

Mikill halli var á viðskiptum við útlönd fyrir fjármálakreppuna árið 2008 og þjóðhagslegur sparnaður í sögulegu lágmarki. Í kjölfar kreppunnar snerist þetta við og frá árinu 2009 hefur undirliggjandi viðskiptaafgangur verið mikill eða að meðaltali 6% af landsframleiðslu. Þetta eru ekki einungis mikil umskipti frá árunum í aðdraganda fjármálakreppunnar heldur einnig óvenjulegt þegar horft er lengra aftur í íslenska hagsögu. Á bak við mikinn viðskiptaafgang liggur töluverð aukning þjóðhagslegs sparnaðar og hefur hann sjaldan mælst eins mikill og í fyrra. Hátt sparnaðarstig og viðskiptaafgangur eykur getu þjóðarbúsins til að standa af sér óvænt efnahagsáfall. Hafi sparnaður þjóðarbúsins aukist varanlega ætti það að öðru óbreyttu einnig að stuðla að lækkun innlendra langtíma raunvaxta. Í þessari rammagrein er fjallað um þróun þjóðhagslegs sparnaðar hér á landi og samhengi hans við viðskiptaafgang undanfarin ár.

Viðskiptajöfnuður, fjármagnsjöfnuður og þjóðhagslegur sparnaður

Viðskiptajöfnuður sýnir mismun verðmætis vöru og þjónustu sem framleidd er hér á landi og flutt út til annarra landa og vöru og þjónustu sem flutt er til landsins. Til viðbótar sýnir hann tekjur innlendra aðila vegna launa, vaxta og arðs frá erlendum aðilum og gjöld innlendra aðila vegna þessara sömu þátta. Viðskiptajöfnuðinn má einnig hugsa sem mismuninn á innlendu fjárfestingar- og sparnaðarstigi.¹ Halli á viðskiptum við útlönd endurspeglar að innlend fjárfesting er meiri en innlendir sparnaður stendur undir og því þarf að fjármagna fjárfestingu sem eftir stendur með innflæði sparnaðar annarra landa. Þegar afgangur er á viðskiptum við útlönd snýst þetta við: innlendir sparnaður er meiri en þarf til að standa undir innlendra fjárfestingu og því er hluta sparnaðarins ráðstafað til fjárfestingar erlendis, t.d. til kaupa á erlendum eignum eða til niðurgreiðslu erlendra skulda. Hvernig umframsparnaðinum er ráðstafað má síðan lesa úr fjármagnsjöfnuði, sem sýnir breytingar á stöðu mismunandi eigna- og skuldaflokka á efnahagsreikningi þjóðarbúsins.

Viðskiptaafgangur aldrei verið eins mikill yfir jafn langt tímabil og frá árinu 2009

Þau umskipti sem urðu á þjóðarþúinu í kjölfar fjármálakreppunnar má sjá á mynd 1. Hún sýnir þróun ýmissa þjóðhagsstærða fyrir og eftir að fjármálakreppan skall á árið 2008 í samanburði við sex tímabil frá árinu 1960 þar sem hefur verið viðskiptaafgangur hér á landi. Þegar lokaðist fyrir fjármögnun mikils viðskiptahalla knúði það fram mikla lækkun raungengis og snarpan samdrátt innflutnings. Eins og myndin sýnir fór viðskiptajöfnuður úr halla sem nam 16,7% af landsframleiðslu árið 2008 í 8% afgang árið 2009 (miðað er við undirliggjandi viðskiptajöfnuð árin 2008-2015).² Þessi umskipti á viðskiptajöfnuði eru mun meiri en áður hafa sést hér á landi. Samfelldur afgangur hefur mælst á viðskiptajöfnuði frá árinu 2009 og stefnir í að árið í ár verði níunda árið í röð með verulegan viðskiptaafgang. Hann hefur verið á bilinu 3-8% af landsframleiðslu á þessu tímabili eða að meðaltali 6% á ári. Til samanburðar hefur

