

2023

GREIÐSLUJÖFNUNÐUR

YTRI STADA OG ÁHÆTTUÞÆTTIR



Ritið *Greiðslujöfnuður, ytri staða og áhættuþættir* greinir frá þróun greiðslujafnaðar og fjármagnsflæðis hér á landi og áhrif breytinga í flæði á ytri stöðu þjóðarbúsins, samsetningu stöðunnar og gjaldeyrismarkað. Með útgáfu ritsins annað hvert ár leitast Seðlabankinn við að veita ítarlegar upplýsingar um greiðslujöfnuð, gengis- og gjaldeyris-mál í samræmi við lög sem um Seðlabankann gilda.

Merking tákna:

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

Að þessu riti unnu Rósa Björk Sveinsdóttir, Jakob Hansen, Katrín Svava Másdóttir, Kolbrún Þorfinnsdóttir, Kristófer Gunnlaugsson, Ríkarður Bergstað Ríkarðsson og Steinn Friðriksson, starfsmenn Seðlabanka Íslands. Greiningin sem hér birtist er byggð á gögnum sem lágu fyrir 10. október 2023.

Útgefandi:

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

ISSN 3023-0160, vefrit

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

Efnisyfirlit

	Greiðslujöfnuður í hnotskurn	4
I	Alþjóðleg skilyrði	5
II	Gjaldeyrismarkaður	10
III	Greiðslujöfnuður og ytri staða	13
	Viðskiptajöfnuður og fjármagnsviðskipti	13
	Erlend staða þjóðarbúsins	20
	Gjaldeyrisforði Seðlabanka Íslands	21
	Erlendar skuldir þjóðarbúsins	22
IV	Greiðslujafnaðarsviðsmynd 2023-2024	27
	Forsendur greiðslujafnaðarsviðsmyndar	27
	Niðurstöður greiðslujafnaðarlíkans	31
	Rammagreinar	
	1 Hámark á gjaldeyriseignir lífeyrissjóða hækkar	16
	2 Mæling á ytri stöðu og greiðslujöfnuði	23
	3 Áhættuþættir ytri stöðu	28

Greiðslujöfnuður í hnotskurn



Í litlu og opnu hagkerfi er mikilvægt að heimili, fyrirtæki og fjármálakerfið búi yfir nægum viðnámsþrótti gagnvart sveiflum í greiðslujöfnuði. Það kom berlega í ljós þegar COVID-19-faraldurinn breytti ytri aðstæðum fyrirvaralaust og hafði í för með sér töluverða aðlögun í þjóðarbúskapnum. Þegar faraldurinn skall á var staða þjóðarbúsins sterk. Gjaldeyrisforðinn var stór og skuldir hins opinbera jafnt sem einkaaðila tiltölulega lágar, bæði sögulega og í alþjóðlegum samanburði. Það gerði stjórnvöldum mun auðveldara en ella að milda áhrif faraldursins á efnahagslífið og fjárhag fyrirtækja og heimila.



Samfelldur afgangur sem hafði verið á viðskiptum Íslands við útlönd frá 2009 minnkaði mikið árið 2020 og snerist í halla árið 2021. Halli á viðskiptajöfnuði felur í sér að sparnaður þjóðarbúsins hafi verið minni en fjárfesting. Töluvert dró úr þjóðhagslegum sparnaði frá árinu 2019 til ársins 2021. Þar hafði mest áhrif 30% samdráttur í útflutningi árið 2020 og aðgerðir í ríkisfjármálum. Þegar horfið var frá sóttvarnartakmörkunum jukust útflutningstekjur á ný, atvinnuleysi minnkaði ört, og neysla jókst hröðum skrefum, m.a. í ljósi mikils sparnaðar sem heimilin höfðu byggt upp í faraldrinum. Áhrif faraldursins á fjárfestingu voru minni hér á landi en í mörgum viðskiptalöndum Íslands. Hlutfall fjárfestingar af landsframléiðslu hækkaði er leið á árið 2021 og hélst hátt árið 2022.



Um mitt ár 2023 var hrein erlend staða þjóðarbúsins jákvæð um 29% af landsframléiðslu og erlendar skuldir þjóðarbúsins um 100% af landsframléiðslu. Leita þarf aftur til síðustu aldamóta að lægra skuldahlutfalli. Sterk erlend eignastaða þjóðarinnar má meðal annars rekja til lífeyrissjóðakerfisins sem er hlutfallslega það næststærsta í OECD-ríkjunum með eignir sem námu 186% af landsframléiðslu í lok árs 2022. Fjárfestingarþörf lífeyrissjóða er mikil og hafa innlendir atvinnuvegir því ekki þurft að sækja lánsfé erlendis í eins ríkum mæli og ella.



Dregið hefur úr vilja til áhættutöku eftir fjármálakreppuna og peninga- og þjóðhagsvarúðarstefna hefur verið aðhaldssamari hér á landi en í flestum öðrum þróuðum ríkjum. Undanfarið ár hafa erlend fjármögnunarkjör versnað mikið. Miklar vaxtahækkunarir seðlabanka og aukin óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur höfðu í för með sér nokkurn óróa um allan heim og í ár. Vaxtaálag á skuldabréf banka hækkaði jafnframt talsvert undir lok árs 2022. Af þeim sökum dró tímabundið úr útgáfum erlendra markaðsskuldabréfa þeirra. Fjármálaleg skilyrði á alþjóðlegum mörkuðum bötnuðu þegar kom fram á árið í ár og vaxtaálag lækkaði sem innlendir aðilar hafa nýtt sér til að endurfjármagna erlendar skuldabréfaútgáfur. Því hefur dregið úr endurfjármögnunaráhættu þjóðarbúsins til skamms tíma lítið. Auðseljanlegar krónueignir erlendra aðila eru einnig litlar og því er áhætta tengd þeim lítil.



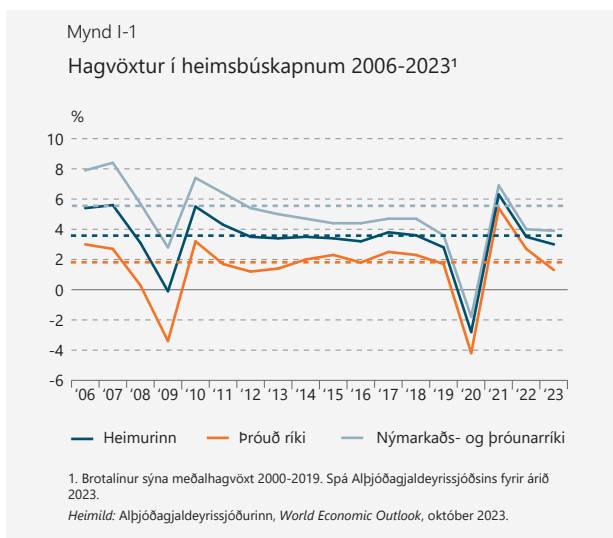
Í sviðsmynd greiðslujafnaðar sem dregin er upp fyrir 2023 og 2024 er búist við lítilsháttar viðskiptahalla við útlönd á þessu ári og því næsta. Gert er ráð fyrir að hann verði fjármagnaður með innstreymi fjármagns. Fjármagnsjöfnuður án breytinga á gjaldeyrisforða snýst því yfir í að vera neikvæður. Munar þar mest um fjárfestingar erlendra aðila hér á landi og vænta lán-töku ríkissjóðs sem leiða til þess að erlendar skuldir aukast. Gert er ráð fyrir að hrein staða við útlönd verði 25% af landsframléiðslu í árslok 2024 og gert er ráð fyrir að gjaldeyrisforðinn sem stóð í 763 ma.kr. í lok september sl. verði áfram rúmur mældur í hlutfalli við helstu forðaviðmið. Nokkur óvissa er ávallt um þróun gjaldeyrisflæðis og ytri stöðu þjóðarbúsins og ráðast horfurnar að miklu leyti af efnahagsþróuninni. Aðgengi að alþjóðlegum fjármálamörkuðum gæti einnig versnað á nýjan leik og álag á erlenda markaðsfjármögnun hækkað.

Alþjóðleg skilyrði



Heimsbúskapurinn tók kröftuglega við sér árið 2021 ...

Heimsfaraldurinn, sem skall á snemma árs 2020, leiddi af sér krappasta efnahagssamdrátt síðan í heimsstyrjöldinni síðari (mynd I-1). Þrátt fyrir kröftugan bata árið 2021, sem drifinn var áfram af uppsafnaðri eftirspurn frá því í faraldrinum og stuðningsaðgerðum stjórnvalda, héldu vandamál á framboðshlið alþjóðahagkerfisins, hækkandi orkuverð og bakslag í baráttunni við farsóttina aftur af batanum er leið á árið. Samspil þessara þátta leiddi jafnframt til hraðrar aukningar verðbólgu frá miðju ári 2021 sem hafði neikvæð áhrif á eftirspurn.

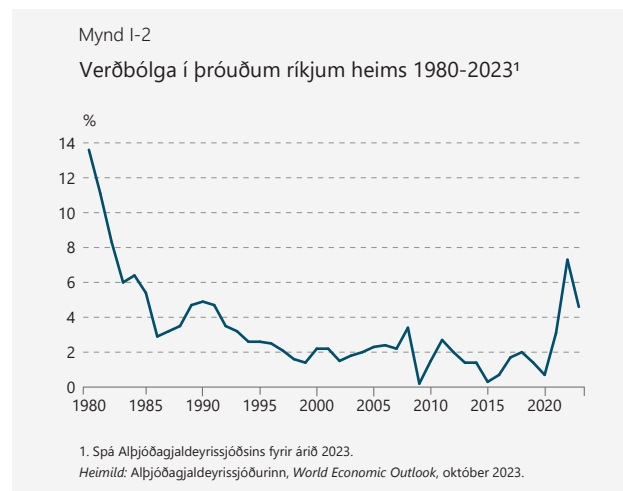


... en efnahagshorfur versnuðu og óvissa jókst eftir innrásina í Úkraínu

Hagvaxtarhorfur versnuðu og óvissa um alþjóðlega efnahagsframvindu jókst verulega eftir innrás Rússa í Úkraínu seint í febrúar 2022. Innrásin og refsiaðgerðir sem Vesturlönd beittu gegn Rússlandi leiddu til mikillar

hækkunar orku- og hrávöruverðs sem ýtti verðbólgu enn hærra á heimsvísu. Árið 2022 mældist hún 7,3% í þróuðum ríkjum og hafði ekki verið meiri í fjóra áratugi (mynd I-2). Framfærslukostnaður heimila jókst því mikið á skömmum tíma og kaupmáttur ráðstöfunartekna rýrnaði sem dró úr innlendri eftirspurn. Aukin óvissa og hátt aðfangaverð hafði einnig neikvæð áhrif á fjárfestingaráform fyrirtækja. Til viðbótar sköpuðust miklar áhyggjur af orkuframboði í Evrópu vegna stríðsátakanna og refsiaðgerðanna sem hafði neikvæð áhrif á efnahagsumsvif í álfunni, enda hafði innflutningur á jarðgasi frá Rússlandi vegið þungt í orkunotkun Evrópu.

Óvenjulitill hagvöxtur í Kína í fyrra hélt jafnframt aftur af heimshagvexti enda Kína annað stærsta hagkerfi heims. Áhrif farsóttarinnar og stífar sóttvarnartakmarkanir þarlendrar stjórnvalda vógu þungt en farsóttartakmarkanir voru töluvert lengur til staðar í Kína en í þróuðum ríkjum heims. Vandamál á kínverskum fasteignamarkaði héldu einnig aftur af efnahagsumsvifum þarlendis.



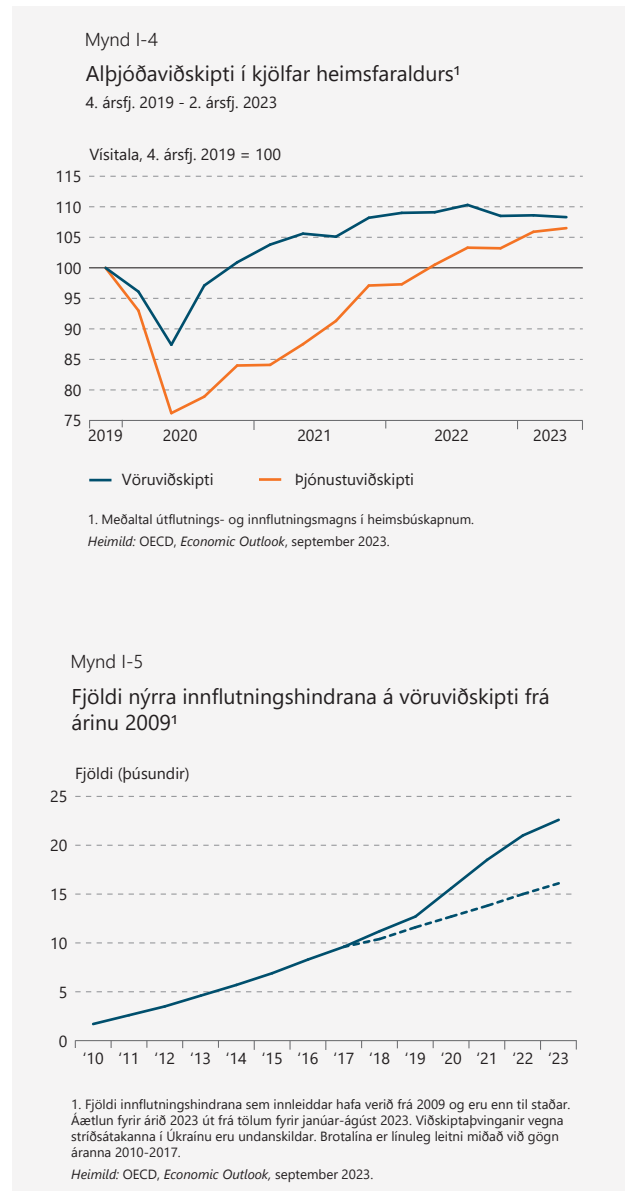
Hraðar vaxtahækkarnir seðlabanka hafa hægt á heimshagvexti en gott atvinnuástand vegur á móti
 Hægari vöxt alþjóðlegra efnahagssumsvifa er leið á síðasta ár má einnig rekja til áhrifa herts peningalegs aðhalds sem seðlabankar um allan heim gripu til í því skyni að koma böndum á verðbólgu. Seðlabankavextir í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu hafa ekki verið hærri í meira en tvo áratugi en þeir eru nú (mynd I-3).



