármálakreppunnar 2008 við útrás innlendra viðskiptabanka. Greiðslujafnaðarvandi þjóðarbúsins í kjölfar fjármála- og efnahagskreppunnar kallaði aftur á móti á lækun skulda þjóðarbúsins og samhliða dró mikið úr erlendri fjárfestingu. Þróunin er þó ekki jafn ýkt ef horft er fram hjá áhrifum fallinna fjármálafyrirtækja á erlenda stöðu (mynd III-9). Fjárhagsleg samþætting Íslands hefur aukist á nýjan leik frá árinu 2017, m.a. með aukinni fjárfestingu lífeyrissjóða erlendis og erlendri markaðsfjármögnun viðskiptabankanna. Í raun hófst sú þróun nokkru fyrr ef litið er fram hjá þáttum sem tengjast uppgjöri við fjármálakreppuna og bókhaldslegum færslum í beinni erlendri fjárfestingu.



6. Sjá t.d. *External Sector Report 2020* útgefna af Alþjóðagjaldeyrissjóðnum. Fjárhagsleg samþætting er samtala erlendra eigna og skulda í hlutfalli við landsframleiðslu (e. financial integration).

Hrein erlend staða hefur batnað um 140% af landsframleiðslu frá árinu 2007 og vart mælt betri

Hrein erlend staða hefur batnað verulega frá árinu 2007. Hefur hún mælt jákvæð frá árinu 2016 en fyrir fjármálakreppuna og allt frá lokum seinni heimsstyrjaldarinnar var hún meira og minna neikvæð (mynd III-10). Þegar verst lét var hún neikvæð um tæplega 105% af landsframleiðslu árið 2007.⁷ Bata síðastliðinn áratug má meðal annars rekja til afskrifta skulda vegna gjaldþrota einkaaðila eftir fjármálakreppuna, fjárhagslegrar endurskipulagningar fyrirtækja auk mikils viðskiptaafgangs sem framan af var aðallega nýttur til að greiða niður erlendar skuldir en síðar meir til að byggja upp gjaldeyrisforða og erlent eignasafn lífeyrissjóða. Hrein erlend staða þjóðarbúsins batnaði til að mynda verulega í tengslum við uppgjör fallinna fjármálafyrirtækja.⁸



Gengis- og verðbreytingar hafa sömuleiðis haft mikil áhrif á hreina erlenda stöðu þjóðarbúsins. Frá almennri losun fjármagnshafta vorð 2017 hefur hrein erlend staða einkum batnað vegna fjármagnsviðskipta en gengis- og verðbreytingar hafa bætt stöðuna enn frekar, sérstaklega frá því að gengi krónu tók að lækka í lok árs 2018 í aðdraganda að gjaldþroti flugfélagsins WOW Air (mynd III-11).

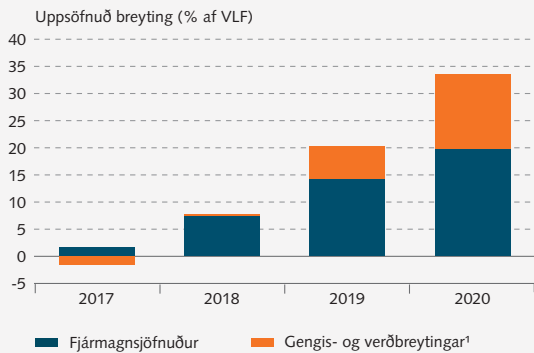
Í árslok 2020 var hrein erlend staða jákvæð um 35% af landsframleiðslu og batnaði um 14 prósentur á milli ára. Hrein eign í verðbréfum jókst hvað mest á árinu

7. Miðað er við undirliggjandi erlenda stöðu þjóðarbúsins árin 2008-2015. Eftir fall bankanna varð snemma ljóst að bókfærðar eignir slitabúa þeirra voru einungis lítil hluti af kröfum í búin. Því var reiknuð undirliggjandi erlend staða þar sem horft var fram hjá erlendum eignum og skuldum fallinna fjármálafyrirtækja en bætt við áætluðum áhrifum slíta þeirra.

8. Alls um 17% af landsframleiðslu ef aðeins er horft til stöðugleikaframlags slitabúa gömlu bankanna. Sjá umfjöllun um nauðasamninga fallinna fjármálafyrirtækja í rammagrein *Losun fjármagnshafta 2009-2019*.

Mynd III-11

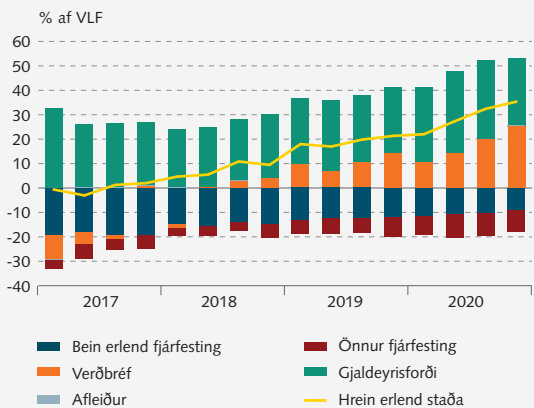
Bati hreinnar erlendrar stöðu frá losun fjármagnshafta



1. Aðrar breytingar meðtaldar, t.d. tilfærslur og afskriftir.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-12

Hrein erlend staða þjóðarbúsins



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

sem má að miklu leyti rekja til verðhækkana erlendra verðbréfaeigna lífeyrissjóða (mynd III-12). Erlendar eignir lífeyrissjóðanna jukust milli ára um 29% árið 2020 og voru um 65% af landsframleiðslu í árslok 2020. Ef

erlenda staðan er sundurliðuð eftir helstu aðilum má sjá að hrein eign lífeyrissjóða er jákvæð sem nemur 57% af landsframleiðslu, mestmegnis erlend hlutdeildarskírteini í eigu sjóðanna að frádregnum lífeyrisskuldbindingum við einstaklinga með lögheimili erlendis (tafla III-1). Hrein eign hins opinbera og Seðlabanka Íslands var sömuleiðis jákvæð, um 16% af landsframleiðslu, sem skýrist fyrst og fremst af gjaldeyrisforða Seðlabankans umfram erlend markaðsskuldabréf ríkissjóðs og eign erlendra aðila í ríkisbréfum. Hrein staða fyrirtækja í eigu hins opinbera var aftur á móti neikvæð um 10% af landsframleiðslu, fyrst og fremst vegna erlendar fjármögnunar innlendra orkufyrirtækja. Þá var bein erlend fjárfesting neikvæð um tæplega 9% af landsframleiðslu en staðan hefur batnað mikið undanfarin ár. Hrein staða innlánsstofnana, fyrst og fremst þriggja kerfislega mikilvægra banka, var auk þess neikvæð um 11% af landsframleiðslu, aðallega vegna erlendar markaðsfjármögnunar sem bankarnir hafa m.a. notað til að fjármagna útlán í erlendum gjaldreyri til innlendra aðila.

Tafla III-1 Sundurliðun á erlendri stöðu í árslok 2020

% af VLF	Erlend eign	Erlend skuld	Hrein staða
Hið opinbera og Sí	28	12	16
Ríkisfyrirtæki	0	8	-8
Fyrirtæki sveitarfélaga	0	2	-2
Innlánsstofnanir	14	25	-11
Lífeyrissjóðir	66	8	57
Bein fjárfesting lyfjafyrirtækja	5	8	-3
Bein fjárfesting stóniðju	0	8	-8
Bein fjárfesting sértækra félaga	2	2	0
Bein fjárfesting annarra¹	19	18	1
Gömlu bankarnir	3	1	2
Aðrir aðilar	15	24	-9
Samtals	151	116	35

1. Án gömlu bankanna og lífeyrissjóða.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Rammagrein 1

Gjaldmiðlasamsetning erlendar stöðu þjóðarbúsins í árslok 2020

Seðlabanki Íslands hóf nýverið að birta gjaldmiðlasamsetningu erlendar stöðu þjóðarbúsins. Nokkur munur er á gjaldmiðlasamsetningu erlendra eigna og skulda þjóðarbúsins en samsetning skulda ríkja getur skipt máli varðandi ytri áhættuþætti. Erlendar eignir þjóðarbúsins eru nær eingöngu í erlendum gjaldmiðlum eða um 99%, en aðeins 76% af skuldunum við erlenda aðila eru í erlendum gjaldmiðlum og

því um 24% þeirra í krónum. Í samanburði við önnur ríki er hlutfall erlendra skulda þjóðarbúsins í heimagjaldmiðli svipað og í Kanada, Ungverjalandi og Brasilíu en mun lægra en t.d. í Þýskalandi og Finnlandi (mynd 1).¹

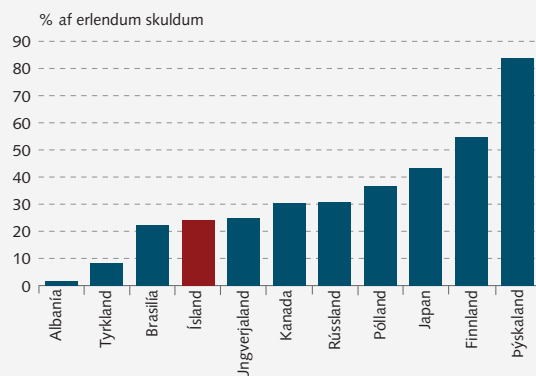
1. Fáar þjóðir hafa hins vegar birt sundurliðun á gjaldmiðlum í erlendri stöðu. Sjá gögn á vef Alþjóðagjaldeyrissjóðsins: <https://data.imf.org/regular.aspx?key=62813992>.

Langstærstur hluti erlendra eigna þjóðarbúsins samanstendur af eignum í alþjóðlegum forðagjaldmiðlum, svo sem Bandaríkjadal, evrum, Sterlingspundum og Yenum, eða 92% eignanna (mynd 2). Erlendar skuldir eru aðallega í evrum en einnig er hátt hlutfall af skuldunum í íslenskum krónum og Bandaríkjadal. Rúmur þriðjungur skulda í íslenskum krónum er vegna beinnar fjárfestingar erlendra aðila í innlendum félögum. Slík fjárfesting hefur tilhneigingu til að vara til langs tíma og er síður líkleg til að verða fyrir áhrifum af skammtímaefnahagssveiflum. Skuldir lífeyrissjóða við erlenda sjóðfélaga eru 29% skulda í krónum en aðrar skuldir í íslenskum krónum eru eign erlendra aðila í ríkisskuldabréfum og innstæðum í innlendum bönkum, sem samtals nema 13% skuldarinnar.