1. Samkvæmt ráðstöfunaruppgjöri þjóðhagsreikninga gildir að (allar stærðir á verðlagi hvers árs) $Y = C + G + I + X - M$, þar sem Y er verg landsframleiðsla, C er einkaneysla, G er samneysla, I er fjárfesting, X er útflutningur og M er innflutningur. Vergar þjóðartekjur eru síðan skilgreindar sem $GNI = Y + PI$, þar sem PI eru frumþáttatekjur. Þjóðhagslegur sparnaður er skilgreindur sem mismunur GNI og neysluútgjalda (einkaaðila og hins opinbera) $S = GNI - C - G = I + X - M + PI = I + CA$, þar sem $CA = X - M + PI$ er viðskiptajöfnuður.

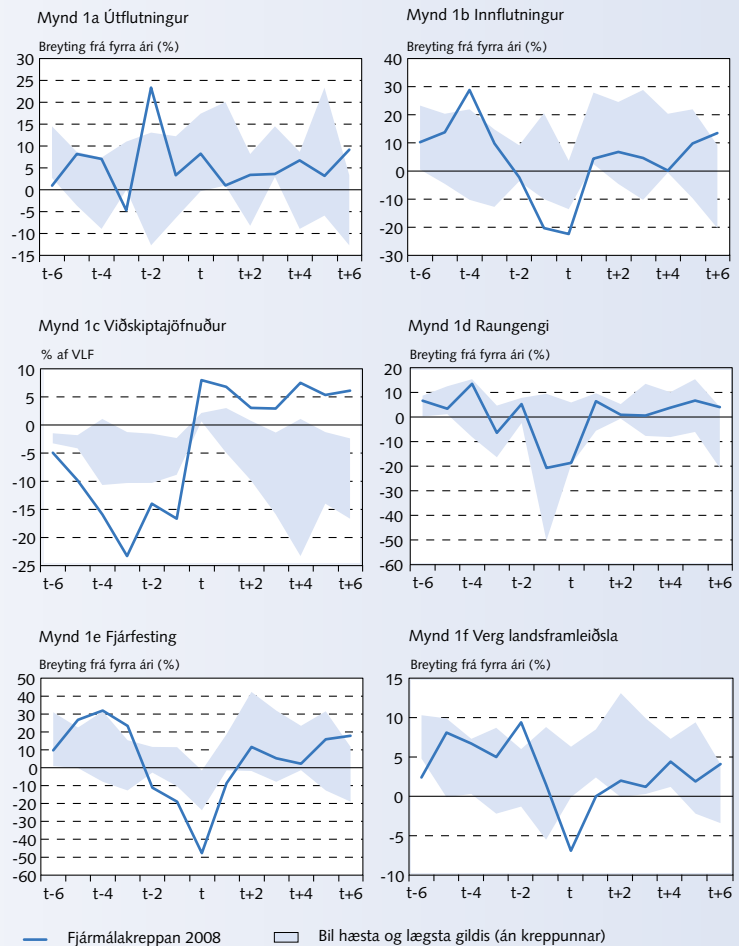
2. Undirliggjandi viðskiptajöfnuður er án áhrifa fallinna fjármálafyrirtækja árin 2008-2015 og lyfjafyrirtækisins Actavis árin 2009-2012 á jöfnuð frumþáttatekna. Einnig hefur verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) fallinna fjármálafyrirtækja.

Rammagrein 1

Viðskiptajöfnuður og þjóðhagslegur sparnaður

Mynd 1

Ýmsar þjóðhagsstærðir í fjármálakreppunni 2008 og samanburður við önnur tímabil viðskiptaafgangs¹

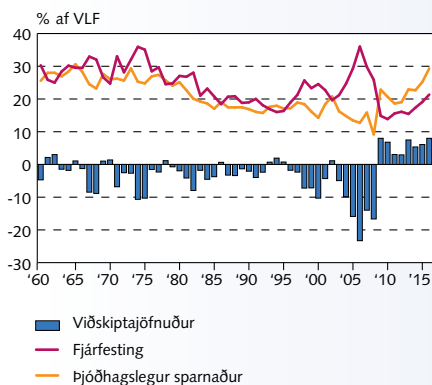


1. Undirliggjandi viðskiptajöfnuður 2008-2015. Ár t er fyrsta ár viðskiptaafgangs (árið 2009 í fjármálakreppunni). Hin sex tímabilin hefjast árið: 1961, 1969, 1978, 1986, 1993 og 2002.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Viðskiptajöfnuður, fjárfesting og þjóðhagslegur sparnaður 1960-2016¹