Gott atvinnuástand í helstu iðnríkjum hefur hins vegar vegið á móti áhrifum hækkandi framfærslukostnaðar og stutt við ráðstöfunartekjur heimila. Uppsafnaður sparnaður heimila frá farsóttartímanum mildaði jafnframt áhrif kostnaðarkreppunnar á innlenda eftirspurn, sem og tímabundnar örvunaraðgerðir í ríkisfjármálum. Þótt dregið hafi ört úr halla á rekstri hins opinbera í þróuðum ríkjum eftir faraldurinn er hann meiri í hlutfalli við landsframleiðslu en á árunum fyrir faraldur.

Hægt hefur á vexti alþjóðaviðskipta eftir kröftugan bata árið 2021

Alþjóðaviðskipti tóku kröftuglega við sér árið 2021 eftir samdráttinn árið á undan. Vöruviðskipti vógu þungt í batanum framan af árinu enda sóttvarnatakmarkanir enn til staðar á ýmis þjónustuútgjöld heimila, bæði takmarkanir á neyslu innlendarar þjónustu og á ferðum milli landa (mynd I-4). Eftirspurn heimila beindist því í meira mæli að vörum og var umfang alþjóðlegra vöruviðskipta orðið töluvert meira undir lok árs 2021 en fyrir farsóttina. Umfangið hefði þó orðið enn meira ef ekki hefði komið til alþjóðlegra framleiðsluhökra og erfiðleika við vöruflutninga milli landa sem stigmögnuðust er leið á árið. Alþjóðleg þjónustuviðskipti tóku síðan jafnt og þétt við sér er leið á árið 2021 samhliða slökun sóttvarnatakmarkana og hægfara bata alþjóðlegrar

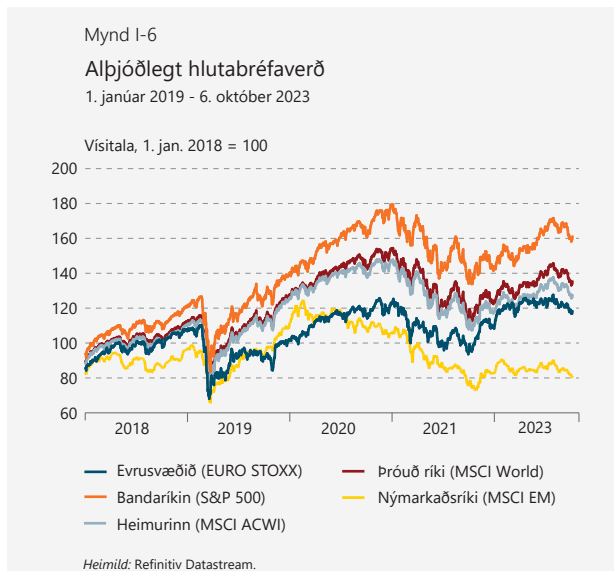


ferðaþjónustu enda mikil uppsöfnuð eftirspurn eftir þjónustu til staðar. Jukust þjónustuviðskipti um 12% milli ára í fyrra og var umfang þeirra þá orðið meira en fyrir farsóttina. Á sama tíma hægði á vexti vöruviðskipta í takt við aðlögun í neyslumynstri heimila frá vörum yfir í þjónustu.

Þrátt fyrir áframhaldandi bata í alþjóðlegri ferðaþjónustu og úrlausn framleiðsluhökra er útlit fyrir að verulega muni hægja á vexti alþjóðaviðskipta í ár. Það má að mestu rekja til minni heimshagvaxtar en einnig til aukins vægis innlendarar þjónustu í neyslukörfu heimila. Mikil styrking Bandaríkjadals í fyrra hafði einnig neikvæð áhrif á alþjóðaviðskipti vegna vægis hans í verðlagningu viðskipta á milli landa. Þá hefur fjöldi nýrra viðskiptahindrana og aukin verndarstefna undanfarinna ára líklega jafnframt stuðlað að hægari vexti alþjóðaviðskipta en ella hefði orðið (mynd I-5).

Fjármálaskilyrði á alþjóðavísu versnuðu í fyrra ...

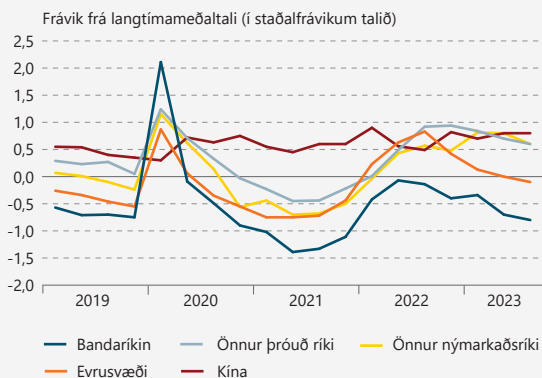
Alþjóðlegt eignaverð gaf mikið eftir á árinu 2022, álag á áhættumeiri fjáreignir hækkaði og fjármögnunarkostnaður jókst (mynd I-6). Skýrðist það einkum af lakari efnahagshorfum, aukinni alþjóðlegri óvissu og hraðari og meiri vaxtahækkunum helstu seðlabanka en búist hafði verið við. Fjármálaskilyrði urðu þrengri í flestum þróuðum ríkjum en að meðaltali sl. áratug (mynd I-7). Einna mest versnuðu skilyrðin á evrusvæðinu, þar sem við bættust áhyggjur af orkuframboði. Haustið 2022 voru fjármálaskilyrðin á evrusvæðinu svipuð og þau urðu verst í kjölfar heimsfaraldursins. Þá versnuðu fjármálaleg skilyrði margra nýmarkaðsríkja einnig mikið, en vaxtahækkunir í Bandaríkjunum og mikil styrking Bandaríkjadals í fyrra hafði slæm áhrif á mörg ríkja, sérstaklega þau sem hafa miklar skuldbindingar í Bandaríkjadal og brothættar efnahagslegar undirstöður.



Mynd I-7

Fjármálaleg skilyrði á alþjóðavísu¹

1. ársfj. 2019 - 3. ársfj. 2023



1. Vísitala fjármálalegra skilyrða (e. financial conditions index). Hærra gildi bendir til þess að fjármálaleg skilyrði hafi versnað.

Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, *Global Financial Stability Report*, október 2023.

... en hafa batnað að hluta á ný í þróuðum ríkjum heims

Fjármálaskilyrði í þróuðum ríkjum heims tóku hins vegar að batna á ný undir lok síðasta árs í takt við aukna bjartsýni um að ekki kæmi til efnahagsamdráttar í þróuðum ríkjum í ár, m.a. í ljósi betri stöðu orkumála í Evrópu og þróttmeiri efnahagssumsvifa í Bandaríkjunum. Þrátt fyrir áframhaldandi vaxtahækkunir helstu seðlabanka og þrengra aðgengi heimila og fyrirtækja að lánsfé hefur sú þróun í meginatriðum haldið áfram í ár, einkum á evrusvæðinu og í Bandaríkjunum, ef frá er talið tímabundið bakslag í kjölfar umrótisins á alþjóðlegum bankamarkaði í mars sl. Áframhaldandi bata fjármálaskilyrða má einkum rekja til hækkunar hlutabréfaverðs og minna álags á áhættumeiri fjáreignir. Endurspeglar það líklega aðallega sterkari væntingar markaðsaðila um „mjúka lendingu“ í þróuðum ríkjum heims, þ.e. að seðlabönkum takist að ná niður verðbólgu án þess að efnahagssumsvif gefi mikið eftir eða atvinnuleysi aukist mikið. Gangi það eftir minnka líkur á frekari vaxtahækkunum helstu seðlabanka og gætu þeir jafnvel hafið að lækka vexti á ný á næstu ársfjórðungum. Nýlegar yfirlýsingar Seðlabanka Bandaríkjanna um að vöxtum verði líklega haldið háum í lengri tíma en áður var vænst gætu hins vegar stuðlað að endurskoðun þessara væntinga með tilheyrandi leiðréttingu eignaverðs og hækkun áhættuálags.

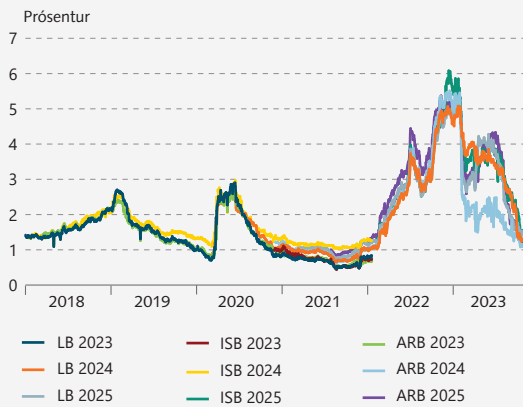
Fjármálaskilyrði hafa hins vegar lítið breyst í Kína, þrátt fyrir stuðningsaðgerðir kínverska seðlabankans. Þar vega þungt kraftminni efnahagsbati í ár en vænst var og áframhaldandi vandræði á fasteignamarkaði. Aukin harka í viðskiptadeilu Kína og þróaðra ríkja, einkum Bandaríkjanna, hefur einnig stuðlað að auknum áhyggjum fjárfesta. Hlutabréfaverð hefur því gefið eftir í Kína og fjármagnsústreymi aukist. Fjármálaleg skilyrði í öðrum nýmarkaðsríkjum hafa versnað enn frekar í ár og eru heldur þrengri en að meðaltali í fyrra.

Vaxtaálag á erlendar útgáfur innlendra viðskiptabanka hefur lækkað eftir mikla hækkun í fyrra

Fjármögnunarskilyrði íslenskra viðskiptabanka versnuðu verulega á erlendum mörkuðum árið 2022 í takt við versnandi fjármálaskilyrði þróaðra ríkja og aukna óvissu á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Vaxtaálag á útgef-in markaðsskuldabréf þeirra í erlendum gjaldmiðlum hækkaði um allt að 4 prósentur á árinu og var orðið hærra undir lok þess en árið 2015, þegar bankarnir hófu að gefa út á erlendum mörkuðum eftir fjármála-áfallið 2008 (mynd I-8). Bankarnir drógu því tímabundið úr erlendum útgáfum sínum.

Mynd I-8

Vaxtaálag á evruútgáfur íslenskra viðskiptabanka¹
2. janúar 2018 - 5. október 2023

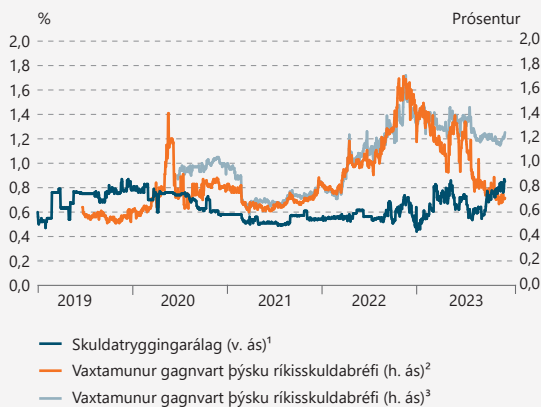


1. Munur á ávöxtunarkröfu skuldabréfa og þriggja mánaða millibankavaxta (EURIBOR).
Heimildir: Refinitiv Eikon, Seðlabanki Íslands.

Vaxtaálagið tók hins vegar að lækka á ný í byrjun þessa árs samhliða aukinni bjartsýni og minnkandi óvissu um alþjóðlegar efnahagshorfur. Það hélt áfram að lækka er leið á árið, fyrir utan tímabundið bakslag í kjölfar óróleikans á alþjóðlegum bankamarkaði í mars sl., og er nú áþekkt því sem það var fyrir farsóttina. Áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs Íslands hefur einnig lækkað í ár eftir hækkun í fyrra og er svipað á flesta mælikvarða og það var fyrir farsóttina (mynd I-9). Þrátt fyrir að áhættuálag á erlendar skuldbindingar ríkissjóðs og bankanna sé nú í meginatriðum áþekkt því sem var fyrir farsóttina eru vaxtakjörin töluvert lakari vegna hækkunar seðlabankavaxta og ríkisskuldabréfavaxta um allan heim.

Mynd I-9

Áhættuálag á skuldbindingar ríkissjóðs
1. janúar 2019 - 6. október 2023



1. Fimm ára skuldbindingar í USD. 2. Bréf á gjaldþaga árið 2024 í EUR. 3. Bréf á gjaldþaga árið 2026 í EUR.
Heimildir: Bloomberg, Refinitiv Datastream.

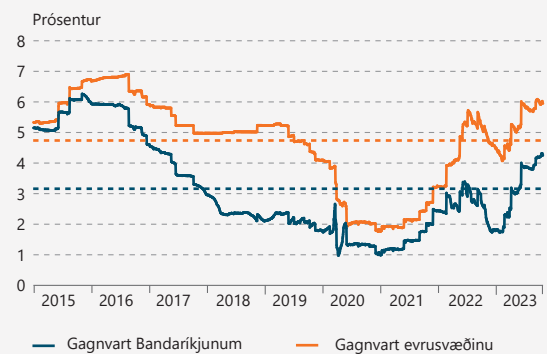
Vaxtamunur gagnvart útlöndum hefur aukist

Ávöxtunarkrafa ríkisskuldabréfa þróaðra ríkja hækkaði mikið í fyrra og hefur sú þróun í meginatriðum haldið áfram á þessu ári. Skuldabréfavextir margra þeirra hafa ekki verið hærrí um einn og hálfan áratug. Hækkun ávöxtunarkröfu ríkisskuldabréfa endurspeglar hraðar og miklar vaxtahækkunar seðlabanka á undanförunum misserum ásamt væntingum um að vöxtunum verði haldið háum enn um sinn. Að auki stuðlaði magnbundin herðing (e. quantitative tightening) helstu seðlabanka, einkum Seðlabanka Bandaríkjanna, að hærri ávöxtunarkröfu ríkisskuldabréfa en ella. Þá endurspeglar kröfuhækkunin líklega einnig hækkun verðbólguvæntinga og áhættuálags í ljósi aukinnar verðbólgu og óvissu um hagvaxtar- og verðbólguhorfur í heiminum.

Ávöxtunarkrafa innlendra skuldabréfa ríkissjóðs Íslands hefur einnig farið hækkanandi undanfarin tvö ár

Mynd I-10

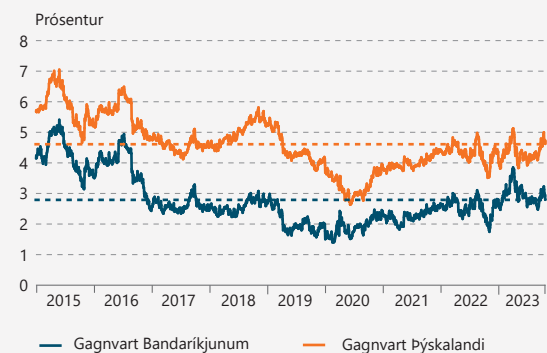
Skammtíamavaxtamunur gagnvart útlöndum¹
1. janúar 2015 - 6. október 2023



1. Vaxtamunur miðað við þriggja mánaða millibankavexti. Brotalínur sýna meðaltöl frá árinu 2015.
Heimild: Refinitiv Datastream.