Áhrif gengisbreytinga á hreina erlenda stöðu velta á hversu mikið misvægi er á milli gjaldeyrisigna og -skulda. Á heildina litið var gjaldeyrismissvægi í erlendri stöðu 22,9% í lok árs 2020 sem er álíka og miðgildi þróaðra þjóða.² Jákvætt misvægi þýðir að eignir í erlendum gjaldmiðlum eru meiri en skuldir og því hefur lækkun á gengi krónu jákvæð áhrif á hreina erlenda stöðu þjóðarbúsins. Gjaldyrisáhættan er einkum í Bandaríkjadal en þar mælist hún jákvæð um 20% sakir þess hversu hátt hlutfall gjaldeyrisforða Seðlabankans er í Bandaríkjadöllum. Áhættuhlutfall fyrir aðra gjaldmiðla er mun lægra. Gjaldyrisáhættan dreifist nokkuð ójafnt á atvinnugreinar. Mest er hún hjá fjármálafyrirtækjum eða 22,6%, að miklu leyti vegna erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða. Fyrir samstæðu Seðlabankans og hins opinbera mælist hún jákvæð um 6,2% en fyrir atvinnufyrirtæki -8,3%, fyrirtæki í beinni fjárfestingu -3,3% og fyrir innlánsstofnanir mælist hún -3,9%. Lítil gjaldyrisáhætta innlánsstofnana skýrist m.a. af takmörkunum á hve mikla gjaldyrisáhættu þær mega taka. Samkvæmt núgildandi reglum má misvægi erlendra eigna og skulda kerfislega mikilvægra banka ekki vera umfram 10% af eiginfjárgrunni en mest sem nemur 25 ma.kr.³ Í árslok 2020 voru erlendar eignir innlánsstofnana í erlendum gjaldmiðlum um 60% af skuldum þeirra í erlendum gjaldmiðlum.⁴

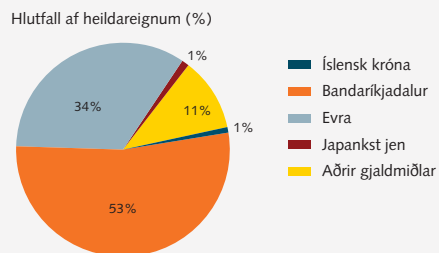
2. Gjaldyrismunur á erlendum gjaldeyrisignum og -skuldum sem hlutfall af samtölu erlendra heildareigna og -skulda.
3. Sjá reglur nr. 784/2018 um gjaldyrisjöfnuð.
4. Ekki er tekið tillit til gjaldyrisvarna.

Mynd 1
Hlutfall erlendra skulda í heimagjaldmiðli 2020¹



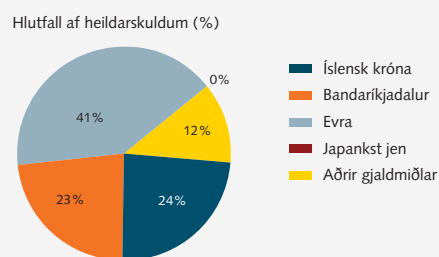
1. Ísland miðast við lok árs 2020. Finnland lok árs 2018. Aðrar þjóðir lok árs 2019.
Heimildir: Alþjóðagjaldyrisjóðurinn, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Erlendar eignir þjóðarbúsins - Hlutfall gjaldmiðla í árslok 2020



Heimild: Seðlabanki Íslands.

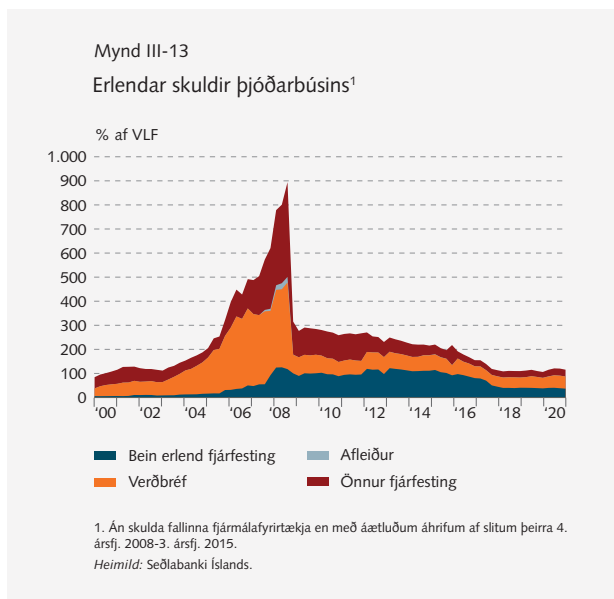
Mynd 3
Erlendar skuldir þjóðarbúsins - Hlutfall gjaldmiðla í árslok 2020



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Erlend skuldastaða áður en faraldurinn reið yfir sú lægsta í tvo áratugi

Erlendar skuldir þjóðabúsins höfðu ekki verið lægri í tvo áratugi í lok árs 2019. Frá losun fjármagnshafta árið 2017 hefur mest breyting orðið á skuldum vegna beinnar erlendar fjárfestingar (mynd III-13), en þær lækkuðu árið 2017 þegar innlend lyfjafyrirtæki færðu erlendar eignir og skuldir yfir í erlend félög innan sömu samstæðu og sértæk félög með umtalsverðar eignir og skuldir voru afskráð sama ár.⁹ Erlendar skuldir lækkuðu um 42% af landsframleiðslu það árið.



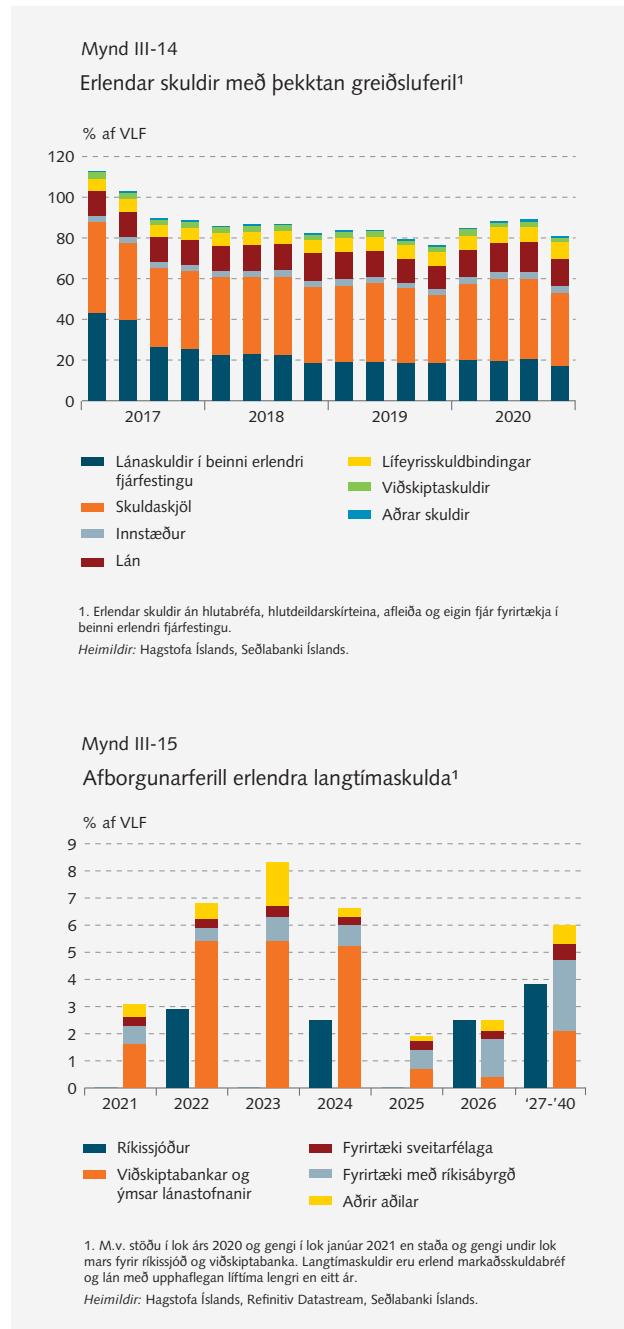
Í fyrra jukust erlendar skuldir í 116% af landsframleiðslu frá því að vera 106% af landsframleiðslu árið 2019. Fjármagnsviðskipti lækkuðu erlendar skuldir um sem nemur 5,5% af landsframleiðslu á árinu en þau áhrif voru að fullu vegin upp af ríflega 10% lækkun í gengi krónunnar og hækkun innlands eignaverðs. Það ásamt samdrætti í landsframleiðslu í fyrra leiddi til þess að skuldir sem hlutfall af landsframleiðslu hækkuðu.

Skuldir með þekktan greiðsluferil hækkuðu árið 2020 en afborganir á þessu ári lægri en í fyrra

Skuldir með þekktan greiðsluferil (e. external debt) voru 81% af landsframleiðslu í lok árs 2020 og hækkuðu um tæplega 5% af landsframleiðslu árið 2020 frá fyrra ári, aðallega vegna gengishreyfinga og erlendar fjármögnunar ríkissjóðs og orkufyrirtækja á árinu (mynd III-14).¹⁰ Tæplega 60% af skuldunum eru vegna erlendar langtímafjármögnunar, einkum markaðsfjármögnunar inn-

9. Sértæk félög eru gjarnan stofnuð í skattalegum tilgangi til að hýsa erlendar eignir og skuldir. Þau hafa enga eiginlega starfsemi.

10. Þá er litið fram hjá eign erlendra aðila í hlutabréfum, hlutdeildarskírteinum, afleiðum og eigin fé í beinni erlendri fjárfestingu.