1. Undirliggjandi viðskiptajöfnuður 2008-2015 sem er án áhrifa fallinna fjármálafyrirtækja 2008-2015 og lyfjafyrirtækisins Actavis 2009-2012 á jöfnuð frumþáttatekna. Einnig hefur verið leiðrétt fyrir óbeint mældri fjármálaþjónustu (FISIM) fallinna fjármálafyrirtækja.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

afgangur lengst varað í þrjú ár á þeim sex tímabilum frá árinu 1960 sem hér eru höfð til samanburðar, en það var á árunum 1993-1995 og mestur var hann 3% af landsframléiðslu árið 1962 (myndir 1 og 2).

Þjóðhagslegur sparnaður aðeins einu sinni áður mælst hærrí en í fyrra

Á þenslutímabilinu fyrir fjármálakreppuna fór aukin fjárfesting saman við sífellt minnkandi þjóðhagslegan sparnað. Sparnaðurinn nam tæplega 21% af landsframléiðslu árið 2002 en var kominn niður í líðlega 9% af landsframléiðslu árið 2008 (mynd 2). Á sama tíma var innlent útgjaldastig hátt og náði fjárfesting hámarki árið 2006 þegar hún nam 36% af landsframléiðslu. Þegar fjármálakreppan skall á höfðu innlend heimili og fyrirtæki ekki jafn greiðan aðgang að erlendu lánsfé til að halda uppi eins háu útgjaldastigi og áður. Þau þurftu því að draga úr útgjöldum. Vergur þjóðhagslegur sparnaður jókst í tæplega 23% af landsframléiðslu árið 2009 og hefur að meðaltali verið nálægt því hlutfalli síðan. Með vaxandi útflutningstekjum undanfarið hefur þjóðhagslegur sparnaður aukist enn frekar og var orðinn 29,3% af landsframléiðslu í fyrra sem er 11 prósentum yfir sögulegu meðaltali. Hefur hann aðeins einu sinni

mælt meiri en það var árið 1965 þegar hann var 30,6% af landsframleiðslu. Þetta háa sparnaðarstig hefur leitt til þess að viðskiptaafgangur hefur verið umtalsverður þrátt fyrir að fjárfesting hafi einnig aukist undanfarin ár en hún var komin í sögulegt meðaltal í fyrra, þ.e.a.s. ríflega 21% af landsframleiðslu.

Mikill sparnaður í alþjóðlegum samanburði

Þjóðhagslegur sparnaður hefur sögulega verið tiltölulega lítill hér á landi í samanburði við flest önnur OECD-ríki (mynd 3). Algengt er að hann sé á bilinu 20-25% af landsframleiðslu meðal annarra OECD-ríkja, þótt vissulega þekkist lægra sparnaðarstig einnig, eins og t.d. í Bretlandi og Bandaríkjunum sem eru alþjóðlegar fjármála-miðstöðvar sem njóta tryggs aðgangs að erlendum lánamörkuðum. Þróun innlends sparnaðar undanfarin ár færir íslenskan þjóðar-búskap því mun nær því sem algengt er meðal annarra OECD-ríkja og aukinn sparnaður undanfarin ár setur Ísland í flokk með þróuðum ríkjum sem eru með einna hæsta sparnaðarhlutfallið.