Mynd I-11

Langtíamavaxtamunur gagnvart útlöndum¹
1. janúar 2015 - 6. október 2023



1. Nafnvaxtamunur 10 ára ríkisskuldabréfa. Brotalínur sýna meðaltöl frá árinu 2015.
Heimild: Refinitiv Datastream.

samhliða vaxtahækkunum Seðlabankans. Krafa tíu ára bréfa var komin í hátt í 8% undir lok septembermánaðar sl. og hafði ekki verið hærrí síðan haustið 2011. Þá hefur ávöxtunarkrafa íslenskra ríkisskuldabréfa hækkað meira á undanförunum tveimur árum en sambærilegra ríkisskuldabréfa Bandaríkjanna og Þýskalands enda seðlabankavextir verið hækkaðir meira hér í ljósi þrálátari verðbólgu, verri verðbólguhorfa og þróttmeiri efnahagssumsvifa. Vaxtamunur gagnvart útlöndum hefur því aukist og er hann orðinn meiri en að meðaltali undanfarin átta ár (myndir I-10 og I-11).

Gjaldeyrismarkaður



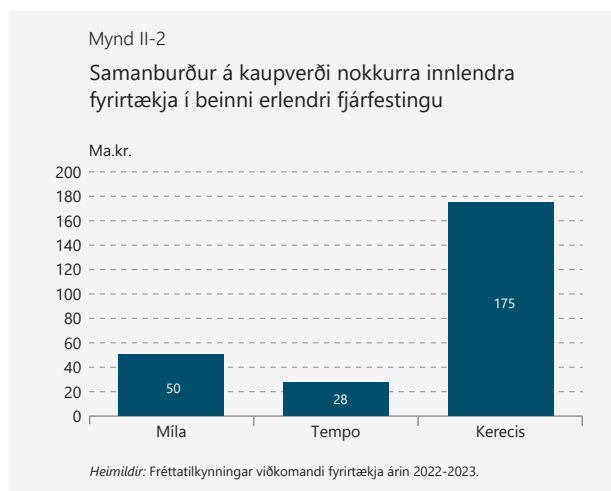
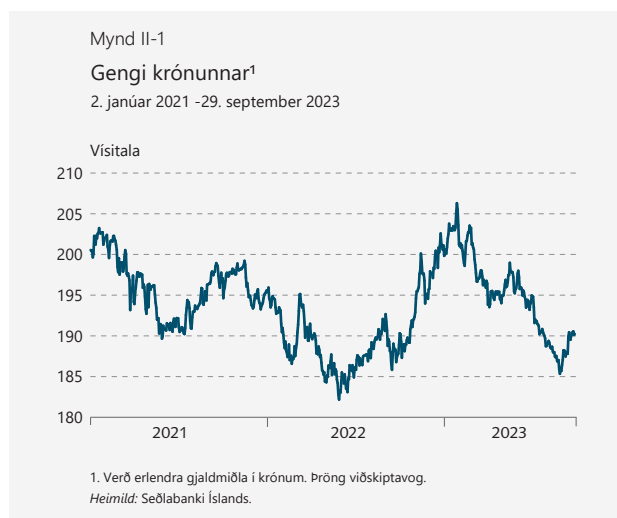
Aukin óvissa á alþjóðlegum mörkuðum árið 2022 hafði áhrif innlendan gjaldeyrismarkað

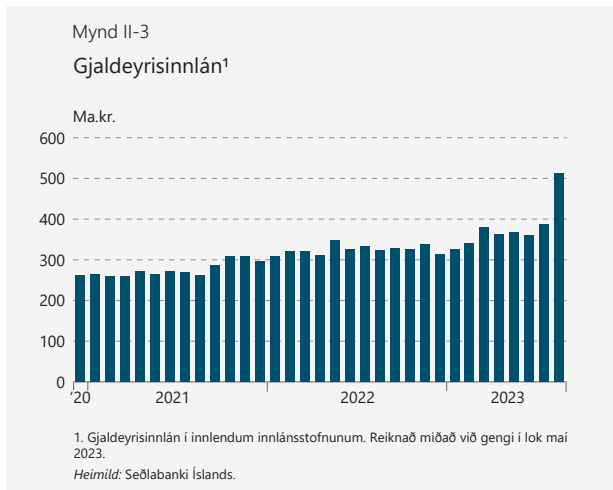
Þegar öllum samkomutakmörkunum vegna COVID-19 hafði verið aflétt snemma árs 2022 stóðu vonir til að ein helsta útflutningsgrein landsins, ferðaþjónustan, tæki fljótt við sér. Innrásin í Úkraínu sem hófst á svipuðum tíma jók þó á óvissuna um hversu hraður bati greinarinnar yrði og einnig var óvíst um áhrif hennar á aðrar útflutningsgreinar og efnahagsþróun hér heima og erlendis. Mishraðar vaxtahækkningar seðlabanka helstu iðnríkja, aukin óvissa um alþjóðlegar efnahagshorfur og ólíkar efnahags- og verðbólguhorfur helstu viðskiptalanda Íslands settu mark sitt á gjaldeyrismarkaði sem sjá mátti á óvenju miklum innbyrðis sveiflum í gengi stærstu gjaldmiðla heims á árinu. Þannig hækkaði gengi Bandaríkjadals um 8,2% gagnvart krónunni á meðan gengi evru hækkaði um 2,6%. Yfir árið 2022 í heild lækkaði gengi krónunnar um ríflega 2% miðað við gengisvísitölu. Þrátt fyrir að innflæði fjármagns í

hlutabréfafjárfestingu ykist þá var það að hluta nokkuð kvíkt og að einhverju leyti fjármagnað með innlendum lánsfé og því náðu þessar fjárfestingar ekki að vinna gegn útlæði gjaldeyris vegna halla á viðskiptum við útlönd og aukinnar erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða.

Gengishækkun og umfangsmikil erlend fjárfesting í sumar

Krefjandi aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum áttu þátt í að gengi krónunnar lækkaði um tæplega 10% frá september 2022 til janúar 2023. Markaðsaðstæður urðu þó hagfelldari í upphafi árs 2023, sem kom m.a. fram í lægra vaxtaálagi á erlendar skuldabréfaútgáfur íslensku bankanna, þó svo að álagið væri enn hátt í sögulegu samhengi. Góður gangur í helstu útflutningsgreinum landsins, einkum ferðaþjónustu, og innstreymi erlends fjármagns, höfðu mikil áhrif á gjaldeyrismarkaðinn síðastliðið sumar. Umfang ferðaþjónustunnar það sem af er ári bendir til þess að hún hafi náð fyrri styrk

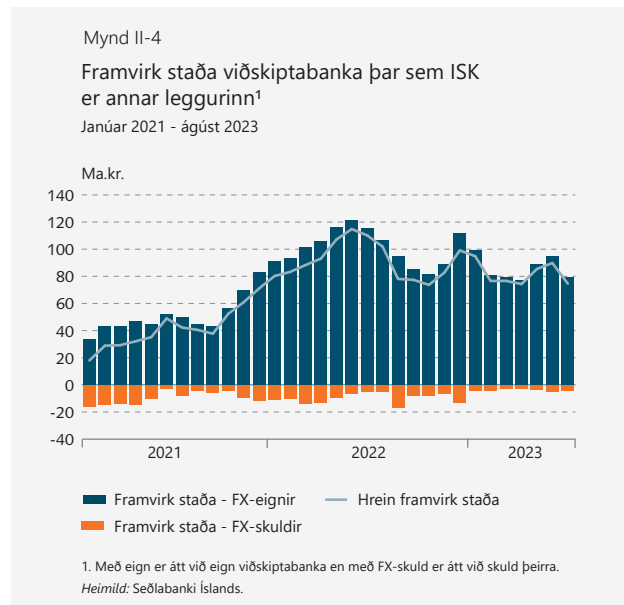




og tilkynning um kaup erlends fyrirtækis á íslenska líf-tæknifyrirtækinu Kerecis í byrjun júlí hafði í för með sér væntingar um óvenju mikið gjaldeyrisinnflæði til landsins á skömmum tíma. Meðal annars af þeim sökum hækkaði gengi krónunnar nokkuð yfir sumarmánuðina. Gengishækkunin gekk að hluta til baka í september. Gengishækkun fyrstu þriggja ársfjórðunga 2023 nam 5%. Salan á Kerecis sem gekk í gegn í lok ágúst 2023 var óvenju umfangsmikil á íslenskan mælikvarða, alls að fjárhæð 175 ma.kr. (4,2% af VLF) og því mun stærri en þegar fjarskipta- og hugbúnaðarfyrirtækin Míla og Tempo voru seld til erlendra aðila á árinu 2022 (mynd II-2). Kaupverðið var greitt í erlendum gjaldmiðli en þar sem fyrirtækið var að mestu í eigu dreifðs hóps innlendra aðila voru líkur á að áhrif viðskiptanna á gengi krónunnar yrðu nokkur. Gengi krónunnar breyttist þó lítið eftir að uppgjör viðskiptanna hafði átt sér stað en í lok ágúst höfðu gjaldeyrisinnstæður í innlendum bönkum aukist mikið.

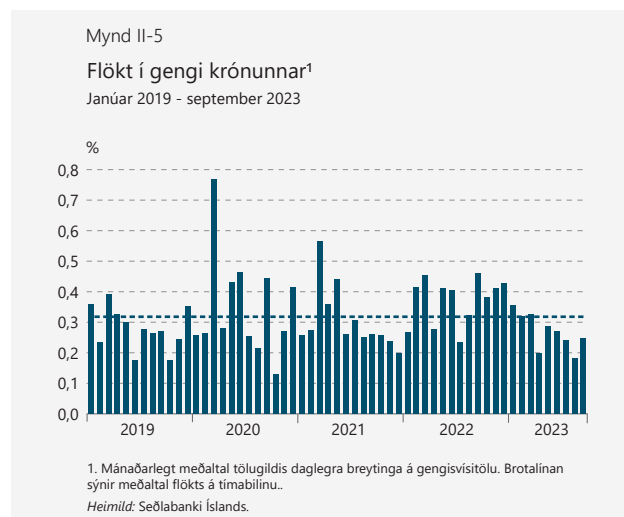
Betra jafnvægi á gjaldeyrismarkaði og minni sveiflur í gengi krónunnar árið 2023

Um mitt árið 2021 samþykkti Alþingi ný lög um gjald-eyrismál sem höfðu í för með sér að fjármagnshöft sem sett voru á árið 2008 voru endanlega losuð. Fyrir þátttakendur á gjaldeyrismarkaðnum skiptu breytingar á reglum um afleiðuviðskipti með íslensku krónuna miklu máli. Frá árinu 2008 höfðu slíkir samningar verið óheimilir, að undanskildum samningum vegna áhættu- varna með sérstöku leyfi frá Seðlabankanum. Með breytingunni varð heimilt að eiga slík viðskipti, óháð tilgangi, sem hafði mikil áhrif á virkni og veltu á gjaldeyris- markaðnum. Auknir möguleikar á afleiðuviðskiptum eiga, ásamt minni óróa á erlendum mörkuðum, vafalítið mikinn þátt í að gjaldeyrisflæði á markaðnum varð jafnara og skammtímagengissveiflur minni á tímabilinu.



Minni inngrip Seðlabankans

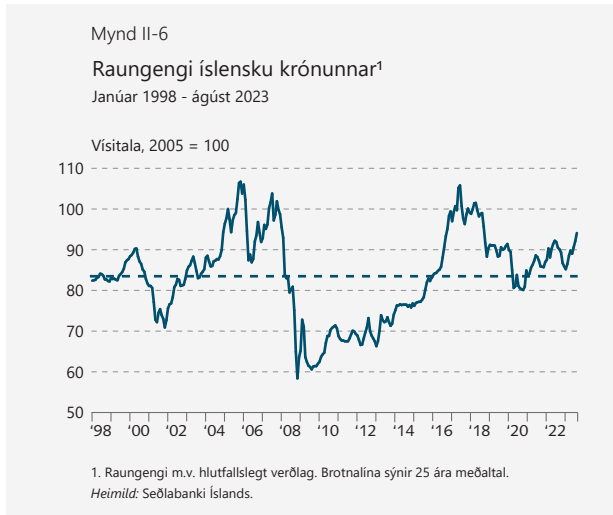
Seðlabankinn grípur inn í á gjaldeyrismarkaði til að draga úr sveiflum eftir því sem hann telur tilefni til. Bankinn seldi gjaldeyri í janúar 2023 fyrir 3 ma.kr. en átti ekki önnur viðskipti til loka september. Þetta er nokkur breyting frá árunum 2021 og 2022 þegar bankinn bæði keypti og seldi gjaldeyri. Hrein gjaldeyrisala árið 2021 var 22,7 ma.kr. og hrein gjaldeyriskaup voru árið 2022 voru 13,2 ma.kr. Hlutdeild bankans í heildar- veltu á árinu 2023 er lítil sem engin, sem stafar af minni gengissveiflum og hefur verið vísbending um betra jafnvægi í gjaldeyrisflæði til og frá landinu.



Raugengi krónu hefur hækkað og mælist 13% yfir 25 ára meðaltali

Raugengi krónunnar hafði hækkað um 17% í ágúst 2023 frá því að það fór lægst í Covid-faraldrinum í apríl 2020. Hækkunin var fyrst í stað knúin áfram af nafn- gengishækkun krónunnar eftir faraldurinn og endur-

speglaði líklega væntingar markaðarins um vöxt ferðaþjónustunnar eftir 80% samdrátt á árinu 2020. Vegna mikils vaxtar innlendar eftirspurnar jókst verðbólga hér á landi skarpt og því má einkum rekja hækkun raungengis undanfarið ár til meiri verðbólgu hér á landi en í viðskiptalöndunum. Þannig hafði raungengi krónunnar hækkað um 4% milli ára í ágúst 2023 aðallega vegna meiri verðbólgu hér á landi en í viðskiptalöndunum en nafngengi krónu hafði einnig hækkað um 1% milli ára á sama tíma.