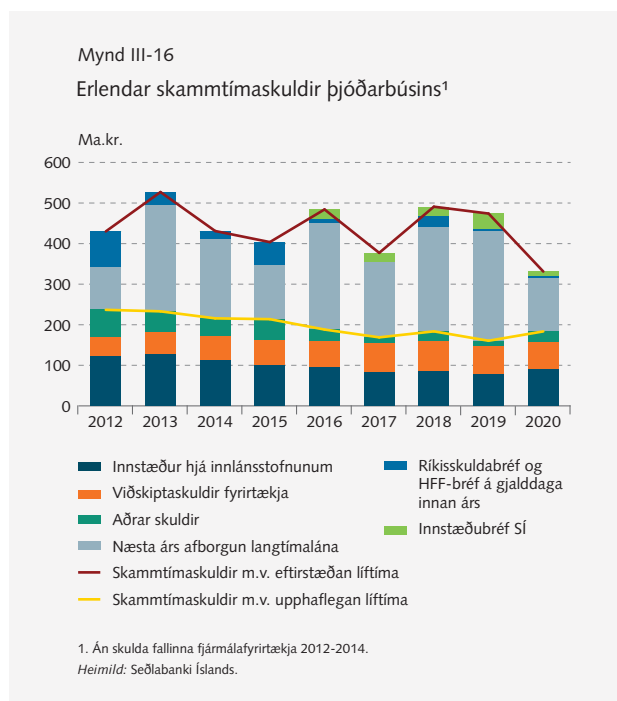
lendra viðskiptabanka og hins opinbera á meðan erlend fjármögnun atvinnufyrirtækja er nær eingöngu langtímalán. Í lok árs 2020 námu skuldir viðskiptabanka 46% af erlendri fjármögnun, ríkissjóðs um 19% og fyrirtækja ríkis og sveitarfélaga um 22%.

Þar sem viðskiptabankarnir fjármagna sig aðallega til þriggja ára er afborgunarferill þeirra nokkuð framhlaðinn en um 85% af skuldum bankanna eru á gjalddaga fram til loka árs 2024 (mynd III-15). Afborganir ársins 2021 eru þó tiltölulega lágar en bankarnir gáfu út erlend markaðsskuldabréf sem nemur 2,8% af landsframleiðslu á fyrsta fjórðungi ársins 2021. Ríkissjóður gaf sömuleiðis út erlend markaðsskuldabréf á fjórðungnum til sjö ára fyrir tæplega 4% af landsframleiðslu og hefur

afborgunarferill ríkissjóðs því lengst og er um þriðjungur erlendar fjármögnunar ríkissjóðs á gjalddaga 2027 eða síðar. Afborganir á árinu 2021 eru fremur lágar, eða um 3% af landsframleiðslu en á sama tíma í fyrra voru afborganir ársins 2020 um 5,2% af landsframleiðslu.

Skammtímaskuldir eru lágar í sögulegu samhengi

Erlendar skammtímaskuldir þjóðarbúsins eru lágar í sögulegu samhengi, bæði að fjárhæð og sem hlutfall af heildarskuldum. Í lok árs 2020 voru þær 184 ma.kr. eða um 6% af landsframleiðslu. Skuldirnar eru aðallega viðskiptaskuldir fyrirtækja og innstæður erlendra aðila hjá innlánsstofnunum. Skammtímaskuldir eru reiknaðar miðað við upphaflegan líftíma skuldanna en einnig er hægt að reikna skammtímaskuldir miðað við eftirstæðan líftíma (mynd III-16). Þá er til viðbótar horft til næsta árs afborgana langtímaskulda, auðseljanlegra skuldabréfa á gjalddaga innan 12 mánaða og innstæðubréfa sem útgefin eru af Seðlabanka Íslands. Þannig mældar eru skammtímaskuldir þjóðarbúsins í kringum 330 ma.kr., um 11% af landsframleiðslu, en þær hafa lækkað á allra síðustu misserum, m.a. vegna verðbréfasölu erlendra aðila en sömuleiðis voru næsta árs afborganir langtíma-lána sérstaklega lágar í lok árs 2020.



Erlendar skuldir í krónum lækkuðu um tæplega 5% af landsframleiðslu árið 2020

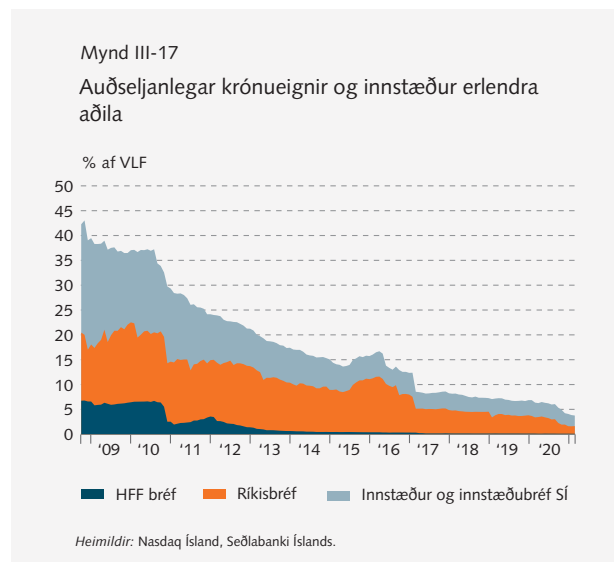
Um þriðjungur skulda þjóðarbúsins í lok árs 2020 var í krónum eða ríflega 800 ma.kr., sem nemur 28% af landsframleiðslu (tafla III-2). Þær lækkuðu um 129 ma.kr. árið 2020 aðallega vegna sölu erlendra aðila á

innlendum verðbréfum og lækkun beinnar erlendar fjárfestingar sakir neikvæðs endurfjárfests hagnaðar. Eftir breytinguna voru um það bil $\frac{2}{3}$ hlutar af krónueign erlendra aðila vegna beinnar erlendar fjárfestingar og lífeyrisréttinda og um 15% voru auðseljanlegar krónueignir og innstæður sem án mikils fyrirvara geta flætt úr landi og haft talsverð áhrif á innlenda markaði.¹¹

Tafla III-2 Sundurliðun á erlendum skuldum í árslok 2020

Ma.kr.	ISK	FX	Samtals
Bein fjárfesting - eigið fé	172	423	595
Bein fjárfesting - lánaskuldir	142	350	492
Verðbréf - Hlutabréf	81	334	415
Verðbréf - Hlutdeildarskírteini	9	0	9
Verðbréf - Ríkisbréf	54	246	300
Verðbréf - Skuldabréf útgefin af ILST	8	583	591
Verðbréf - Skuldaskjöl annarra en ILST og ríkis	8	145	154
Verðbréf - Innstæðubréf CBI2016	12	0	12
Aflleiður	0	3	4
Innstæður í ILST	53	38	91
Innstæður í Sí	2	10	12
Lán atvinnufyrirtækja	36	337	373
Lán ILST	0	19	19
Lán annarra	0	4	4
Lífeyrisskuldir	239	0	239
Viðskiptaskuldir	0	66	66
Mótvirði SDR	0	21	21
Aðrar skuldir	1	6	7
	818	2.584	3.402

Heimild: Seðlabanki Íslands.



Það er mikil breyting frá stöðunni sem uppi var eftir fjármálakreppu þegar auðseljanlegar krónueignir og innstæður voru um 40% af landsframleiðslu þegar mest

11. Auðseljanlegar krónueignir eru ríkisbréf, íbúðabréf og innstæðubréf Seðlabanka Íslands í eigu erlendra aðila.

lét (mynd III-17).¹² Fram að almennri losun fjármagnshafa vorið 2017 lækkuðu auðseljanlegar krónueignir svo til samfelld, aðallega í tengslum við gjaldeyrisútboð Seðlabanka Íslands.¹³ Þær jukust tímabundið á árunum 2015-2016 þegar erlend sjóðstýringarfyrirtæki fjárfestu í miklum mæli í ríkisskuldabréfum.

Auðseljanlegar krónueignir og innstæður námu um 111 ma.kr. í lok mars sl. (um 4% af landsframleiðslu). Þar af var eign erlendra aðila í ríkisbréfum um 45 ma.kr. (um 5% af heildarútgáfu ríkisbréfa) en það er bæði lágt í sögulegu tilliti, m.v. tiltæk gögn frá árinu 2005, og í erlendum samanburði. Þá hafði staða erlendra aðila í hlutabréfum skráð í krónum lækkað um 70 ma.kr. í lok árs 2020 úr um 80 ma.kr. í lok árs 2019 en megnið af hlutabréfaeign erlendra aðila í innlendum félögum er skráð í erlendum kauphöllum (tafla III-2). Til viðbótar eiga erlendir aðilar stóra eignarhluti í innlendum fyrirtækjum sem teljast til beinnar erlendar fjárfestingar.

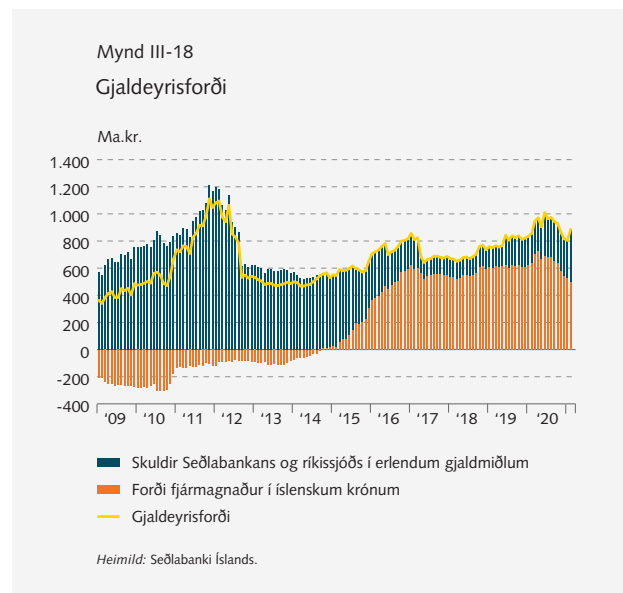
Gjaldeyrisforði Seðlabankans

Hlutverk gjaldeyrisforða Seðlabanka Íslands er meðal annars að draga úr áhrifum sveiflna í greiðslujöfnuði á þjóðarbúið með hliðsjón af stefnu bankans í peninga- og gengismálum og að draga úr líkum á að fjármagnshreyfingar til og frá landinu raski fjármálastöðugleika. Fyrir lítið opið hagkerfi með sjálfstæðan gjaldmiðil er mikilvægt að gjaldeyrisforðinn sé nægjanlega stór en það eykur tiltrú fjárfesta á stöðugleika krónunnar og getu bankans til þess að bregðast við ófyrirséðum atburðum sem gætu raskað fjármálaglum og efnahagslegum stöðugleika. Nægur gjaldeyrisforði veitir bankanum jafnframt svigrúm til viðskipta á millibankamarkaði í þeim tilgangi að draga úr sveiflum í gengi krónunnar, auka dýpt gjaldeyrismarkaðarins og bæta verðmyndun þegar þess gerist þörf, hvort sem það er með reglubundnum viðskiptum eða óreglulegum inngrípum.