Sparnaður jókst meira hér á landi en í öðrum löndum í kjölfar fjármálakreppu

Eins og rakið hefur verið knúði fjármálakreppan fram mikil umskipti í þróun innlends sparnaðar. Eins og mynd 4 sýnir voru þau meiri hér á landi en að jafnaði í öðrum löndum í kjölfar fjármálakreppu.³ Sparnaðarhlutfallið hefur jafnan tilhneigingu til að lækka strax í kjölfar fjármálakreppu en hækka síðan og ná sögulegu meðaltali fjórum árum eftir að kreppan skellur á. Hér á landi jókst sparnaður hins vegar strax í kjölfar fjármálakreppunnar eins og áður hefur verið rakið. Aukningin er einnig mun meiri og hraðari þegar frá líður. Það endurspeglar að innflutningur dróst saman um samtals 38% yfir tveggja ára tímabil í kjölfar kreppunnar sem er tæplega tvöfalt meiri samdráttur en að jafnaði í hinum löndunum. Þótt viðsnúningur í þróun sparnaðar hafi verið meiri hér en að jafnaði í öðrum löndum þekkjast einnig dæmi um svipaða þróun í löndum þar sem fjármálakreppur hafa verið mjög alvarlegar, eins og t.d. í Rússlandi og Indónesíu á tíunda áratug síðustu aldar. Írland er síðan eina landið í samanburðarhópnum þar sem þjóðhagslegur sparnaður jókst meira en hér á landi eftir því sem hefur liðið frá kreppunni en bæði löndin eiga það sameiginlegt að útflutningur hefur aukist mikið undanfarin ár.

Viðskiptaafgangi ráðstafað í að greiða niður erlendar skuldir og byggja upp gjaldeyrisforða þjóðar-búsins

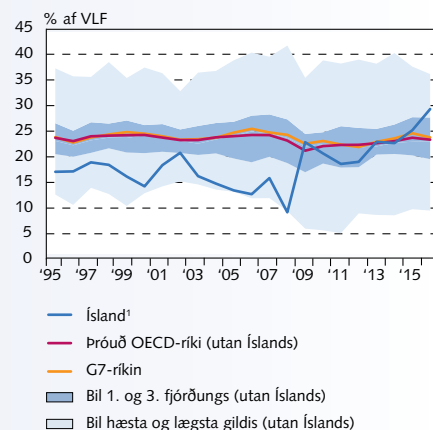
Eins og áður hefur komið fram endurspeglar viðskiptaafgangur að þjóðhagslegur sparnaður er meiri en innlend fjárfesting. Umframsparnaðurinn kemur fram sem útstreymi á fjármagnsjöfnuði (mynd 5).⁴ Þar má einnig sjá í hvers konar erlendum eignum hefur verið fjárfest og að hvaða leyti viðskiptaafganginum hefur verið varið í að greiða niður erlendar skuldir. Eins og myndin sýnir hefur viðskiptaafgangi undanfarinna þriggja ára að mestu verið ráðstafað til uppbyggingar á hreinni erlendri verðbréfaeign og gjaldeyrisforða

3. Myndin sýnir þróun þjóðhagslegs sparnaðar í 19 löndum í kjölfar fjármálakreppa frá árinu 1970. Fylgt er Laeven og Valencia (2012), „Systemic banking crises database: An update“, International Monetary Fund, Working Papers WP/12/163, við skilgreiningu á löndum sem lent hafa í kerfislægri bankakreppu. Löndin 19 eru (fyrsta almanaksár eftir að kreppan skellur á í sviga): Argentína (2002), Bandaríkin (2009), Brasilía (2000), Bretland (2009), Ekvador (1999), Filippseyjar (1998), Finnland (1992), Indónesía (1998), Írland (2009), Ísland (2009), Lettland (2009), Malasía (1998), Mexíkó (1995), Rússland (1999), Suður-Kórea (1998), Svíþjóð (1992), Tailand (1998), Tyrkland (2001) og Úrúgvæ (2003).

4. Í því sem á eftir kemur verður aðeins fjallað um óleiðrétta viðskiptajöfnuð þar sem gögn um fjármagnsjöfnuð leiðrétta fyrir áhrifum fallinna fjármálfyrirtækja liggja ekki fyrir.