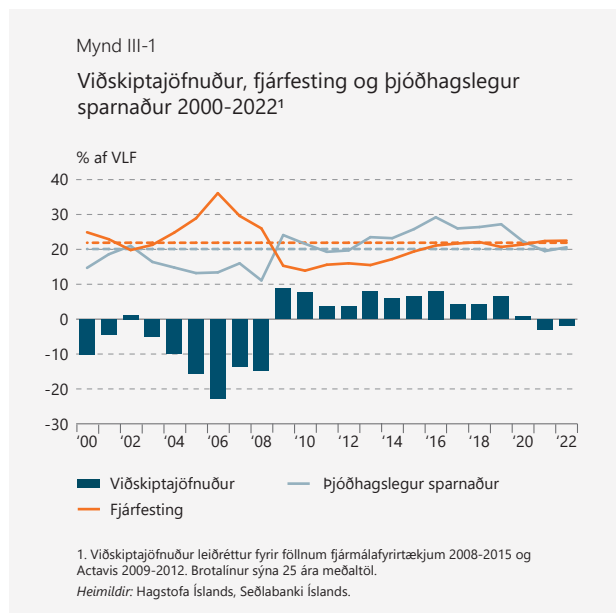
Greiðslujöfnuður og ytri staða



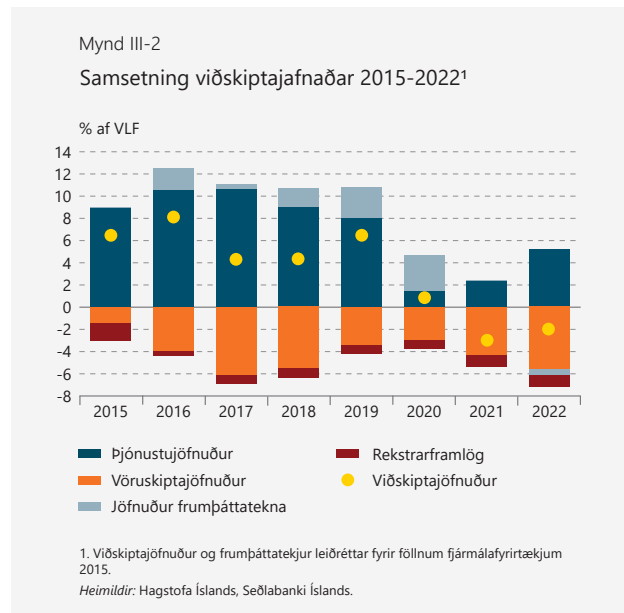
Viðskiptajöfnuður og fjármagnsviðskipti

Minni sparnaður sneri viðskiptaafgangi í halla

Eftir að COVID-19 faraldurinn braust út snemma árs 2020 hrundu útflutningstekjur af ferðapjónustu en mikill afgangur á jöfnuði frumþáttatekna gerði það að verkum að enn mældist lítilsháttar afgangur á viðskiptajöfnuði (myndir III-1 og III-2).¹ Árið 2021 mældist halli á viðskiptajöfnuði í fyrsta sinn síðan fyrir fjármálakreppuna 2008 og nam hann 3% af vergri landsframleiðslu (VLF). Munaði þar mest um að tekjur af ferðapjónustu



1. Jöfnuður frumþáttatekna heldur utan um ávöxtun og vaxtagreiðslur af erlendum eignum og skuldum auk launa og annarra millifærsla sem fara á milli landa. Sjá einnig á heimasíðu Seðlabankans https://www.seðlabanki.is/library/Fylgiskjol/Hagtolur/Greiðslujofnudur/Lysigogn/Grei%C3%B0sluj%C3%Bfnu%C3%B0ur_L%C3%BDsig%C3%B6gn.pdf

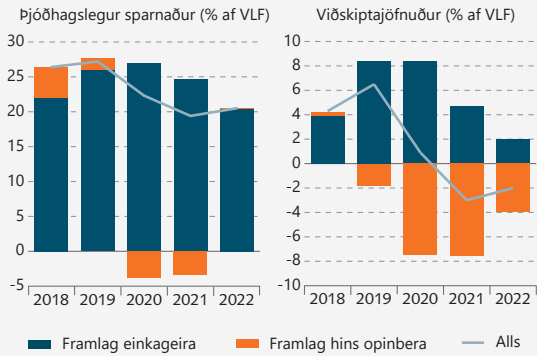


voru langt undir því sem þær höfðu verið fyrir faraldurinn og afgangur á jöfnuði frumþáttatekna var nánast enginn. Viðskiptahallinn minnkaði í 2% af VLF árið 2022 vegna kröftugs bata í ferðapjónustu en á móti vógu enn frekari rýmun á jöfnuði frumþáttatekna og aukinn vöruskiptahalli samhliða aukinni innlendri eftirspurn.

Halli á viðskiptajöfnuði felur í sér að sparnaður þjóðarþúsins hafi verið minni en fjárfesting undanfarin misseri. Töluvert dró úr þjóðhagslegum sparnaði frá árinu 2019 til ársins 2021 samhliða tekjusamdrætti útflutningsgreina og örvunaraðgerðum í ríkisfjármálum í kjölfar COVID-19 farsóttarinnar. Frumjöfnuður hins opinbera fór úr afgangi sem nam að meðaltali rúmlega 3½% af landsframleiðslu síðustu fimm árin fyrir farsóttina í 6-7% halla árin 2020 og 2021. Batinn á afkomu hins opinbera eftir farsóttina var heldur seinni á ferðinni

Mynd III-3

Þjóðhagslegur sparnaður og viðskiptajöfnuður 2018-2022¹



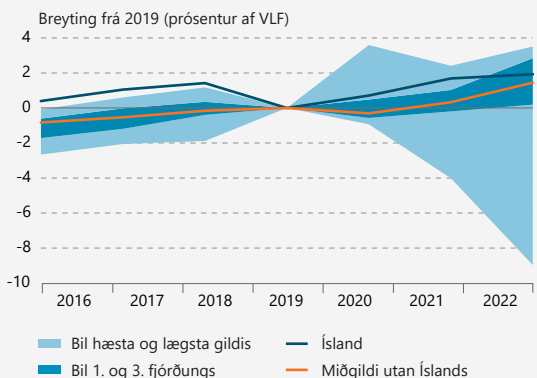
1. Geirskipting þjóðhagslegs sparnaður er fengin úr tekjuskiptingruppgjöri Hagstofunnar. Framlag einkageirans til viðskiptajafnaðar er mismunur sparnaðar og fjármunamyndunar einkageirans (fjárfesting atvinnuvega, íbúðafjárfesting og birgðabreytingar). Framlag hins opinbera til viðskiptajafnaðar er mismunur sparnaðar hins opinbera og opinberra fjárfestingar.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

hér á landi en víða annars staðar og vó neikvætt framlag hallareksturs hins opinbera til viðskiptajafnaðar á móti jákvæðu framlagi hás sparnaðarstigs heimila og fyrirtækja (mynd III-3). Þjóðhagslegur sparnaður jókst lítillega á ný árið 2022 þegar hann mældist 20,6%. Minni halli á rekstri hins opinbera vó þar á móti lægra sparnaðarhlutfalli einkageirans. Á sama tíma hækkaði fjárfestingarhlutfallið nokkuð er leið á árið 2021 og hélst hátt árið 2022 en svo virðist sem áhrif faraldursins á fjárfestingu hafi almennt verið minni hér á landi en í viðskiptalöndum (mynd III-4). Útlit er fyrir að sömu þættir muni hafa áhrif á þróun viðskiptajafnaðar á næstu misserum, þ.e. að áfram dragi úr halla hins opinbera og sparnaðarhlutfall heimila lækki enn frekar.

Mynd III-4

Fjárfesting á Íslandi og í helstu viðskiptalöndum 2016-2022



Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn.

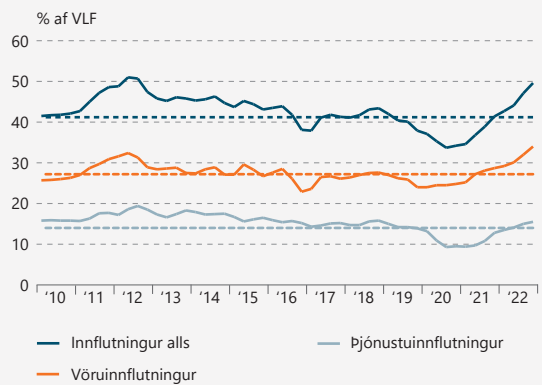
Aukin innlend eftirspurn hefur beinst út fyrir landsteinana og leitt til þess að halli mælist á vöru- og þjónustujöfnuði

Undanfarin þrjú ár hefur mælist halli á vöru- og þjónustujöfnuði eftir samfelldan afgang í ellefu ár þar á undan. Afgangur á þjónustuviðskiptum nam 5,2% af VLF árið 2022 sem er tvöfalt meiri afgangur en árið á undan og skýrist af auknum umsvifum í ferðapjónustu. Það er þó nokkru minni afgangur en var fyrir faraldurinn þegar hann nam að meðaltali um 9% af VLF á árunum 2013-2019. Á móti auknum afgangi á þjónustujöfnuði 2022 vó aukinn halli á vöruskiptajöfnuði. Hann jókst úr 4,3% í 5,6% af VLF árið 2022 sem er mesti halli sem mælist hefur síðan 2007. Verðmæti vöruinnflutnings sem hlutfall af landsframleiðslu mældist 34% á seinni helmingi ársins 2022 og hafði ekki verið hærra

Mynd III-5

Innflutningur vöru og þjónustu¹

1. ársfj. 2010 - 4. ársfj. 2022



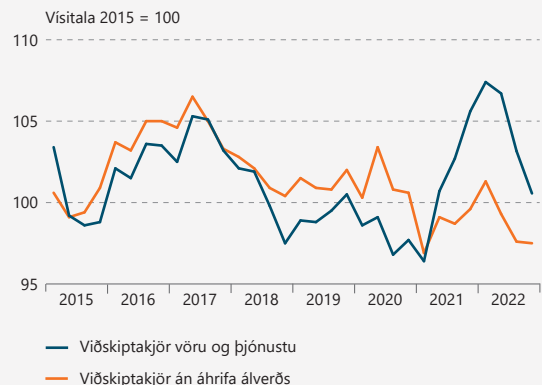
1. Tveggja ársfjórðunga hreyfanlegt meðaltal. Brotalínur sýna meðaltal frá 1998. Ósamræmi er í gögnum um þjónustuinnflutning þar sem viðskipti með hugverk hafa verið tekin út árin 2018-2022.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd III-6

Viðskiptakjör með og án áhrifa álverðs¹

1. ársfj. 2015- 4. ársfj. 2022



1. Viðskiptakjör án áhrifa álverðs á útflutningsverð og áhrifa súrals á innflutningsverð.

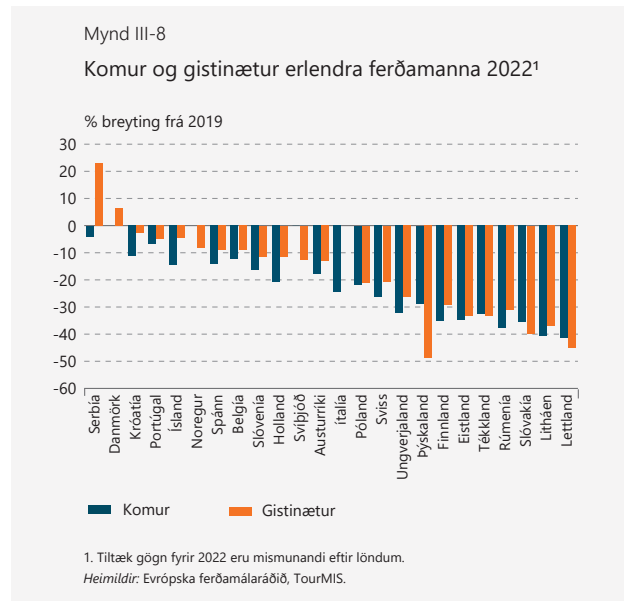
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

síðan 1988 (mynd III-5). Sögulega mikill vöruinnflutningur skýrist einkum af auknu ójafnvægi í innlendum þjóðarþúskaðum sem komið hefur fram í miklum vexti innlendar eftirspurnar samhliða riflegum launahækkunum. Hrávöruverðshækkarnir í kjölfar innrásarinnar í Úkraínu leiddu einnig til töluverðrar hækkunar innflutningsverðs á árinu. Jafnframt beindist aukin neysla heimila í kjölfar loka faraldursins hlutfallslega mikið að innfluttri vöru og þjónustu enda myndaðist uppsöfnuð eftirspurn á farsóttartímanum sem braust á endanum fram. Hlutfall fjárfestingar af landsframleiðslu hækkaði einnig á árinu 2022 þrátt fyrir mikinn hagvöxt en að jafnaði er innflutningshlutdeild í fjárfestingu há.

Viðskiptakjörin gagnvart útlöndum bötnuðu um 2,4% árið 2022 til viðbótar við 3,9% bata árið 2021 (mynd III-6). Þau tóku að versna á ný á seinni hluta ársins 2022 samhliða lækkun álverðs og voru í lok ársins svipuð og fyrir faraldurinn. Þróun viðskiptakjara undanfarin misseri skýrist að miklu leyti af þróun álverðs sem hækkaði mikið í kjölfar innrásarinnar í Úkraínu, en að undanskildum álafurðum bötnuðu viðskiptakjör um 0,1% á árinu 2022 eftir 2,5% rýrnun árið 2021.