Sögulega hefur verið miðað við hina ýmsu mælikvarða fyrir æskilega forðastærð hér á landi, sem tekið hafa breytingum eftir ríkjandi alþjóðlegum sjónarmiðum og markmiðum Seðlabankans hverju sinni. Bankinn fylgist vel með þróun gjaldeyrisforðans og fjölbreyttum forðaviðmiðunum en síðustu ár hefur þó aðallega verið miðað við samsett forðaviðmið Alþjóðagjaldeyrissjóðsins við mat á forðastærð.

Uppbygging gjaldeyrisforðans eftir fjármálakreppuna

Á uppgangsrúm ferðapjónustunnar á síðustu árum byggði Seðlabanki Íslands upp gjaldeyrisforða sem var einungis að litlu leyti skuldsettur í erlendum gjaldmiðli (mynd III-18). Fjölgun erlendra ferðamanna fylgdi mikið gjaldeyrisflæði til landsins og keypti bankinn stóran hluta þess af viðskiptavökum í gjaldeyrisviðskiptum á millibankamarkaði með gjaldeyri, einkum árin 2015 og 2016, en uppbygging nægjanlegs gjaldeyrisforða var nauðsynleg farsællar losunar fjármagnshafa. Í seinni tíð hefur forðinn aðallega hreyfst í takt við gengisbreytingar, erlenda fjármögnun ríkissjóðs og af völdum inngrípastefnu bankans. Rúmur gjaldeyrisforði kom sér vel þegar COVID-19-farsóttin braust út enda leiddi hún til algjörs tekjufalls í ferðapjónustu og verulega dró úr viðskiptaafgangi þjóðarbúsins.



Flæði gjaldeyris inn á millibankamarkað með gjaldeyri var lítið sem ekkert um og upp úr miðju ári 2020 og verðmyndun varð þar af leiðandi óskilvirk. Um miðjan september hóf Seðlabankinn því reglubundna sölu á gjaldeyri, 3 milljónir evra á dag, til þess að dýpka markaðinn og bæta verðmyndun. Því hefur nokkuð gengið á forðann en auk reglulegrar gjaldeyris sölu mætti bankinn útfæði fjármagns vegna sölu erlendra fjárfesta á innlendum verðbréfum. Frá því að farsóttin barst til landsins hefur gjaldeyrisforðinn aukist í tvígang vegna erlendar skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs.

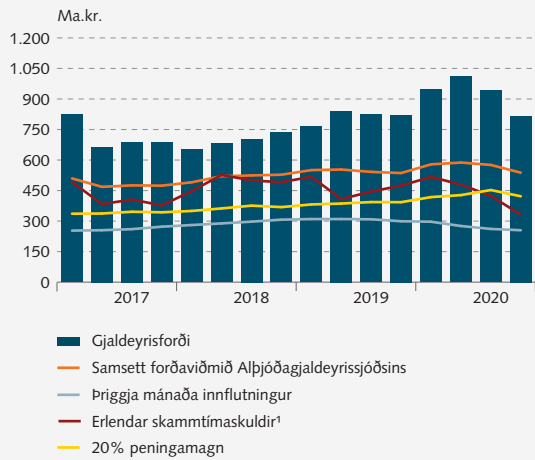
Gjaldeyrisforðinn nægjanlegur á alla mælikvarða

Gjaldeyrisforði Seðlabanka Íslands nam 817 ma.kr. í lok árs 2020. Allir forðamælikvarðar gefa til kynna að forðinn sé stór (mynd III-19). Gjaldeyrisforðinn er til að mynda liðlega tvöfalt stærri en erlendar skammtímaskuldir og

12. Erlendir aðilar eignuðust umtalsverða fjárhæð í ríkisbréfum og innstæðum hjá viðskiptabönkum og Seðlabanka Íslands í kjölfar fjármálakreppunnar. Aðallega við uppgjör krónuskuldabréfa sem gefin voru út erlendis, svokallaðra jöklabréfa, en þegar mest lét var umfang þeirra um 450 ma.kr. eða um þriðjungur af landsframleiðslu ársins 2007. Sjá til dæmis umfjöllun um jöklabréf í 21. kafla í skýrslu Rannsóknarnefndar Alþingis um aðdraganda og orsakir falls íslensku bankanna 2008.

13. Sjá umfjöllun í rammagrein *Losun fjármagnshafa 2009-2019*.

Mynd III-19
Gjaldeyrisforði og forðaviðmiði

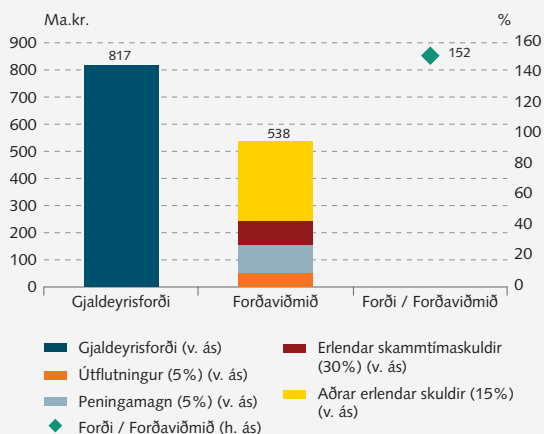


1. Miðað við eftirstæðan líftíma.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

ella og sömuleiðis ríki þar sem fylgt er fastgengisstefnu gagnvart öðrum gjaldmiðli. Í lok árs 2020 var gjaldeyrisforði Seðlabankans um 280 ma.kr. yfir 100% forðaviðmiði Alþjóðagjaldeyrissjóðsins. Að meðaltali hefur forðinn verið um 260 ma.kr. yfir þessu marki frá losun fjármagnshafna snemma árs 2017. Nýleg skuldabréfaútgáfa ríkissjóðs í evrum hækkaði forðann og hlutfall hans af forðaviðmiði sjóðsins í 168%. Gjaldeyrisforðinn var 857 ma.kr. í lok mars 2021.

dugar fyrir tæplega tíu mánaða innflutningi en miðað er við að hann sé í það minnsta meiri en allar skammtímaskuldir og umfram þriggja mánaða innflutning. Settur í samhengi við forðaviðmiði Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er hann sömuleiðis vel yfir mörkum. Í lok árs 2020 var hlutfall gjaldeyrisforða og forðaviðmiðs sjóðsins 152% en almennt leggur sjóðurinn til að gjaldeyrisforði ríkja liggi á bilinu 100-150% til að mæta óvæntum breytingum á efnahagsaðstæðum en ávallt háð aðstæðum í hverju landi fyrir sig (mynd III-20). Í því samhengi hefur sjóðurinn bent á að ríki sem eru verulega háð utanríkisviðskiptum með hrávörur ættu að halda rýmri forða en

Mynd III-20
Gjaldeyrisforði í lok árs 2020 og samsett forðaviðmiði Alþjóðagjaldeyrissjóðsins¹



1. Vigt hvers þáttar samsetts forðaviðmiðs innan sviga.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Greiðslujafnaðarsviðsmynd 2021



Greiðslujafnaðarlíkan Seðlabankans var þróað í aðdragand-
anum að losun fjármagnshafta. Hlutverk líkansins er að
framreikna greiðslujöfnuð og erlenda stöðu til langs tíma,
áætla gjaldeyrisflæði og spá fyrir um þróun viðskipta- og
fjármagnsjafnaðar. Líkanið krefst tiltekinna forsendna um
þróun mikilvægra þjóðhagsstærða, s.s. vöru- og þjón-
ustujöfnuð og gengi krónu, sem fást með þjóðhagslíkani
bankans auk fjölda viðbótarforsendna, m.a. um fjár-
magnsflæði, ávöxtun og vaxtakjör af eignum og skuldum
þjóðarbúsins. Hér verður fjallað nánar um forsendurnar
sem liggja til grundvallar þeirri greiðslujafnaðarsviðs-
myndar sem bankinn hefur unnið að undanfögnu.

Forsendur greiðslujafnaðarsviðsmyndar

Efnahagshorfur

Til grundvallar greiðslujafnaðarsviðsmyndinni sem fjallað
er um í þessum kafla liggur þjóðhagsspá Seðlabankans
sem birt var 3. febrúar sl. í *Peningamála* 2021/1.
Samkvæmt henni er áætlað að hagvöxtur í viðskipta-
löndum Íslands fari úr því að vera neikvæður um 5,7%
í fyrra í að vera jákvæður um 4,3% í ár. Í spánni er gert
ráð fyrir að liðlega 700 þúsund ferðamenn muni sækja
landið heim á þessu ári og að ársvöxtur útflutnings verði
um 10%. Tekur sú áætlun mið af dvínandi áhrifum far-
aldursins frá og með komandi sumri. Aftur á móti er gert
ráð fyrir umtalsverðum vexti innflutnings á árinu eða lið-
lega 11%, sem drifinn er af kröftugum vexti utanlands-
ferða Íslendinga og vaxandi efnahagssumsvifum. Búist
er við að hagvöxtur á Íslandi verði 2,5% í ár eftir 6,6%
samdrátt í fyrra sem var mesti samdráttur landsfram-
leiðslu frá fjármálakreppunni. Talið er að viðskiptakjör
hafi rýrnað um 2,3% í fyrra og að þau versni enn frekar á

milli ára á þessu ári vegna lækkunar á verði sjávarafurða
á helstu markaðssvæðum auk herra olíu- og hrávöru-
verðs.¹⁴ Þá er búist við því að halli á vöru- og þjónustu-
viðskiptum aukist úr 0,6% af landsframleiðslu í fyrra í
0,8% á þessu ári. Veruleg óvissa er um matið og velta
efnahagshorfur að miklu leyti á framvindu farsóttarinnar.
Gerir spáin jafnframt ráð fyrir að gengi krónu lækki um
1,9% að meðaltali á árinu 2021. Þá er reiknað með að
fjármögnunarskilyrði á erlendum lánsfjármörkuðum haldi
áfram að vera hagstæð.