Mynd 3

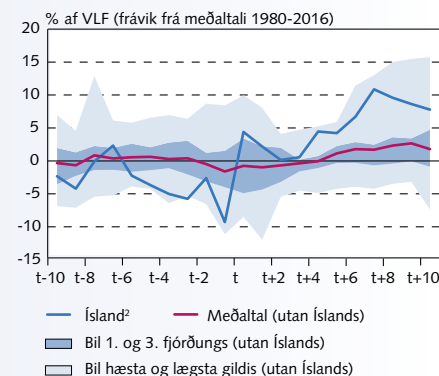
Þjóðhagslegur sparnaður í 33 OECD-ríkjum 1995-2016



1. Undirliggjandi þjóðhagslegur sparnaður 2008-2015 þar sem byggt er á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði.
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

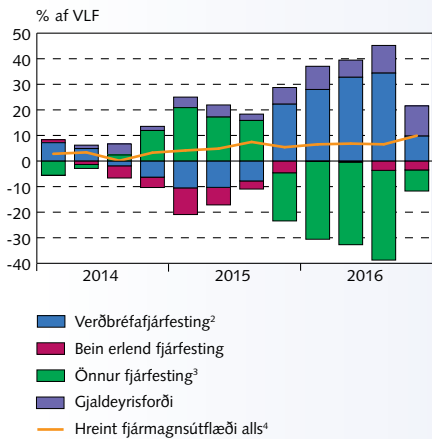
Mynd 4

Þjóðhagslegur sparnaður í kjölfar fjármálakreppu¹



1. Þjóðhagslegur sparnaður sem % af VLF í kjölfar alvarlegrar fjármálakreppu (ár t er fyrsta almanaksár eftir að kreppan skellur á) í 18 ríkjum ásamt Íslandi. Spá Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og Seðlabanka Íslands þar sem við á. 2. Undirliggjandi þjóðhagslegur sparnaður á Íslandi 2008-2015 þar sem byggt er á mati á undirliggjandi viðskiptajöfnuði.
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Ráðstöfun viðskiptaafgangs¹



1. Myndin sýnir breytingu erlendra eigna þjóðarbúsins vegna hreina viðskipta að frádreginni breytingu á erlendum skuldum þjóðarbúsins fyrir fjárfestingarlíði. Fjögurra ársfjórðunga hreyfanlegt meðaltal.
2. Hrein verðbréfafjárfesting og afleiður. 3. Önnur fjárfesting er að mestu seðlar og innstæður auk lána. 4. Hreint fjármagnsútfærði samanstendur af viðskiptajöfnuði (án leiðréttingar vegna fallinna fjármála-fyrirtækja og Actavis), jöfnuði fjárframlaga og liðnum skekkjur og vantalið.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Seðlabankans. Að töluverðu leyti endurspeglar þetta hreina útfærði erlendar verðbréfafjárfestingar uppgreiðslu erlendra skulda, að mestu vegna uppgreiðslu á verðbréfastuldum slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja í kjölfar nauðasamninga sem staðfestir voru í árslok 2015. Skuldirnar voru greiddar með erlendum lausafjáreignum þeirra sem kemur fram í innflæði annarrar fjárfestingar sem kemur til viðbótar við innflæði tengt erlendri lántöku innlánsstofnana. Myndin sýnir einnig að á móti útfærði tengdu niðurgreiðslu erlendra skulda og uppbyggingu á gjalddeyrisforða hefur verið hreint fjármagnsinnflæði vegna beinnar erlendar fjárfestingar. Vegur þar þyngst sala á erlendum eignum föllnu bankanna en einnig hefur verið innflæði tengt útboðum samkvæmt fjárfestingarleið Seðlabankans.

Þetta hreina fjármagnsútfærði tengt afgangi á viðskiptajöfnuði, ásamt uppgjöri fallinna fjármálafyrirtækja og stöðugleikaframlögum þeirra, hefur leitt til þess að hrein erlend staða þjóðarbúsins hefur breyst frá því að vera neikvæð um 122% af landsframleiðslu í árslok 2009 í að vera jákvæð um 1% í árslok 2016. Er það í fyrsta skipti frá því að mælingar hófust sem hrein erlend staða þjóðarbúsins mælist jákvæð (sjá rammagrein 4 í *Peningamálum 2016/2*).