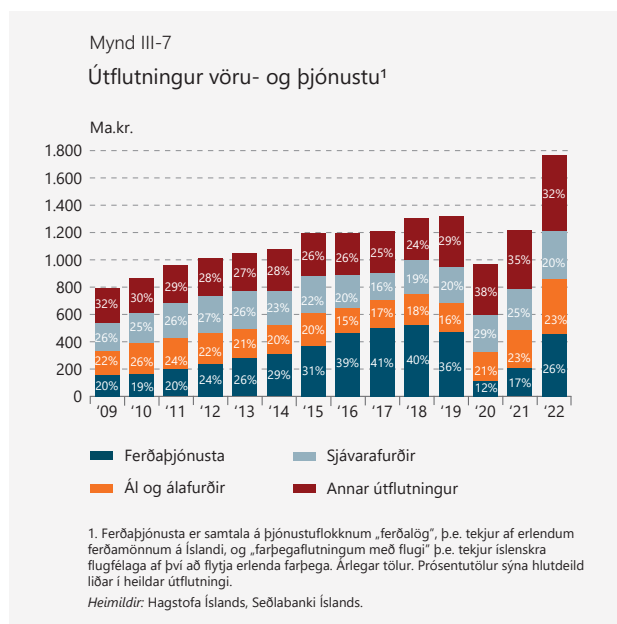
Samsetning útflutnings árið 2022 endurspeglar enn áhrif faraldursins þrátt fyrir hraðan bata í ferðaþjónustu

Á meðal aðildarríkja OECD varð hvað mest breyting á viðskiptajöfnuði hér á landi í kjölfar faraldursins sem rekja má til vægis þjónustuútflutnings og tekna af ferðaþjónustu í landsframleiðslu. Batinn hér á landi í kjölfar faraldursins varð einnig hraður og einn sá mesti í ferðaþjónustu á meðal Evrópuríkja árið 2022 (myndir III-7 og III-8). Á seinni hluta ársins voru komur erlendra



ferðamanna orðnar álíka margar og þær voru árið 2019 og voru meðalútgjöld þeirra hærra en áður. Tekjur af ferðamönnum árið 2022 í heild voru þó minni en þær voru fyrir faraldurinn einkum vegna minni tekna innlendra flugfélaga af farþegaflutningum sem m.a. skýrist af hægari bata í fjölda skiptifarþega, þ.e. farþega sem millilenda einungis hér á landi. Heildartekjur af ferðaþjónustu námu um 26% af heildarútflutningstekjum árið 2022 samanborið við 40% árið 2018. Verðmæti heildarútflutnings var aftur á móti sögulega hátt á árinu 2022 en þar vógu þungt auknar tekjur af útflutningi álafurða vegna mikilla verðhækkana og nam verðmæti álfurðutflutnings um 23% af heildarútflutningi samanborið við um 17% að meðaltali árin 2015-2019 (mynd III-7). Áhrif álverðs á útflutningstekjur endurspegluðust aftur á móti ekki í sama mæli í bættum viðskiptajöfnuði enda hækkaði verð á innflutningi súrals samhliða auk þess sem aukinn hagnaður álfyrirtækjanna birtist í auknum halla á jöfnuði frumþáttatekna.² Útflutningsverðmæti álafurða nánast tvöfaldaðist frá 2020 til 2022 úr um 200 ma.kr. í um 400 ma.kr. en jákvæð áhrif á viðskiptajöfnuð námu tæplega þriðjungi af því.

Öðrum útflutningi en ferðaþjónustu, sjávarafurðum og álafurðum hefur einnig vaxið fiskur um hrygg undanfarin misseri og nam hlutdeild hans um þriðjungi af heildarútflutningsverðmæti árið 2022 samanborið við um fjórðung árin 2015-2019. Þar af höfðu auknar tekjur kísilfyrirtækja vegna verðhækkunar kísilmálms sambærileg áhrif og verðhækkarnir álafurða, þ.e. aukið verðmæti útflutnings birtist einnig í auknum hagnaði í frumþáttatekjum og áhrif á viðskiptajöfnuð því minni.



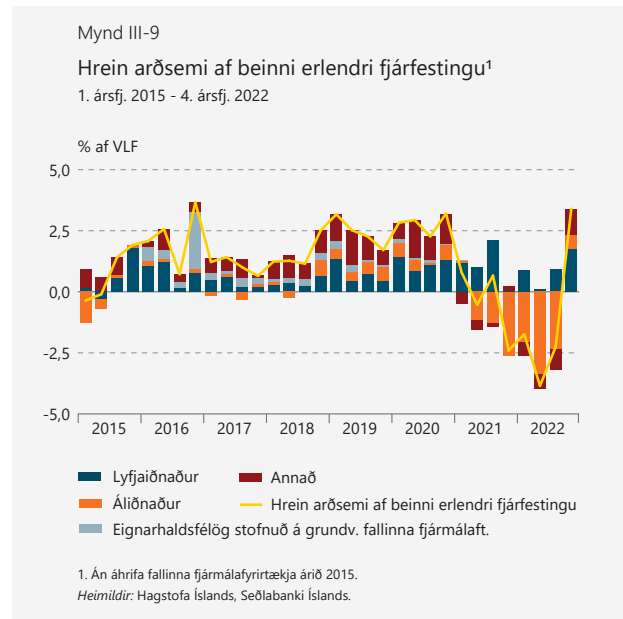
2. Jákvæð afkoma innlendra fyrirtækja í erlendri eigu mælist sem gjöld í viðskiptajöfnuði.

Aukinn útflutningur eldisfisks skýrir einnig hluta vaxtarins í öðrum útflutningi og hafði hann tvöfaldast frá árinu 2019. Þá jókst lyfjaútflutningur nokkuð á seinni hluta ársins 2022.

Jöfnuður frumþáttatekna snerist úr methalla í metafgang innan ársins

Nánast samfelldur afgangur mældist á jöfnuði frumþáttatekna og rekstrarframlaga frá lokum árs 2015 til ársins 2021 en þá snerist hann í halla. Hallinn jókst töluvert árið 2022 og á öðrum fjórðungi ársins mældist mesti halli í áratug. Methalli snerist aftur á móti yfir í mesta afgang sem mælt hefur síðan 2010 undir lok ársins. Þessar miklu sveiflur á jöfnuði frumþáttatekna skýrast einkum af breytingum á arðsemi beinnar erlendar fjárfestingar (mynd III-9). Arðsemin hefur þróast í takt við afkomu innlendra félaga í erlendra eigu, einkum ál- og kísilfyrirtækja, sem hefur sveiflast mikið undanfarin misseri samhliða breytingum ál- og hrávöruverðs í kjölfar heimsfaraldurs og innrásar Rússa í Úkraínu. Þá jókst tap lyfjafyrirtækja töluvert á ný undir lok árs 2022. Minni sveiflur hafa verið í afkomu fyrirtækja Íslendinga erlendis. Á árinu í heild mældist halli á jöfnuði frumþáttatekna og rekstrarframlaga sem nam 1,6% af VLF, sá mesti síðan árið 2015.

Vaxtatekjur af erlendum eignum hækkuðu jafnt og þétt á árinu 2022 samhliða hækkuðu vaxta erlendis og því jukust hreinar erlendar vaxtatekjur, einkum á seinni helmingi ársins. Hrein rekstrarframlög jukust einnig nokkuð á árinu 2022 sem má m.a. rekja til aukins flutnings launatekna erlends vinnuafis á Íslandi til útlanda samhliða auknum efnahagsbata og þeim vexti erlends vinnuafis sem honum hefur fylgt.



Rammagrein 1

Hámark á gjaldeyriseignir lífeyrissjóða hækkar

Í mars 2023 samþykkti Alþingi breytingar á lögum um skyldu-tryggingu lífeyrisréttinda og starfsemi lífeyrissjóða sem fela í sér hækkuð lagalegs hámarks gjaldeyriseigna lífeyrissjóða.¹ Þegar lögini voru upphaflega sett árið 1997 var hámark á gjaldeyrissáttu lífeyrissjóðanna 40% af hreinni eign þeirra til greiðslu lífeyris. Þremur árum síðar var hámarkið hækkað í 50%. Með breytingunni sem samþykkt var í mars sl. hækkar hlutfallið í 65% af heildareignum í skrefum frá og með janúar 2024 og fram til ársins 2036.²

Legið hefur fyrir um nokkurt skeið að lífeyrissjóðirnir væru orðnir afar fyrirferðarmiklir á innlendum eignamarkaði. Í Kauphöll Íslands (aðallista) eru skráð 24 félög. Heildarmarkaðsvirði þeirra var 53% af landsframleiðslu

í árslok 2022 og voru um 40% af heildarmarkaðsvirði félaganna í eigu lífeyrissjóðanna og er þá ekki tekið tillit til eignarhalds lífeyrissjóða í gegnum sjóði. Það sama má segja um skuldabréfamarkaðinn þar sem heildarmarkaðsvirði útgefina skuldabréfa með mikinn seljanleika, s.s. ríkisskuldabréf, var um 30% af landsframleiðslu og tæplega 40% voru í eigu lífeyrissjóða.

Losun gjaldeyrishafta og gjaldeyrissinnflæði síðustu ára, m.a. vegna fjárfestingar erlendra aðila hér á landi og afgangss af utanríkisviðskiptum, skapaði skilyrði fyrir lífeyrissjóðina til að auka áhættudreifingu í eignasafni sínu og hafa flestir þeirra aukið hlutfall erlendra eigna af heildareignum. Gjaldreysiseignir sjóðanna eru hins vegar mismiklar í hlutfalli við heildareignir þeirra (sjá mynd 1). Í lok árs 2022 voru 8 af 21 sjóði við innri viðmið um hlutfall gjaldreysiseigna af heildareignum, eða innan við 2 prósentum frá því, þar af einn

1. Sjá lög nr. 129/1997: <https://www.althingi.is/alttext/153/s/1378.html>
2. Hlutfallið hækkar um 1,5 prósentu á ári fyrstu fjögur árin en um 1 prósentu eftir það, þangað til það nær 65% markinu.

af þremur stærstu sjóðunum.³ Því var metið nauðsynlegt að draga úr líkum á ruðningsáhrifum lífeyrissjóðanna á innlenda eignamarkaði í framtíðinni með því að létta á takmörkunum á gjaldeyrisáhættu sjóðanna og bæta um leið möguleika þeirra á að dreifa áhættu í eignasafninu.

Í lok árs 2022 voru heildareignir sjóðanna ríflega 6.600 ma.kr. (175% af landsframleiðslu) og þar af voru erlendar eignir liðlega þriðjungur, nær eingöngu í hlutdeildarskírteinum. Hlutfall erlendraigna af heildareignum sjóðanna hefur hækkað jafnt og þétt frá aldamótum, þó með hléum og á köflum hafa sjóðirnir notast við afleiðusamninga til að draga úr gjaldeyrisáhættu sinni.⁴

Við mat á heildaráhrifum af erlendra fjárfestingu lífeyrissjóðanna á greiðslujöfnuð og gjaldeyrismarkað verður að horfa til þess að þrátt fyrir að íslenska þjóðin sé að eldast er enn verulegt innflæði í sjóðina. Ráðstöfunarfé, þ.e. iðgjöld að frádregnum lífeyrisgreiðslum og rekstrarkostnaði er jákvætt um 100 ma.kr. árlega og áætlað er að það verði það fram á miðja þessa öld eða lengur. Gjalddeyrisáhrif lífeyrissjóðanna hafa verið áþekkt ráðstöfunarfé sjóðanna síðustu ár, ef litið er fram hjá gjaldeyrisviðskiptum þeirra á tímum COVID-19-farsóttarinnar, og munu líklega verða það áfram. Þegar fram í sækir mun flæði sjóðanna hins vegar snúast við, þar sem ávöxtun og höfuðstóll erlendraigna verða notuð til lífeyrisgreiðslna, og lífeyrissjóðirnir verða hreinir seljendur gjaldeyris.

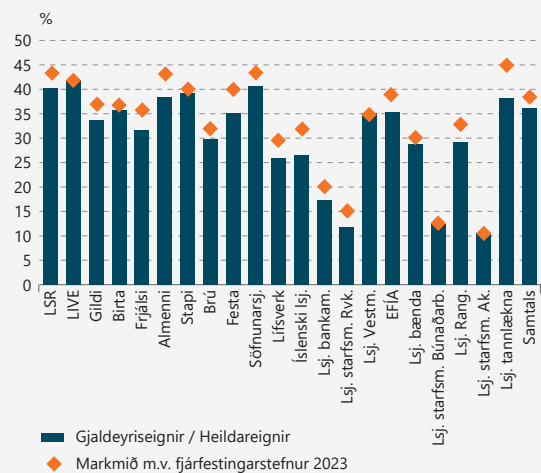
Á meðan sjóðirnir nýta aukið svigrúm til erlendra fjárfestinga verður raungengið veikara en ella sem skapar þá svigrúm í greiðslujöfnuði fyrir þessar fjárfestingar með hagfelldari viðskiptajöfnuði. Á móti kemur að þegar flæðið snýst við og sjóðirnir draga úr erlendra nýfjárfestingu sinni verður fjármagnsinnstreymi til landsins og raungengi hærra en annars hefði verið og viðskiptajöfnuður óhagstæðari.⁵

- Sögulega hafa innri viðmið lífeyrissjóðanna verið nokkuð lægri en hámarkið í lögum þannig að ófyrirséðir atburðir eins og miklar gengis- og verðbreytingar fleyti þeim ekki yfir hámarkið. Með laga-breytingunni í ár þurfa lífeyrissjóðirnir aftur á móti ekki að bregðast við slíkum breytingum og mega rjúfa hlutfallið vegna gengis- og verðbreytinga. Sjóðirnir mega hins vegar ekki auka við gjaldmiðla-áhættu sína með viðskiptum á meðan þeir eru fyrir ofan hámarkið.
- Lífeyrissjóðirnir beittu aðallega afleiðusamningum til að draga úr gjaldeyrisáhættu sinni árin 2006-2008 en hafa ekki gert það frá fjármálaáfallinu 2008. Lífeyrissjóðirnir gætu þó beitt þeim í auknum mæli á komandi árum en með lagabreytingunni var einnig liðkað til fyrir afleiðuviðskiptum sjóðanna og heimildir þeirra gerðar skýrari. Í því samhengi verður hins vegar að nefna að lífeyrissjóðir eru langtímafjárfestar og gjaldeyrisvarnir til skamms tíma dýrar. Sjóðir sem vörðu stóran hluta af erlendum eignum sínum fyrir hækkan á gengi krónunnar stuttu fyrir fjármálaáfallið 2008 töpuðu auk þess verulega á gengislækkun krónunnar.
- Sjá nánar skýrslu Más Guðmundssonar (2022), *Takmarkanir á gjaldmiðlaáhættu lífeyrissjóða*.

Horft til síðustu þriggja ára hefur erlent verðbrefasafn lífeyrissjóðanna haft jákvæð áhrif á viðskiptajöfnuð sem nemur 39,5 ma.kr. árlega, þ.e. vegna arðgreiðslna. Verð- og gengisbreytingar af eignasafninu hafa auk þess bætt hreina erlenda stöðu um 4,7% af landsframleiðslu á ári að meðaltali síðastliðin 5 ár.