Tafla IV-1 Helstu forsendur sviðsmyndar greiðslujafnaðar

	2019	2020	2021
Erlendir skammtímavextir (50/50 LIBOR EURIBOR) %	0,2	-0,1	-0,2
Meginvextir Seðlabankans ¹ (%)	3,9	1,5	0,75
Álag á erlenda evruútgáfu ríkissjóðs (%)	0,4	0,7	0,5
Álag á erlenda fjármögnun viðskiptabanka (%)	1,6	1,6	0,9
Gengi krónu ² (breyting í %, hækkun tákna veikingu krónu)	8,6	11,1	1,9
Hagvöxtur ³ (%)	1,9	-6,6	2,5
Hagvöxtur í viðskiptalöndunum ³ (%)	1,9	-5,7	4,3
Viðskiptakjör vöru og þjónustu ³ (breyting í %)	-0,7	-2,3	-0,4
Vöru- og þjónustujöfnuður ³ (% af VLF)	5,1	-0,6	-0,8

1. Meðaltal meginvaxta á fyrstu fjórum mánuðum ársins fyrir árið 2021.

2. Vísitala meðalgegis (viðskiptavog þröng). Spá *Peningamála* 2021/1 fyrir árið 2021.

3. Spá *Peningamála* 2021/1 fyrir árið 2021.

Heimildir: Bloomberg, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Fjármagnsútlæði vegna fjárfestingar

Nauðsynlegt er að leggja mat á fjármagnsflæði vegna
fjárfestingar bæði innlendra og erlendra aðila til að nálg-
ast raunhæft mat á þróun greiðslujafnaðar á þessu ári.
Góð staða ríkissjóðs í alþjóðlegum samanburði, jákvæður
vaxtamunur gagnvart útlöndum og horfur um viðsnún-

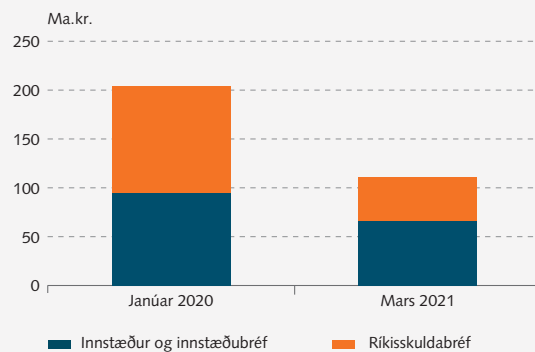
14. Að jafnaði leiða 1% lakari viðskiptakjör til þess að vöru- og þjónustu-
jöfnuður versnar varanlega um 0,4% af landsframleiðslu.

ing útflutningsgreina er talið styðja við fjárfestingarvilja erlendra aðila. Eftir mikið útfærði erlendra aðila í fyrra úr fjárfestingu í krónueignum er búist við að viðsnúningur verði á árinu 2021. Staða auðseljanlegra krónueigna og innstæðna erlendra fjárfesta stóð í 111 ma.kr. í lok mars og hafði lækkað mikið í kjölfar COVID-19-faraldursins (mynd IV-1). Búist er við þeir aðilar sem hafa haft áhuga á að fara úr stöðum sínum hafi að mestu leyti gert það nú þegar á meðan efnahagsleg áhrif faraldursins voru hvað mest. Gera má ráð fyrir að fjárfesting erlendra aðila á þessu ári geti beinst bæði að hlutfé, í kjölfar þess að tvö íslensk félög fara inn í MSCI Frontier Market Index-vísitöluna í maí, og að ríkisskuldabréfum. Hlutfall ríkisbréfaeignar erlendra fjárfesta af markaðsvirði útgefna ríkisbréfa er lágt í sögulegu og alþjóðlegu samhengi. Í mars nam virði eignar erlendra fjárfesta 45 ma.kr. eða um 5% af heildarútgáfu ríkisbréfa, en talið er að hlutfallið muni fara hækkandi á þessu ári og verði um 10% í lok ársins sem yrði áfram nokkuð undir meðaltali árunna 2010-2019 sem var 19%. Mikil óvissa er um til hversu langs tíma fjárfesting erlendra aðila í ríkisskuldabréfum gæti verið en þróun síðustu mánaða undirstrikar mikilvægi þess að gjaldeyrisforði sé nægjanlegur og geti mætt fjármagnsútfærði auðseljanlegra eigna. Þá hafa erlendir eigendur aflandskróna leyst út um helming aflandskróna undanfarið misseri en ennþá er staða þeirra tæplega 30 ma.kr. Búist er við að staða aflandskróna helmingist á þessu ári.

Á móti jákvæðu gjaldeyrisflæði erlendra aðila vinnur útfærði lífeyrissjóða sem stefna á að auka hlutfall eigna í erlendum gjaldmiðlum í eignasafni sínu næstu árin. Lífeyrissjóðirnir hafa ekki keypt jafn lítið af gjaldeyri á einu ári og árið 2020 síðan losað var um fjármagnshöft á fjárfestingu þeirra árið 2017 (mynd IV-2).¹⁵ Hlutfall erlendra gjaldeyrisigna af heildareignum lífeyrissjóðanna jókst engu að síður um 2,9 prósentur í fyrra og var 35% í lok árs 2020. Lækkun á gengi krónu til viðbótar við miklar hækkunir á erlendum hlutabréfamörkuðum ýtti undir hækkun hlutfallsins. Gjalddeyrisviðskipti lífeyrissjóðanna í lok síðasta árs og á fyrsta fjórðungi þessa árs gefa til kynna minni vilja til erlendar fjárfestingar en á árunum 2018-2019. Að öllum líkindum verður fjármagnsútfærði lífeyrissjóða á árinu 2021 aldrei minna en sem nemur erlendum skuldbindingum vegna sérhæfðrar fjárfestingar, sem liggja á bilinu 40-50 ma.kr. árlega, næstu árin og eru því taldar mynda neðri mörk gjalddeyrisútfærðis sjóðanna. Í greiðslujafnaðarsviðsmyndinni er gert ráð fyrir að fjármagnsútfærði lífeyrissjóða verði aðeins lítillega meira en í fyrra.

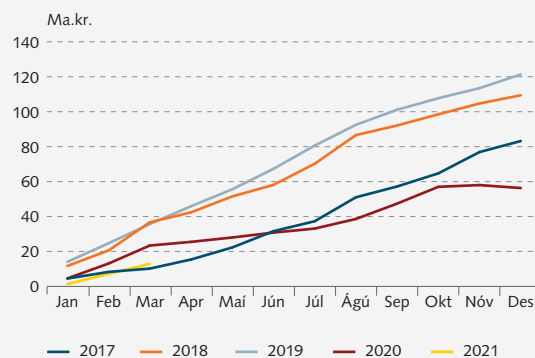
15. Sjá umfjöllun um losun fjármagnshafta í rammgrein *Losun fjármagnshafta 2009-2019*.

Mynd IV -1
Staða auðseljanlegra krónueigna erlendra aðila



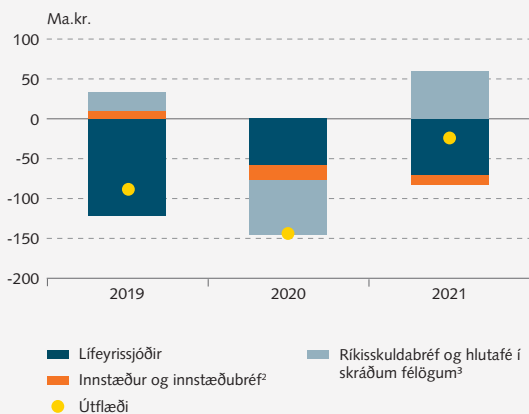
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-2
Uppsöfnuð hrein kaup lífeyrissjóða á erlendum gjaldeyri



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-3
Gjalddeyrisflæði vegna verðbréfafjárfestingar, innstæðna og innstæðubréfa 2019-2021¹



1. Áætlun fyrir 2021. 2. Að teknu tilliti til gjalddeyrisvarna. Án verðbréfafjárfestingar sem telst til beinnar erlendar fjárfestingar. 3. Breyting ISK-innstæðna erlendra aðila. Heimild: Seðlabanki Íslands.

Í forsendum fyrir greiðslujafnaðarsviðsmyndinni er því gert ráð fyrir að gjaldeyrisútlæði tengt verðbréfa-fjárfestingu, aflandskrónum og innstæðum verði líðlega 20 ma.kr. árið 2021 eða um 0,7% af landsframléiðslu (mynd IV-3). Það eru mikil umskipti frá því í fyrra þegar gjaldeyrisútlæðið var 145 ma.kr. Nokkur óvissa er ávallt um mat af þessu tagi. Miðað við mismunandi forsendur um efnahagsbatann á næsta ári gæti vænt flæði fjárfestingar innlendra og erlendra aðila verið á nokkuð breiðu bili. Vaxtamunur við útlönd og skilyrði á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum eru þættir sem geta breyst og haft áhrif á þróunina. Til grundvallar sviðsmynd greiðslujafnaðar liggja einnig forsendur um þróun beinnar erlendar fjárfestingar hér á landi og erlendis sem áætlað er að þróist í samræmi við fjárfestingarumsvif og hagvöxt hér á landi og erlendis.

Forsendur um endurfjármögnun skulda og endurfjárfestingu

Ofangreindar forsendur um fjármagnsflæði hafa áhrif á fjármagnsjöfnuð en afborganir af erlendum lánum koma þar einnig fram, endurfjármögnun auk endurfjárfestingar vaxta og arðgreiðslna. Gert er ráð fyrir að innlendir aðilar endurfjárfesti allar vaxtatekjur af eignum sínum erlendis. Gengið er út frá því að vaxtaálag á erlendar skuldabréfaútgáfur innlendra aðila í erlendum gjaldeyri haldist hagstætt og að viðskiptabankar og ríkissjóður endurfjármagni að fullu afborganir af skuldum og aðrir aðilar einnig að undanskildum fyrirtækjum í sjávarútvegi og örfáum öðrum fyrirtækjum. Í fyrra var útgáfa erlendra markaðsskuldabréfa og lántaka lítillaga meiri en afborganir af skuldum en búist er við að það bæti nokkuð mikið í útgáfu erlendar markaðsfjármögnunar á þessu ári, einkum vegna aukinnar erlendar skuldsetningar ríkissjóðs. Í byrjun ársins gaf ríkissjóður út skuldabréf að jafnvirði 117 ma.kr. (4% af VLF) en engar afborganir eru áætlaðar á þessu ári.

Þróun gjaldeyrisforða í líkani greiðslujafnaðar

Þar sem gengisferillinn í sviðsmynd greiðslujafnaðar er ytri stærð sem kemur úr QMM-þjóðhagslíkani þarf að gefa sér ákveðnar forsendur um að gjaldeyrisforðinn breytist ef innflæði fjármagns er ekki jafnt útlæði fjármagns. Í greiðslujafnaðarlíkaninu er því gert ráð fyrir að afgangur á viðskiptajöfnuði umfram áætlaðar afborganir af lánum, a.t.t. endurfjármögnunar og annars fjármagnsflæðis, komi fram sem stækkun á gjaldeyrisforða, þ.e.:¹⁶

Viðskiptajöfnuður = Fjármagnsjöfnuður án forðahreyfinga + Δforði

16. Jöfnuður fjárframlaga er nánast 0 og stöðugur. Til einföldunar er honum sleppt.

Að sama skapi minnkar forðinn ef fjármagnsútlæði er umfram afgang á viðskiptajöfnuði. Þetta er auðvitað einföldun á því gangverki sem liggur að baki aðlögunar hagkerfisins að fjármagnsflæði. Að öllum líkindum væri aðlögunin samspil þróunar gengis krónu og breytingar forða.

Niðurstöður greiðslujafnaðarlíkans

Greiðslujafnaðarsviðsmynd fyrir árið 2021

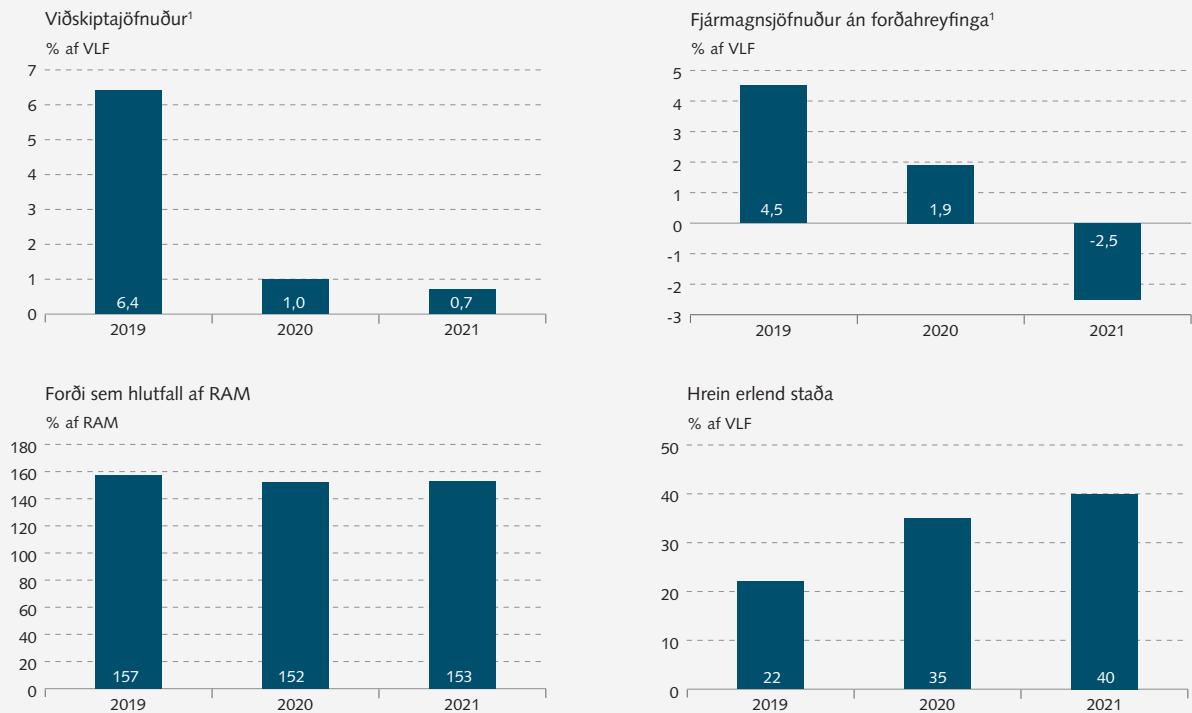
Neðangreindar myndir sýna þróun erlendar stöðu þjóðarbúsins, forðahlutfall, fjármagnsjöfnuð án forðahreyfinga og viðskiptajöfnuð í kjölfar COVID-19-faraldursins og spá fyrir árið 2021 (mynd IV-4). Nokkur óvissa er um matið, einkum um afgang á viðskiptum við útlönd og fjárfestingarflæði bæði innlendra og erlendra aðila á þessu ári. Fjármagnsflæðið gæti orðið minna eða meira eftir því hversu kröftug innlend eftirspurn reynist og hvernig bata í ferðþjónustu vindur fram.

Niðurstöður sviðsmyndar greiðslujafnaðar sýna að viðskiptajöfnuður heldur áfram að vera jákvæður þrátt fyrir útflutningsáfallið en búist er við að afgangurinn lækki úr 1,0% af landsframléiðslu í fyrra í 0,7% árið 2021 (mynd IV-4). Rýrnun viðskiptakjara og aukin innlend eftirspurn eru megindrífkraftar breytingarinnar. Minni viðskiptaafgangur og aukið innstreymi fjármagns á þessu ári leiðir til þess að fjármagnsjöfnuður án forðahreyfinga lækkar og snýst yfir í að vera neikvæður um 2,5% af landsframléiðslu árið 2021, en neikvæður fjármagnsjöfnuður táknar hreint innstreymi fjármagns. Munar þar mest um aukna lántöku ríkissjóðs og verðbréfafjárfestingu erlendra aðila hér á landi en að sama skapi hækka erlendar skuldir. Á móti vegur útlæði lífeyrissjóða. Innflæði fjármagns og lækkun á gengi krónu leiðir til þess að gjaldeyrisforði Seðlabankans stækkar árið 2021. Forðinn sem hlutfall af samsettu forðaviðmiði Alþjóðagjaldeyrissjóðsins hækkar því í 153% árið 2021 sem er lítillaga yfir efra viðmiði Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um forðastærð.¹⁷ Í lok árs 2021 er stærð forðans því áætluð um 285 ma.kr. umfram 100% forðaviðmiði sjóðsins eða sem nemur 9,5% af landsframléiðslu.

17. Samsett forðaviðmiði Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er mælikvarði á nægjanlega stærð forða sem tekur mið af margvíslegum þáttum, t.d. útflutningi, peningamagni, erlendum skuldum og skammtímaskuldum sem geta haft áhrif á greiðslujöfnuð auk gengisstefnu viðkomandi lands. Sjá kafla III og rammagrein II-3 í *Fjármálastöðugleika 2017/1*.

Mynd IV-4

Þróun greiðslujafnaðar í kjölfar COVID-19-heimsfaraldurs



1. Horfur fyrir árið 2021 samkvæmt greiðslujafnaðarlíkani. Fjármagnsjöfnuður án forðahreyfinga, skekkna og vantalinna hreyfinga.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

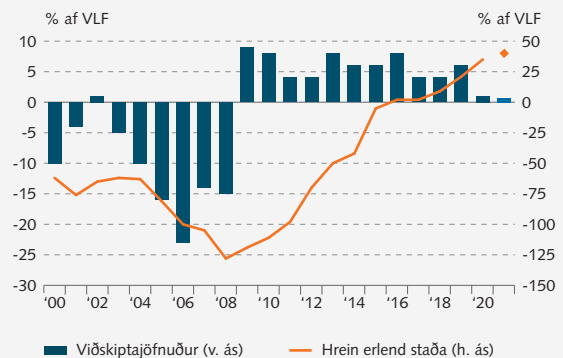
Áætlað er að hrein erlend staða þjóðarbúsins batni úr 35% af landsframleiðslu í árslok 2020 í 40%, einkum vegna hagstæðrar þróunar eignaverðs á erlendum fjármálamörkuðum og lækunar á gengi krónu. Á móti vegur hækkun eignaverðs hér á landi sem ýtir upp erlendum skuldum. Horfur um hreina erlenda stöðu eru þó háðar nokkurri óvissu og velta m.a. á þróun viðskiptajafnaðar og fjármagnsflæðis, þá einkum samspili þess við gengi krónunnar.