Mynd 1

Eignir lífeyrissjóða í erlendum gjaldmiðlum í hlutfalli við heildareignir í árslok 2022¹



1. Vegið meðaltal samtrygginga- og séreignadeilda eftir atvikum. Lífeyrissjóðum er raðað í stærðaröð m.v. heildareignir.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Gjalddeyrisáhrif lífeyrissjóða sem hlutfall af heildareignum

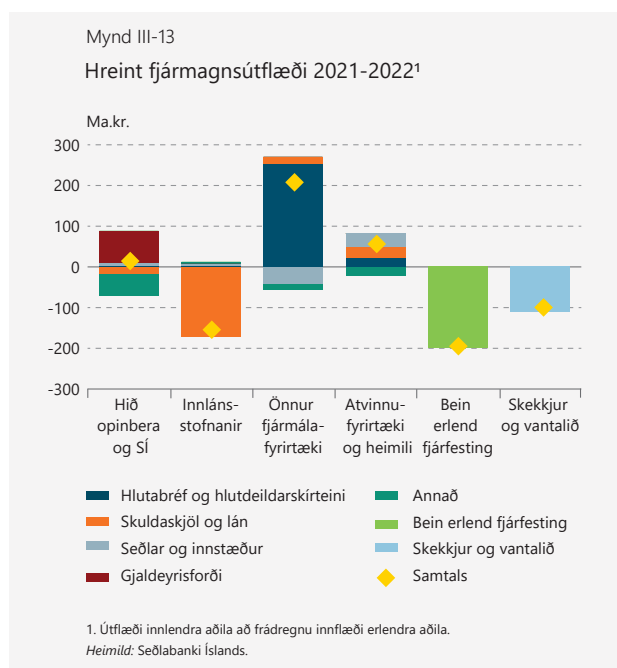


Heimild: Seðlabanki Íslands.

2022. Hallinn var einkum fjármagnaður með auknum skuldum einkaaðila (mynd III-12). Hrein eignamyndun þeirra var því neikvæð um 3% af VLF árið 2021 og annað eins árið 2022.

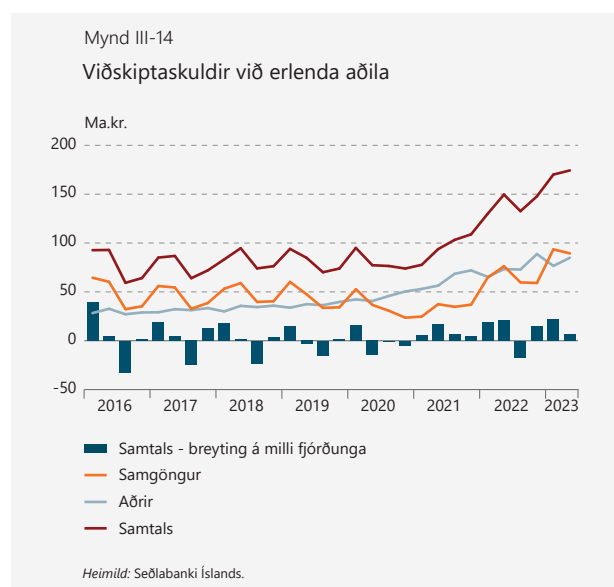


Aukningu skulda einkaaðila (vegna fjármagnshreyfinga) árin 2021 og 2022 má aðallega skýra með aukinni erlendri fjármögnun fjármálafyrirtækja á tímabilinu. Þá var auk þess mikið innflæði vegna beinnar fjárfestingar erlendra aðila hér á landi eins og fyrr var nefnt en einnig vegna endurfjárfests hagnaðar af innlendum dótturfélögum erlendra fyrirtækja, aðallega alþjóðlegra álfyrirtækja (mynd III-13).



Erlendar skuldir innlendra atvinnufyrirtækja drögust saman á tímabilinu, að megninu til vegna verðbréfa-

viðskipta erlendra aðila sem rakin eru hér að framan og niðurgreiðslu erlendra skulda. Viðskiptaskuldir fyrirtækja við erlenda aðila hafa hins vegar aukist nokkuð síðastliðin tvö ár (mynd III-14). Sögulega hafa þær sveiflast með breytingum í ferðapjónustunni en stór hluti þeirra er vegna fyrirtækja í samgöngum, sér í lagi flugfélaga. Skuldarnar hafa aukist á fyrri árhelmingi þegar ferðamenn bóka flugmiða en lækkað skarpt á þriðja ársfjórðungi að loknu ferðalagi. Vegna ferðatakmarkana í COVID-19-farsóttinni drógust viðskiptaskuldir flugfélaga verulega saman. Þær hafa hins vegar aukist á nýjan leik með aukinni ferðapjónustu og eru nokkrum hærrí nú en fyrir farsóttina. Viðskiptaskuldir annarra atvinnufyrirtækja hafa einnig aukist síðustu ár en stóran hluta af aukningunni má rekja til þess að skuldarnar eru að hluta áætlaðar út frá innflutningi á vöru og þjónustu, sem hefur vaxið verulega. Viðskiptaskuldir hafa því um það bil tvöfaldast á síðustu tveimur árum.

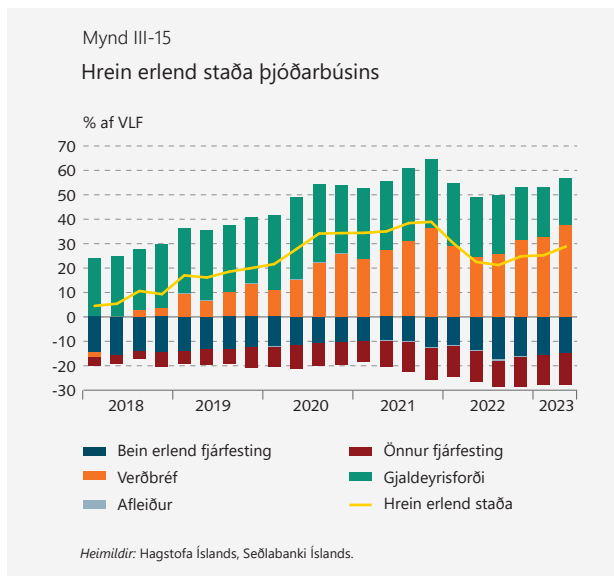


Erlend eignamyndun hins opinbera, sem samanstendur hér af ríkissjóði og Seðlabanka Íslands, var lítillega neikvæð árið 2021 (mynd III-12), einkum vegna minnkunar gjaldeyrisforðans sem skýrist af gjaldeyrisinngripum Seðlabankans og reglubundinni gjaldeyris sölu í faraldrinum. Yfir árið 2021 í heild stækkaði þó forðinn um tæplega 5% af VLF en erlendu skuldarnar jukust samhlíða um sömu fjárhæð, aðallega vegna erlendar markaðsskuldabréfaútgáfu ríkissjóðs og úthlutunar Alþjóðagjaldeyrisjóðsins á sérstökum dráttarréttindum til Seðlabankans. Árið 2022 var hrein eignamyndun hins opinbera aftur á móti jákvæð þar sem ríkissjóður greiddi niður erlend markaðsskuldabréf fyrir ríflega 2% af VLF.

Erlend staða þjóðarbúsins

Hrein erlend staða hreyfist með eignamörkuðum

Um mitt ár 2023 voru erlendar eignir innlendra aðila meiri en eignir erlendra aðila hér á landi og hrein staða við útlönd því jákvæð um 29% af VLF (mynd III-15). Staðan batnaði svo til samfellt frá fjármálaáfallinu 2008 til ársloka 2021 þegar hún var 39% af VLF og hafði sjaldan verið jafn hagstæð í Íslandssögunni. Lágir vextir og gnægð lausafjár leiddu til mikilla verðhækkana á eignamörkuðum víða um heim og jókst hrein verðbræfaeign þjóðarbúsins 2020 og 2021 verulega. Óvissa vegna farsóttarinnar leiddi til þess að fjárfestar sóttu almennt í öruggar eignir eins og bandarísk ríkisskuldabréf. Sala erlendra aðila á innlendum ríkisskuldabréfum og skráðum hlutabréfum fyrir um 3,4% af VLF lækkaði því verðbræfastöðu þeirra.



Eftir því sem leið á árið 2022 varð ljóst að verðbólga yrði þrálátari á heimsvísu en vænst hafði verið. Seðlabankar hækkuðu vexti og örvunaraðgerðir stjórnvalda vegna COVID-19-faraldursins runnu sitt skeið víðast hvar. Verðbréf lækkuðu því verulega í verði á árinu 2022. Heimsvísitala hlutabréfa MSCI lækkaði til að mynda um ríflega fjórðung á fyrstu þremur ársfjórðungunum, og hrein erlend staða þjóðarbúsins líka, eða um 18% af VLF. Veiking krónunnar um ríflega 5% á fjórða ársfjórðungi vann hins vegar á móti og lækkaði hrein erlend staða því minna á árinu í heild eða um 14% af VLF. Á fyrri árshelmingi 2023 hækkaði staðan svo um 4% af VLF, aðallega vegna verðhækkana á erlendum verðbréfamörkuðum en samtímis lækkaði verð innlendra verðbréfa.

Jákvæð hrein erlend staða vegna gjaldeyrisforða og mikillar verðbræfaeignar lífeyrissjóða

Hrein erlend staða þjóðarbúsins sundurliðuð eftir helstu aðilum sýnir að jákvæða erlenda stöðu má einna helst rekja til erlends eignasafns lífeyrissjóða en hrein erlend staða þeirra var jákvæð um 57% af VLF í lok annars ársfjórðungs í ár (tafla III-1). Erlend fjárfesting lífeyrissjóða ásamt verðhækkunum erlendra verðbréfa skýrir að verulegu leyti hækkandi verðbræfastöðu þjóðarbúsins síðustu ár.

Tafla III-1 Niðurbrot á hreinni erlendri stöðu í lok 2. ársfj. 2023

% af VLF	Erlendar eignir	Erlendar skuldir	Hrein staða
Lífeyrissjóðir	63	7	57
Hið opinbera og SÍ	20	9	11
Bein fjárfesting sértækra félaga	1	1	0
Fyrirtæki sveitarfélaga	0	1	-1
Bein fjárfesting lyfjafyrirtækja	3	5	-2
Aðrir aðilar	15	18	-3
Ríkisfyrirtæki	0	5	-5
Bein fjárfesting annarra aðila	13	19	-6
Bein fjárfesting stóriðju	1	9	-8
Innlánsstofnanir	12	26	-14
Samtals	129	100	29

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Samanlögð hrein staða hins opinbera, þ.e. ríkissjóðs og Seðlabanka Íslands, var jákvæð um 12% af VLF í lok annars ársfjórðungs í ár, aðallega vegna gjaldeyrisforða Seðlabanka Íslands en fjármögnun forðans með erlendri skuldabréfaútgáfu ríkissjóðs vegur á móti og sömuleiðis eign erlendra aðila í ríkisskuldabréfum. Hins vegar var hrein staða fyrirtækja í eigu ríkisins og sveitarfélaga, aðallega orkufyrirtækja, neikvæð um 6% af VLF, en eignir þeirra eru nær einvörðungu innlendar en starfsemin að hluta fjármögnuð erlendis frá.

Þá var hrein erlend staða innlánsstofnana neikvæð um 14% af VLF, meðal annars vegna þess að viðskiptabankar fjármagna gjaldeyrisútlán til innlendra aðila með skuldabréfaútgáfu erlendis, fyrst og fremst til útflutningsfyrirtækja og annara fyrirtækja með tekjur í erlendum gjaldmiðlum. Þrátt fyrir að erlend staða bankanna sé neikvæð var hrein gjaldeyrisstaða þeirra í jafnvægi og í samræmi við reglur Seðlabanka Íslands um að gjaldmiðlamisvægi á efnahagsreikningi megi ekki vera meira en 10% af eiginfjárgrunni.

Staða beinnar fjárfestingar var neikvæð um 16% af VLF en staðan er verulega lituð af fjármagnsskipan fárra alþjóðlegra fyrirtækja með starfsemi hér á landi, til að mynda álfyrirtækja og fyrirtækja í lyfjaiðnaði.

Lægra gengi krónunnar bætir hreina erlenda stöðu

Erlendar eignir þjóðarbúsins voru 5.193 ma.kr. (129% af VLF) í lok annars fjórðungs 2023 og erlendar skuldir 4.035 ma.kr. (100% af VLF). Erlendar eignir voru að miklu leyti í erlendum gjaldmiðlum en um 17% af skuldunum voru í íslenskum krónum, aðallega lífeyrisskuldbindingar við erlenda aðila, eign erlendra aðila í innlendum verðbréfum og vegna beinnar fjárfestingar erlendra aðila hér á landi. Samsetning erlendar stöðu þjóðarbúsins er þannig að hrein erlend staða batnar um 4% af VLF við 10% lækkun á gengi krónunnar, að öðru óbreyttu.

Tafla III-2 Myntskipting erlendra skulda í lok 2. ársfj. 2023

Ma.kr.	ISK	FX	Samtals
Bein fjárfesting - eigið fé	63	727	790
Bein fjárfesting - lánaskuldir	49	562	611
VBR - Hlutabréf	135	148	283
VBR - Hlutdeildarskírteini	11	0	11
VBR - Ríkisskuldabréf og HFF bréf	49	0	49
VBR - Skuldabréf útgefin af ILST	6	763	768
VBR - Skuldaskjöl önnur	1	99	101
VBR - Innstæðubréf CBI2016	0	0	0
Afleiður	0	25	25
Innstæður í ILST	74	69	143
Innstæður í SÍ	2	0	2
Lán atvinnufyrirtækja	36	414	450
Lán ILST	0	50	50
Lán annarra	0	1	1
Lífeyrisskuld	265	0	265
Viðskiptaskuldir	0	174	174
Mótvirði SDR	0	76	76
Aðrar skuldir	0	233	234
Samtals	691	3.343	4.035

Heimild: Seðlabanki Íslands.