Ljóst er að COVID-19-heimsfaraldurinn mun hafa umtalsverð áhrif á viðskiptajöfnuð og fjármagnsflæði á þessu ári. Þjóðarbúið var hins vegar vel í stakk búíð til að mæta áfalli. Rúmur gjaldeyrisforði Seðlabankans, hófleg skuldsetning þjóðarbúsins í erlendum gjaldeyri í upphafi faraldursins og jákvæð hrein erlend staða hafði mikið að segja. Þá var staða auðseljanlegra krónueigna tiltölulega lítil í upphafi faraldurs, liðlega 200 ma.kr. eða um 7% af landsframleiðslu sem má að nokkru leyti rekja til þess að fjármagnsinnflæði erlendra aðila í innlendar eignir með mikinn seljanleika hafði verið hóflegt árin á undan. Þar gætir áhrifa fjármagnshafta sem losuð voru í mars 2017 og fjárstreymistækis Seðlabankans, sem beitt var frá júní 2016 til mars 2019 og dró úr innflæði erlendra aðila í auðseljanlegar eignir, t.d. ríkisskuldabréf. Niðurstöðurnar gefa til kynna að hrein erlend staða

þjóðarbúsins verði áfram með þeirri bestu sem mælst hefur frá seinna stríði þrátt fyrir áfallið og mun betri en hún var fyrir fjármálakreppuna (mynd IV-5). Erlendar skuldir verða einnig sem fyrr lágur í alþjóðlegu samhengi, um 120% af landsframleiðslu í lok árs 2021 (mynd IV-6). Svipaða sögu má segja um gjaldeyrisforðann sem yrði áfram mikill miðað við alþjóðleg forðaviðmið,

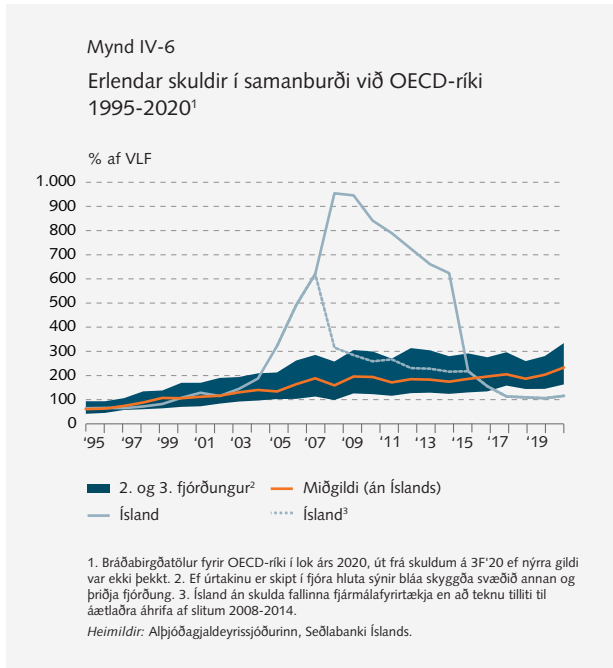
Mynd IV-5

Viðskiptajöfnuður og hrein erlend staða þjóðarbúsins 2000-2021¹



1. Spá fyrir árið 2021 úr greiðslujafnaðarlíkani. Undirliggjandi viðskiptajöfnuður '08-'15 og undirliggjandi erlend staða frá '08-'14.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

í sögulegu samhengi og í alþjóðlegum samanburði. Má nefna að ef allar auðseljanlegar eignir erlendra aðila myndu flæða út færi forðinn ekki niður fyrir 130% af forðaviðmiði Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og væri því enn mikill. Samkvæmt tiltækum upplýsingum eru horfur um greiðslujöfnuð því góðar og svigrúm til að mæta enn frekari óvæntum ytri áföllum verulegt.



Losun fjármagnshafta 2009-2019

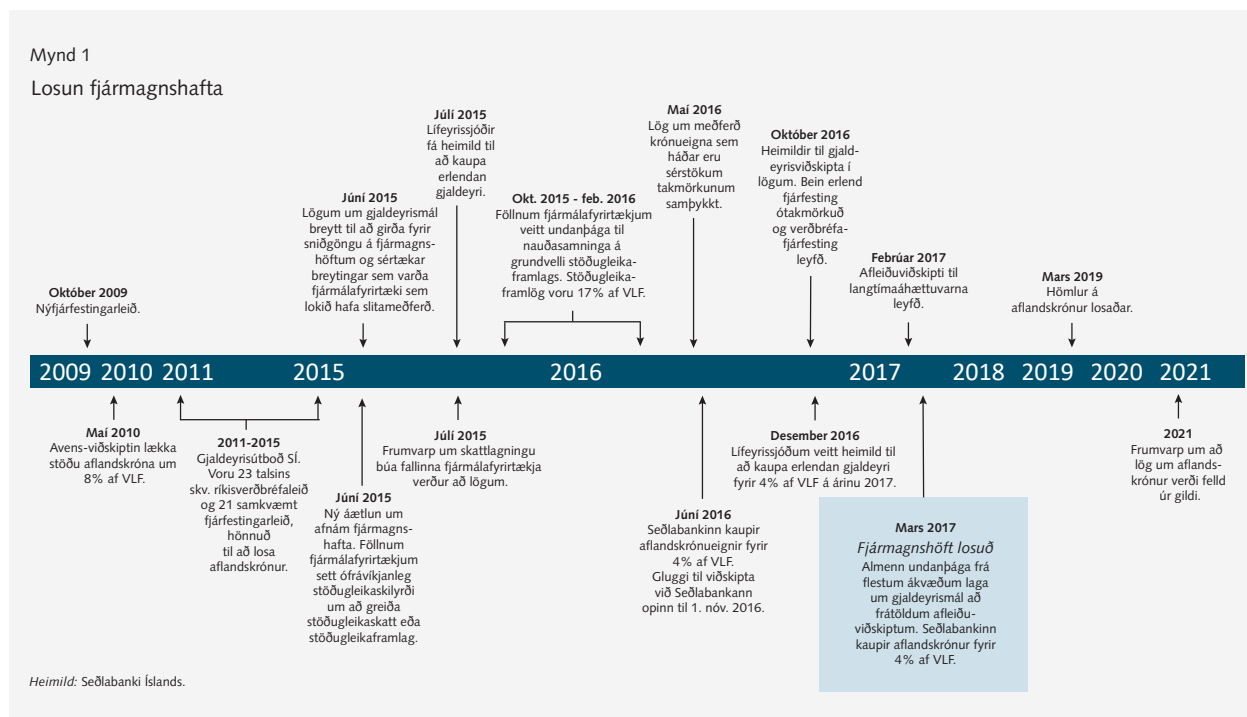
Í kjölfar banka- og fjármálakreppunnar 2008-2009 náðu erlendar skuldir íslenska þjóðarbúsins methæðum árið 2009 í 970% af landsframléiðslu, að mestu leyti sakir mikillar skuldsetningar bankakerfisins. Ísland hafði þá um nokkurt skeið verið í hópi skuldsettustu þróuðu ríkja heims. Umfangsmikil eignastaða erlendra aðila í innlendum eignum leiddi til þess að Ísland stóð frammi fyrir greiðslufnaðarvanda. Nauðsynlegt reyndist að setja höft á fjármagnsflæði milli Íslands og umheimsins í nóvember 2008. Gilti sú meginregla að fjármagnshreyfingar voru bannaðar nema þær væru sérstaklega heimilær en vöru- og þjónustuviðskipti voru undanþegin höftum, nema þau væru sérstaklega bönnuð. Frá setningu fjármagnshafta stefndu íslensk stjórnvöld að losun þeirra svo fljótt sem unnt yrði. Það tók þó tíma og nokkrum sinnum reyndist nauðsynlegt að herða höftin. Þau voru loks losuð í nokkrum skrefum á árunum 2015 til 2017. Stórt skref var stigið í október 2016 en almenn losun hafta var í mars 2017, liðlega átta árum eftir setningu þeirra. Aflandskrónur, sem einkum voru auðseljanlegar eignir í íslenskum krónum í eigu eða vörslu erlendra aðila við setningu hafta, voru þó háðar takmörkunum fram til maí 2019 þegar eigendum aflandskróna var heimilað að skipta þeim í erlendan gjaldreyri.¹

Áætlanir um losun fjármagnshafta snerust um að leysa greiðslufnaðarvanda þjóðarbúsins

Í ágúst 2009 var lögð fram fyrsta áætlunin um losun hafta en önnur áætlun stjórnvalda leit dagsins ljós í mars 2011. Þær miðuðu að lausn á greiðslufnaðarvanda þjóðarbúsins sem í meginráttum var talinn þrjúþættur. Í fyrsta lagi fólst hann í mögulegu fjármagnsútstreymi vegna aflandskróna sem námu um 35% af landsframléiðslu í árslok 2009. Í öðru lagi í mögulegu fjármagnsútstreymi við uppjör slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja, en um 40% af eignum voru innlendar en 95% krafna í eigu erlendra aðila. Í þriðja lagi í uppsafnaðri fjárfestingarþörf innlendra aðila á erlendum eignum. Síðasta áætlunin var lögð fram í júní 2015. Hún byggðist á almennri nálgun Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um hvernig skuli staðið að losun fjármagnshafta og því grundvallarmarkmiði að tryggja að gjaldeyrisforði væri nægur og hætta á verulegu útlæði fjármagns lágmarkuð.

Staða aflandskróna lækkaði í 14% af landsframléiðslu árið 2015 með útboðum og öðrum aðgerðum

Fyrsta skrefið til losunar fjármagnshafta var tekið í október 2009 með nýfjárfestingarleiðinni. Með henni var fjárfesting frá og með 1. nóvember 2009 fyrir nýtt innstreymi erlends fjár-

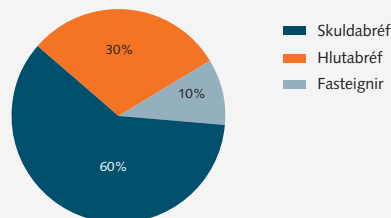


1. Sjá nánari skilgreiningu á aflandskrónum í lögum nr. 37/2016.

magns, þar sem erlendum gjaldeyri var skipt í íslenskar krónur, undanþegin fjármagnshöftum. Í maí 2010 átti Seðlabankinn svokölluð Avens-viðskipti þar sem bankinn keypti fyrir hönd ríkissjóðs skuldabréf af Seðlabanka Lúxemborg og seldi þau aftur innlendum lífeyrissjóðum með hagnaði. Lækkaði staða aflandskróna um 8% af landsframleiðslu við viðskiptin. Gjalddeyrisútböð Seðlabankans hófust í maí árið 2011 en þá hafði um skeið verið tvöfalt gengi á krónunni, annars vegar það sem gilti á innlendum millibankamarkaði og hins vegar aflandskrónagengi sem notað var að einhverju marki í öðrum viðskiptum. Óskaði bankinn eftir tilboðum í gjalddeyri og seldi hann beint aflandskrónaeigendum samhliða því að óskað var eftir tilboðum frá fjárfestum sem vildu kaupa íslensk ríkisskuldabréf í krónum í skiptum fyrir evrur, svokölluð ríkisbréfaleið. Í febrúar árið 2012 var haldið fyrsta aflandskrónaútböð samkvæmt fjárfestingarleið. Var þá óskað eftir tilboðum samtímis frá aðilum sem vildu kaupa krónur til ýmissar langtímafjárfestingar og selja þær. Var gengi evru í viðskiptunum liðlega 30% lægra en almennt gengi krónu. Aðilar sem tóku þátt í útböðunum þurftu að uppfylla ákveðin skilyrði sem einkum fólust í tímalengd fjárfestingarinnar. Þurfti fjárfestingin að vera a.m.k. til fimm ára og fjárfestirinn að kaupa að lágmarki sömu fjárhæð í krónum á innlendum gjalddeyrismarkaði. Markmið útböðanna var að grynna á aflandskrónum og laða fjármagn til landsins í langtímafjárfestingu. Stærsti hluti þess fjármagns sem kom inn með aflandskrónaútböðunum fór í skuldabréf og um 30% í hlutabréf (mynd 2). Var meirihluti fjármagnsins tekinn inn eða fór út í beinum viðskiptum við Seðlabankann. Flæði gjaldeyris á millibankamarkaði með krónur endurspeglar því ekki heildargjalddeyrisflæðið á þessum tíma.² Eftir því sem saman dró með almennu gengi krónu og útböðsgengi

Mynd 2

Skipting fjárfestingar í útböðum samkvæmt ríkisbréfa- og fjárfestingarleið¹



Heimild: Seðlabanki Íslands.

2. Fjármagn sem kom inn með ríkisverðbréfaleiðinni kom ekki fram á millibankamarkaði með krónur en helmingi fjármagns sem kom inn með fjárfestingarleið var skipt á millibankamarkaði með krónur.

jókst hvati til að skrá fjárfestingu sem nýfjárfestingu, þar sem kostnaðarsamt gat verið að binda fjárfestingu til fimm ára. Með útböðunum og öðrum aðgerðum náðist að lækka stöðu aflandskróna í 14% af landsframleiðslu í árslok 2015.³ Síðasta útböð samkvæmt ríkisbréfa- og fjárfestingarleið Seðlabankans var haldið í febrúar 2015. Fjárfestar höfðu þá komið inn með 262 ma.kr. í útböðunum eða um 12% af landsframleiðslu ársins 2015 og Seðlabankinn keypt 158 ma.kr. Með lögum um meðferð krónueigna sem háðar eru sérstökum takmörkunum voru aflandskrónueignir aðgreindar sérstaklega í maí 2016 til að hægt yrði að stíga næstu skref við losun fjármagnshafta. Var eigendum aflandskróna heimilað að fjárfesta í sérstökum innstæðubréfum Seðlabanka Íslands (CBI2016) á 0,5% vöxtum eða ríkisvixlum. Í júní 2016 keypti Seðlabankinn aflandskrónur fyrir 4% af landsframleiðslu á gengi sem var 25% lægra en almennt gengi krónu og í framhaldi var eigendum aflandskróna boðið að eiga gjaldeyrisviðskipti við Seðlabankann á enn hærra viðmiðunargengi fram til 1. nóvember 2016.

Nauðasamningar fallinna fjármálfyrirtækja staðfestir í lok árs 2015

Aðgerðaáætlun um losun fjármagnshafta í júní 2015 fól í sér að föllnum fjármálfyrirtækjum yrðu sett ófrávikjanleg stöðugleikaskilyrði og á grundvelli þeirra yrði hægt að velja um tvær leiðir, stöðugleikaskatt eða stöðugleikaframlag, sem myndu draga úr neikvæðum áhrifum útgreiðslna úr þrotabúum fallinna fjármálfyrirtækja á greiðslujöfnuð. Sérstakar breytingar voru gerðar á lögum um gjalddeyrislög sem vörðuðu fjármálfyrirtæki sem lokið höfðu slitameðferð og frumvarp um stöðugleikaskatt var samþykkt í júlí árið 2015. Í framhaldi sóttu sjö fallin fjármálfyrirtæki um undanþágu frá lögum um gjalddeyrislög vegna fyrirhugaðra nauðasamninga við kröfuhafa og slita félaganna. Var það mat Seðlabankans að drög að nauðasamningum uppfylltu kröfur laga um gjalddeyrislög og stöðugleikaskilyrði. Nauðasamningar fallinna fjármálfyrirtækja voru svo samþykktir af héraðsdómi í desember 2015 og veitti Seðlabankinn undanþágu frá lögum um gjalddeyrislög stuttu eftir það. Við nauðasamninga voru félögin sett í þrot en ný eignarhaldsfélög stofnuð á grundvelli þeirra gömlu sem héldu utan um eignir sem átti eftir að umbreyta í laust fé. Í lok árs 2015 og snemma árs 2016 var því búið að fella niður gríðarlegt umfang skulda fallinna fjármálfyrirtækja, reiða fram stöðugleikaframlag og lausar erlendar eignir höfðu gengið upp í skuldir við

3. Sjá t.d. yfirlitstöflu um helstu aðgerðir til lausnar á greiðslujafnaðarvandanum í ritinu „Gjalddeyrisútböð Seðlabankans – fjárfestingarleið og ríkisbréfaleið: Þáttur gjalddeyrisútböða í lausn greiðslujafnaðarvandanans“ sem birt var á vef Seðlabanki Íslands í ágúst 2019.

kröfuhafa. Erlendar skuldir þjóðarbúsins fóru því úr 560% af landsframleiðslu á 3. fjórðungi 2015 í liðlega 190% af landsframleiðslu á fyrsta fjórðungi 2016. Hrein erlend staða batnaði einnig mikið, fór úr því að vera neikvæð um 330% af landsframleiðslu í að vera neikvæð um 3,9% í lok fyrsta fjórðungs 2016. Með þessari niðurstöðu var lokið einum stærsta kaflanum í uppgjöri við fjármálaáfallið á Íslandi 2008.

Veigamikil skref í átt að fullri losun fjármagnshafta á heimili og fyrirtæki stigin í október 2016 og höftin losuð nánast að fullu í mars 2017

Vegna þjóðhagslegs mikilvægis lífeyrissjóða og til að draga úr uppsafnaðri fjárfestingarþörf sjóðanna fram að losun fjármagnshafta var þeim veitt sérstök undanþága frá lögum um gjaldeyrismál til að fjárfesta erlendis, á undan öðrum innlendum aðilum. Frá miðju ári 2015 og fram að losun fjármagnshafta í mars 2017 keyptu lífeyrissjóðirnir erlendan gjaldeyri fyrir 90 ma.kr. eða um 80% af veittri heimild.⁴ Í október 2016 var lögum um gjaldeyrismál breytt í því skyni að auðvelda losun fjármagnshafta á heimili og fyrirtæki. Eftir breytingarnar var bein erlend fjárfesting ótakmörkuð og fjárfesting í fjármálagerningum útgefnum í erlendum gjald-eyri heimil. Fyrirframgreiðsla og uppgreiðsla lána var einnig heimil fyrir jafnvirði 30 m.kr. og fasteignakaup erlendis á einni

4. Heimild til gjaldeyriskaupa var framan af veitt til nokkurra mánaða í senn. Undir lok árs 2016 hafði gjaldeyrisstaða þjóðarbúsins hins vegar batnað til muna og líkur á miklu gjaldeyrisúttreymi í kjölfar frekari losunar fjármagnshafta minnkað. Heimildin frá miðju ári 2015 – des. 2016 var 95 ma.kr. Fengu sjóðirnir aukið svigrúm til fjárfestingar erlendis með 100 ma.kr. heimild fyrir árið 2017. Nýting sjóðanna árið 2017 miðast við fyrstu tvo mánuðina þar sem losað var um höftin í mars og nýtingarhlutfall við að heimild sé dreift jafnt yfir árið.

fasteign á ári leyfð auk þess sem ýmsar sértækar takmarkanir voru afnumdar eða rýmkaðar. Jafnframt fólst í lögnum að í ársbyrjun 2017 myndu fjárhæðarmörk hækka í 100 m.kr. og innstæðuflutningur yrði heimill innan þeirra marka. Með gildistöku reglna um gjaldeyrismál í mars 2017 voru heimili, fyrirtæki og lífeyrissjóðir almennt ekki bundin af takmörkun-um á fjármagnshreyfingar. Frá þeim tíma hafa fjármagns-hreyfingar tengdar gjaldeyrisviðskiptum, fjárfestingu erlendis, áhættuvörnum og lánaviðskiptum verið heimilaðar. Viðskipti sem eru ennþá háð takmörkunum eru í megindráttum afleiðuviðskipti þegar íslensk króna er í samningi gagnvart erlendum gjaldmiðlum, í öðrum tilgangi en til áhættuvarna og gjaldeyrisviðskipti milli innlendra og erlendra aðila án milligöngu fjármálafyrirtækis.

Eftir losun hafta í mars árið 2017 voru þó eftir hömlur á aflandskrónur sem losaðar voru í mars 2019

Í mars 2017 keypti bankinn 112,4 ma. aflandskróna á gengi sem var um 15% lægra en almennt gengi og voru aflandskrónur þá aðeins 88 ma.kr. eða 3,5% af landsframleiðslu. Hömlur á að skipta aflandskrónum í gjaldeyri voru losaðar í mars 2019. Voru þær þá liðlega 80 ma.kr. eða tæplega 3% af landsframleiðslu. Ef frumvarp til nýrra laga um gjaldeyrismál sem liggur fyrir á Alþingi verður samþykkt síðar á þessu ári munu aflandskrónulögin að óbreyttu falla úr gildi og þá munu þær aflandskrónur, sem voru 26 ma.kr. í lok mars 2021 eða tæplega 1% af landsframleiðslu, renna saman við álandskrónur.