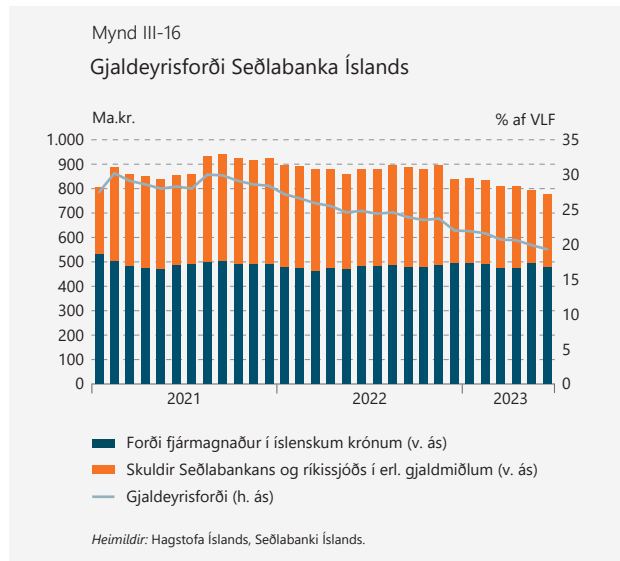
Gjaldeyrisforði Seðlabanka Íslands

Gjaldeyrisforðinn hefur minnkað en mælist rúmur miðað við helstu forðaviðmið

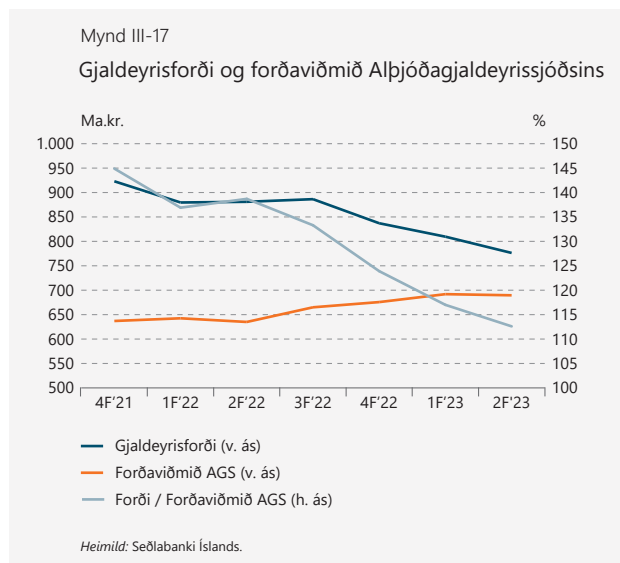
Gjaldeyrisforði Seðlabanka Íslands nam 776 ma.kr. um mitt ár 2023 eða 19% af VLF (mynd III-16). Gjaldeyrisforðinn hefur minnkað um 10% af VLF frá árslokum 2021 og má aðallega rekja til afborgana og endurkaupa á erlendum skuldum ríkissjóðs. Gengis- og verðbreytingar hafa auk þess minnkað forðann. Gjaldeyrisforðinn hefur því ekki haldið í við vöxt landsframleiðslunnar undanfarin misseri.

Gjaldeyrisforðinn var um 113% af samsettu forðaviðmiði Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um mitt ár 2023 en sjóðurinn mælir með að hlutfallið liggja á bilinu 100 til 150%, háð aðstæðum hverju sinni.⁶ Til samanburðar var

6. Forðaviðmið AGS er samsett úr 5% af útflutningi, 5% af peningamagni í umferð, 30% af erlendum skammtímaskuldum og 15% af öðrum erlendum skuldum (án beinnar fjárfestingar erlendra aðila).



hlutfallið við efri viðmið sjóðsins fyrir farsóttina. Hlutfall forða og erlendra skammtímaskulda var 139% og dugði forðinn fyrir um 5 mánaða innflutningi vöru og þjónustu. Til samanburðar var forðinn 187% af skammtímaskuldum í lok árs 2021 og dugði fyrir tæplega 9 mánaða innflutningi.



Þrátt fyrir minnkun gjaldeyrisforðans er hann enn yfir helstu forðaviðmiðum. Auðseljanlegar krónueignir erlendra aðila nema aðeins 3,2% af VLF eða 16% af gjaldeyrisforðanum og hafa lítið sem ekkert breyst í hlutfalli við landsframleiðslu síðastliðin tvö ár.

Lánshæfiseinkunnir innlendra aðila hækka

Lánshæfiseinkunn ríkissjóðs Íslands hækkaði þegar losað var um fjármagnshöftin snemma árs 2017 í A/A2 af Fitch Ratings og Standard & Poor's. Moody's hækkaði ríkissjóð í sama flokk tveimur árum síðar. Einkunn ríkissjóðs setur þak á lánshæfiseinkunn annarra innlendra aðila á alþjóðlegum mörkuðum. Síðan 2017 hafa

skuldir hins opinbera lækkað um 3½ prósentur í 69% af VLF í lok árs 2022 og erlendar skuldir þjóðarbúsins lækkað um 13% af VLF. Tvö af þremur matsfyrirtækjum sem gefa út lánsþæfiseinkunn fyrir ríkissjóð hafa breytt horfum fyrir lánsþæfi ríkisins úr stöðugum í jákvæðar, m.a. vegna þess að dregið hefur úr hallarekstri ríkissjóðs og skuldahlutfallið hefur lækkað. Í kjölfarið var horfum fyrir lánsþæfi Landsvirkjunar breytt úr stöðugum í jákvæðar og var lánsþæfiseinkunn fyrirtækisins staðfest í BBB+ en félagið hækkaði um þrep á miðju ári 2021. Lánsþæfiseinkunnir viðskiptabankanna hafa hins vegar hækkað nýlega en hæsta einkunn innlends viðskiptabanka er A3, einu þrepi fyrir neðan ríkissjóð Íslands.

Erlendar skuldir þjóðarbúsins

Erlendar skuldir hafa hækkað í krónum talið en lækkað í hlutfalli við landsframleiðslu

Erlendar skuldir þjóðarbúsins voru 100% af VLF í lok annars ársfjórðungs í ár. Þar af voru erlendar skuldir með þekktan greiðsluferil (e. net external debt) 73% af VLF.⁷ Erlendar skuldir hafa hækkað um 546 ma.kr. frá árslokum 2020 eða um ríflega 15% en lækkað um 19 prósentur sem hlutfall af VLF. Hækkun erlendra skulda má rekja til fjármagnsviðskipta en hreint fjármagnsinnflæði erlendra aðila nam 615 ma.kr. á tímabilinu. Aðrar hreyfingar lækkuðu erlendar skuldir um 69 ma.kr., aðallega gengis- og verðbreytingar. Þá hefur gjaldmiðlasamsetning erlendra skulda breyst nokkuð. Um mitt ár 2023 var 17% skulda í krónum og hafði hlutfallið lækkað um 7 prósentur frá árslokum 2020.

Afborgunarferill erlendra langtímaskulda

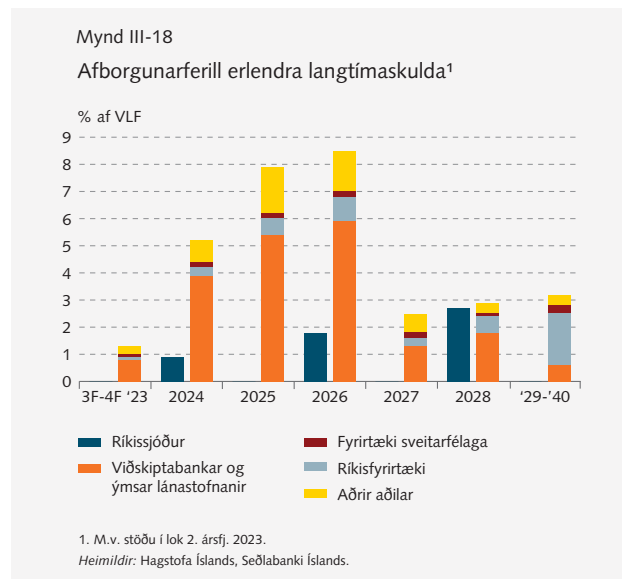
Erlendar langtímaskuldir innlendra aðila, þ.e. markaðsskuldabréf útgefin erlendis og bein lántaka, voru 38% af VLF í lok annars fjórðungs 2023. Mestur hluti þeirra eru skuldir viðskiptabanka sem námu 20% af VLF. Erlendar skuldir ríkissjóðs og fyrirtækja í eigu hins opinbera voru 12% af VLF.

Markaðskjör hafa versnað samhliða hækkun vaxta og heldur hefur dregið úr útgáfum erlendra markaðsskuldabréfa frá því að hún var hvað mest árið 2021. Erlend markaðsskuldabréf ríkissjóðs eru á gjalddaga annað hvert ár en frá árslokum 2021 nema afborganir og endurkaup á þeim 3,2% af VLF. Ríkissjóður gaf síðast út skuldabréf á erlendum markaði í febrúar 2021. Erlendar skuldir ríkissjóðs hafa því lækkað sem nemur um það bil þriðjungj á einu og hálfu ári.

Erlendar skuldir fyrirtækja í eigu hins opinbera (einkum orkufyrirtæki) hafa sömuleiðis lækkað undanfarið, þó ekki í sama mæli. Í lok annars ársfjórðungs 2023 var ríflega helmingur af erlendum skuldum þeirra í formi lánveitinga frá erlendum fjármálfyrirtækjum og aðeins um 30% af skuldunum voru á gjalddaga á næstu þremur árum.

Erlend langtímafjármögnun viðskiptabanka var um helmingur af erlendri markaðsútgáfu og lántöku þjóðarbúsins um mitt ár 2023. Var hún um 15% af heildarfjármögnun bankanna og ríflega 120% af gjaldreyrisútlánnum til viðskiptavina. Þá hafa bankarnir nýtt erlendar skuldabréfaútgáfu til að styrkja lausafjárstöðu sína og til að uppfylla MREL-kröfur þar sem innlendir markaður fyrir hæfar MREL skuldbindingar er sem stendur ekki nægilega stór.

Erlend skuldabréf bankanna eru að jafnaði gefin út til 2-5 ára í senn, háð markaðsaðstæðum hverju sinni. Bankarnir fjármagna sig ýmist í evrum (70% af heild), Bandaríkjadal (6%) eða gjaldmiðlum Norðurlandanna (24%). Um mitt ár 2023 voru um 70% af erlendum langtímaskuldum viðskiptabankanna á gjalddaga á næstu þremur árum (mynd III-18).



Eftir því sem þrengdi að á erlendum fjármagnsmörkuðum á miðju ári í fyrra, þ.e. þegar óvissan jókst og álag á skuldabréf bankanna hækkaði, sóttu bankarnir í auknum mæli í skammtímafjármögnun með endurhverfum viðskiptum við erlenda viðskiptabanka, meðal annars til að viðhalda sterkri lausafjárstöðu. Hluti af skuldabréfaútgáfu ársins í fyrra var því ekki seldur til erlendra aðila heldur nýttur til endurhverfra viðskipta. Samningarnir eru á gjalddaga á næstu sex mánuðum og námu 6% af langtímaskuldum þeirra í lok annars ársfjórðungs í ár. Til samanburðar voru

7. Erlendar skuldir með þekktan greiðsluferil eru skuldir án hlutabréfa, hlutdeildarskírteina, afleiða og eigin fjár fyrirtækja í beinni fjárfestingu.

afborganir af erlendum skuldum sem voru á gjalddaga árið 2024 um 20% af langtímaskuldum bankanna. Kjör viðskiptabankanna tóku að batna í sumar og í kjölfarið endurfjármögnuðu þeir erlendar langtímaskuldir á gjalddaga árið 2023 að mestu leyti og hluta þess sem er á gjalddaga árið 2024.

Nýjar MREL-kröfur á innlend fjármálafyrirtæki tóku gildi vorið 2022 en þær leggja auknar fjármögnunar-kröfur á stóru viðskiptabankana þrjá (KMB).⁸ Kröfurnar

hafa í för með sér að bankar þurfa að hafa svokallaðar hæfar skuldbindingar til staðar, umfram hefðbundna eiginfjárgerninga. Hæfar skuldbindingar þurfa meðal annars að uppfylla skilyrði um að eftirstöðvatími sé meiri en 12 mánuðir. Miðað við núverandi samsetningu óveðtryggðra skuldabréfaútgáfa bankanna ættu MREL-kröfur að lengja í afborgunarferli erlendra skulda viðskiptabankanna og stuðla að tímanlegri endurfjármögnun.

8. Reglur Seðlabanka Íslands nr. 666/2021.

Mæling á ytri stöðu og greiðslujöfnuði

Ytri staða þjóðarbúsins er gerð upp og birt ársfjórðungslega af Seðlabanka Íslands. Hún samanstendur af greiðslujöfnuði við útlönd og erlendri stöðu þjóðarbúsins. Uppgjör bankans á ytri stöðu er í samræmi við staðal Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (IMF) „Balance of Payments and International Investment Position Manual, 6th edition“ (BPM6). Staðallinn skilgreinir framsetningu, aðferðafræði, verðmat og hugtök.

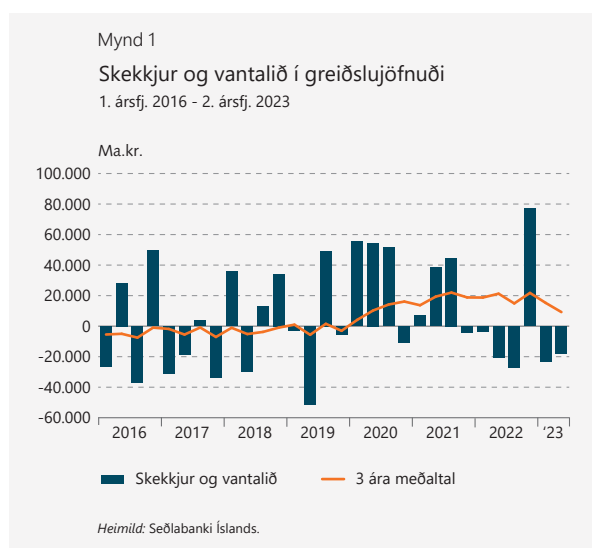
Upplýsingaöflun við uppgjör greiðslujafnaðar er ekki og getur ekki verið fullkomin. Því er jafnan liður í uppgjöriinu sem kallast *skekkiur og vantalið nettó*. Réttmæt krafa er að skekkjuliðurinn sé lítill og ekki viðvarandi jákvæður eða neikvæður til lengri tíma litið. Sveiflur geta þó verið nokkrar á milli tímabila. Á Íslandi voru ekki miklar skekkjur í greiðslujöfnuði frá 2016 til 2019 ef litið er til þriggja ára

meðaltals (Mynd 1). Árin 2020 og 2021 fór meðaltal skekkjuliðar hins vegar hækkandi en tók að lækka á nýjan leik frá öðrum ársfjórðungi 2022.

Ekki er endilega samband á milli hárra gilda fyrir skekkjur og vantalið í greiðslujafnaðaruppgjöri og gæða stöðutalna í erlendri stöðu þjóðarbúsins. Yfirleitt eru stöðutölurnar sem bankinn fær mjög áreiðanlegar. Í sumum tilfellum þar sem upplýsingar um viðskipti liggja ekki fyrir eru fjármagnsjafnaðarfærslur áætlaðar út frá breytingu stöðutalna og þar getur skekkja myndast t.d. vegna gengis- og verðsveiflna eða ónákvæmni meðaltala, þ.e. þegar meðalgengi eða meðalverð ársfjórðungs endurspeglar ekki endilega breytingar á undirliggjandi eignum eða skuldum á viðkomandi tímabili.

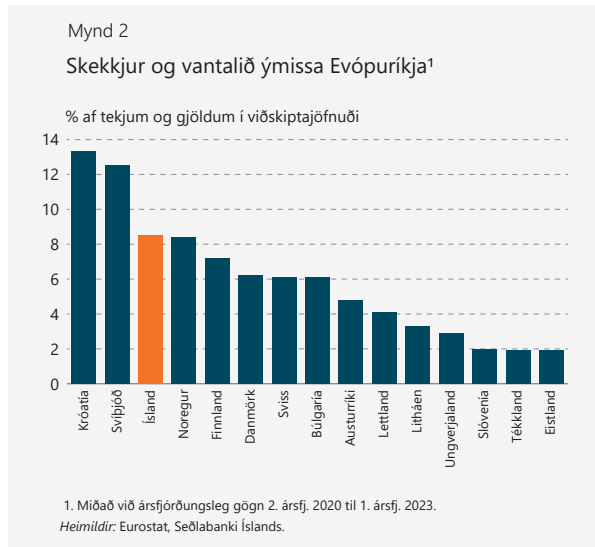
Við samanburð milli þjóða er gagnlegt að bera skekkjur og vantalið saman við meðaltal af tekjum og gjöldum í viðskiptajöfnuði sama ársfjórðungs.¹ Liðurinn skekkjur og vantalið í uppgjöri Seðlabankans er að jafnaði álíka stór og í Noregi og hefur verið að meðaltali 8% af sam- anlögðum tekjum og gjöldum í viðskiptajöfnuði (mynd 2). Norðurlandþjóðirnar ásamt Króatíu eru með frekar miklar skekkjur samanborið við aðrar Evrópuþjóðir.

Í mynd 2 er ekki tekið tillit til hvort skekkjurnar eru jákvæðar eða neikvæðar heldur einungis hvort skekkjur sé að finna í greiðslujafnaðaruppgjöri. Mælikvarðinn í mynd 3 sýnir hins vegar uppsafnaðar skekkjur, hvort sem þær eru jákvæðar eða neikvæðar. Hann sýnir þannig hvort þjóðirnar hafi viðvarandi skekkjur í aðra hvora áttina. Ljóst



1. Summa af tekjum af inn- og útflutningi vöru, þjónustu, frumpáttatekjum og rekstrarframlögum deilt með tveimur.

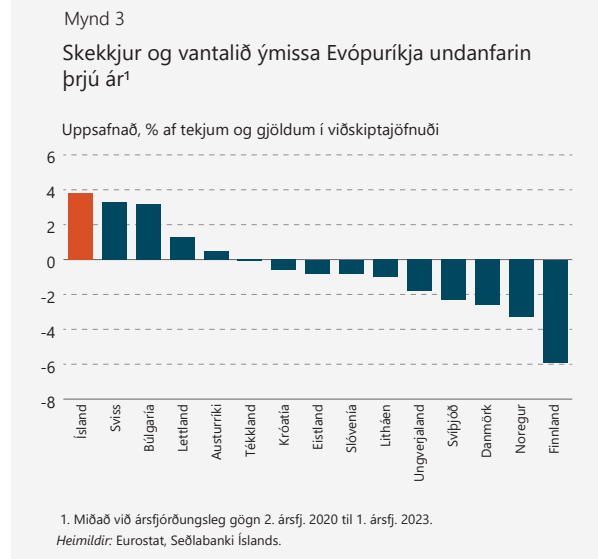
er að Norðurlandþjóðir eru með hvað mestar skekkjur á hvorn mælikvarðann sem er. Aftur á móti sýnir uppsafnaði mælikvarðinn að skekkjur á Íslandi eru viðvarandi jákvæðar á meðan aðrar Norðurlandþjóðir eru með viðvarandi neikvæðar skekkjur og eru þær mestar í Finnlandi. Viðvarandi jákvæðar skekkjur geta bent til að tekjur í viðskiptajöfnuði séu vanmetnar eða gjöld ofmetin, einnig að hækkun eigna í fjármagnsjöfnuði sé ofmetin eða hækkun skulda vanmetin. Öfugt er farið með viðvarandi neikvæðar skekkjur.



Ýmislegt getur skýrt skekkjur og vantalíð. Mikilvægt er að hafa í huga að stór hluti erlendra viðskipta evruþjóða fer fram í evrum og því eru áhrif gengissveiflna minni en hjá þjóðum með sjálfstæðan gjaldmiðil og líkurnar á skekkjum þar af leiðandi minni. Flestar þeirra þjóða sem hafa hátt hlutfall skekkna voru með sjálfstæðan gjaldmiðil á því tímabili sem talnaefnið nær til.²

Seðlabankinn stendur frammi fyrir ýmsum áskorunum þegar kemur að mælingu á ytri stöðu. Þýðið fyrir mælinguna samanstendur af öllum innlendum aðilum sem stunda viðskipti við erlenda aðila og þeir skipta þúsundum. Viðskiptin eru af ýmsum toga, bæði stór og smá. Viðamest eru viðskipti tengd beinni fjárfestingu og verðbréfafjárfestingu en þar undir eru flestir aðilar og viðskipti sem bankinn safnar upplýsingum um. Einnig safnar bankinn upplýsingum frá aðilum sem hafa fengið bankalán frá erlendum lánastofnunum, eiga erlenda bankareikninga, stunda afleiðuviðskipti eða hafa viðskiptakröfur og skuldir með erlenda mótaðila á bókum sínum. Að auki eru aðilar sem senda styrki til þróunarstarfa, fá styrki eða laun erlendis frá eða hafa milli-göngu um erlendan séreignalífeyri hluti af þýðinu. Vöru- og þjónustuviðskipti eru mæld af Hagstofu Íslands.

2 Króaía gekk í myntsamstarf Evrópu 1. janúar 2023.



Vægi ofangreindra viðskipta er mjög mismunandi og helst það í hendur við tíðni mælinga. Meginreglan er að því meira sem vægi er í ytri stöðu því hærra er tíðni mælinga. Einnig er horft til umfangs viðskipta hvers aðila. Stundi aðili umfangsmikil viðskipti er nauðsynlegt að fá tíðari upplýsingar. Minni aðilar senda upplýsingar sjaldnar t.d. árlega. Reglan er ekki algild og tekur meðal annars mið af aðgengi að gögnum og eðli viðskiptanna. Mest af þeim gögnum sem Seðlabankinn notar eru á ársfjórðungslegri tíðni en sum eru mánaðarleg eða árleg. Aðilum sem hafa mjög lítið vægi í erlendri stöðu er hlíft við tíðri upplýsingagjöf. Með þessu móti hugar bankinn að hóflegu álagi á skilaaðila.

Í nalgun sinni beitir Seðlabankinn að mestu svokallaðri heildartalningu (e. census) við mælinguna. Það hentar vel í minni hagkerfum eins og því íslenska þar sem auðveldara er að ná til alls þýðisins. Hjá mörgum stærri þjóðum tíðkast að taka úrtak og fá þannig upplýsingar frá hluta þeirra sem stunda erlend viðskipti. Matsaðferðum er síðan beitt til að fá heildarmynd af ytri stöðu. Kostir og gallar eru við báðar aðferðir. Í grófum dráttum má segja að heildartalning henti betur fyrir smá hagkerfi en úrtaksaðferðin sé betri fyrir þau stóru. Sé úrtaksaðferð beitt getur ýmislegt haft áhrif á nákvæmni mælinga svo sem úrtaksskekkja, þ.e. þegar úrtak endurspeglar ekki eiginleika þýðisins. Einnig getur verið vandasamt að meta áhrif niðurstöðu úrtaks ef heildarþýðið er ekki þekkt stærð. Aftur á móti getur þessi aðferð gefið betri mynd af greiðslujöfnuði hvað varðar samhengi milli viðskipta- og fjármagnsjafnaðar. Hins vegar getur verið mjög vandasamt að finna rétt úrtak þegar þýðið er lítið og einkenni þess er að fáir aðilar eru hlutfallslega mun stærri en hinir til samans líkt og er á Íslandi.

Hvernig vitum við hvaða aðilar stunda viðskipti við erlenda aðila og tilheyra þannig þýðinu? Seðlabankinn

hefur ýmsar upplýsingar til að styðjast við svo sem upplýsingar úr þjóðskrá, fyrirtækjaskrá, ársreikningum fyrirtækja en einnig hefur bankinn upplýsingar um gjaldeyrisviðskipti. Að auki er stuðst við fréttaflutning um ýmis erlend viðskipti s.s. erlendar lántökur eða beinar fjárfestingar.

Breytilegt getur verið milli tímabila hvaða aðilar falla undir þýðið, sérstaklega þegar mikil gróska er í viðskiptalífinu og fyrirtæki leita meira á erlenda markaði eða í erlendar fjárfestingar. Í einhverjum tilfellum getur verið tímatöf frá því að viðkomandi aðilar hefja erlend viðskipti þar til Seðlabankinn fær upplýsingar um þau. Í sumum tilfellum eru fáir aðilar sem stunda ákveðna tegund viðskipta og því nokkuð öruggt að um góða þekju sé að ræða, þ.e. að bankinn nái til allra aðila. Dæmi um þetta eru aðilar sem hafa milligöngu um erlendan séreignalífeyri, stunda afleiðuviðskipti eða senda styrki til þróunarstarfa. Að sama skapi eru tiltölulega fáir aðilar á íslenskum fjármálamarkaði og því nokkuð auðvelt að fá upplýsingar um viðskipti þeirra við erlenda aðila með reglulegri skýrslugjöf.

Þrátt fyrir ofangreint er ekki þar með sagt að upplýsingarnar gefi hverju sinni fullkomna mynd af ytri stöðu þjóðarbúsins. Það á sérstaklega við um greiðslujöfnuð en þar getur liðurinn skekkjur og vantalið gefið einhverja mynd af gæðum og samræmi milli þeirra upplýsinga sem bankinn hefur úr að spila. Til að skilja þennan lið þarf að útskýra grundvallarreglu í greiðslujöfnuði. Fyrir hver viðskipti eru færðar tvær færslur og á fjárhæð þeirra að vera sú sama. Sem dæmi þá er innflutningur á vörum færður í viðskiptajöfnuð en greiðslan fyrir vörurnar kemur fram í fjármagnsjöfnuði. Samkvæmt aðferðafræði IMF á niðurstaða fjármagnsjafnaðar mínus samtala af niðurstöðu viðskiptajafnaðar og jöfnuði fjárframlaga að vera núll.

Í flestum tilfellum er ómögulegt að para saman þessar tvær viðskiptafærslur. Það sem veldur er að upplýsingarnar koma frá mismunandi aðilum og eru einnig mjög mismunandi í eðli sínu. Sem dæmi þá eiga upplýsingar um vöruinnflutning uppruna sinn í tollakerfi Skattsins, sem Hagstofa Íslands hefur aðgang að við vinnslu upplýsinga um vöruviðskipti, en upplýsingar um greiðslu fyrir vöruna er að finna í færsluyfirliti hjá viðskiptabanka viðkomandi innflutningsaðila. Í báðum tilfellum hefur Seðlabankinn einungis aðgang að upplýsingum á samtöluforni og getur því ekki parað saman viðskiptin. Seðlabankinn hefur einungis upplýsingar frá innlendum aðilum. Því verður enn flóknara að para saman viðskipti ef viðkomandi innflutningsaðili greiðir fyrir innflutning með millifærslu af bankareikningi sem hann á í erlendum banka. Málið vandast enn frekar ef hann fær greiðslufrest frá seljanda og greiðir fyrir vöruna einhverjum mánuðum síðar. Þannig getur verið að innflutningurinn sé

skráður á fyrsta ársfjórðungi af Hagstofunni en greiðslan á öðrum ársfjórðungi. Myndast þá jákvæð skekkja á fyrsta ársfjórðungi en neikvæð á þeim næsta. Að jafnaði ætti slíkur mismunur að jafnast út yfir tíma t.d. ef horft er á greiðslujöfnuð fyrir heilt ár. Aftur á móti getur mikið flökt á gjaldmiðlinum auðveldlega leitt til skekkju þegar tímamunur er á færslunum. Iðulega eru reikningar í milliríkjaviðskiptum gefnir út í erlendri mynt. Sem dæmi, ef vara er flutt inn fyrir milljón evrur á fyrsta ársfjórðungi þegar gengi hennar er 150 krónur skráist 150 m.kr. í innflutning. Hafi gengi krónu aftur á móti styrkst um 10 krónur gagnvart evru þegar kemur að greiðslu fyrir vöruna verður síðari færslan 140 m.kr.

Þar sem hver liður er mældur sjálfstætt með upplýsingum frá mismunandi aðilum eins og lýst er hér að ofan er alltaf til staðar óvissa um hvort tölurnar standist á. Dæmið hér að ofan um innflutning og greiðslu fyrir hann má segja að sé með einfaldari viðskiptum sem skráð eru í greiðslujöfnuð. Erend viðskipti aðila urðu einfaldari og drógust nokkuð mikið saman eftir hrun viðskiptabankanna árið 2008. Eftir endanlega losun gjaldeyrishafta árið 2018 hafa innlend fyrirtæki aukið fjölbreytileika í erlendum viðskiptum. Sem dæmi má nefna að nokkur fyrirtæki hafa tekið upp tvíhliða skráningar hlutabréfa sinna á markaði. Viðskipti með hlutabréf þeirra fara fram í kauphöllinni hér á landi sem og í kauphöllum erlendis. Seðlabankinn hefur ekki sama aðgengi að upplýsingum um viðskipti sem eiga sér staða utan landsteinanna og þau sem fara fram hér á landi. Flest tvískráðu fyrirtækjanna eru mjög verðmæt í íslensku samhengi og er eignarhlutur erlendra aðila í þeim þó nokkur. Vörsluaðilar bréfanna geta verið hér á landi eða erlendis. Eftir losun gjaldeyrishafta er ekkert því til fyrirstöðu að innlendir aðilar noti erlenda vörsluaðila og hefur það aukist nokkuð. Af þeim sökum er eign erlendra aðila í þessum bréfum mögulega ofmetin þar sem bankinn hefur ekki upplýsingar frá erlendum vörsluaðilum.

Umhverfi beinna fjárfestinga hefur einnig breyst mikið undanfarin ár. Algengara er en áður að bein fjárfesting (hvort sem er innlands aðila í erlendu fyrirtæki eða á hinn veginn) milli landa sé sett upp með flóknum fyrirtækjastrúktúr og þannig útfærð að hún fari frá heimalandi fjárfestis til eins eða fleiri landa áður en eignakeðjan snertir Ísland. Svona er æ oftast búið um hnútana í stórum jafnt sem minni fjárfestingum. Mun ítarlegri upplýsingar þarf um slíka gjörninga og á stundum mjög mikla yfirlegu starfsmanna bankans til að kortleggja viðkomandi viðskipti þannig að þau séu rétt mæld í ytri stöðu þjóðarbúsins. Hafi bankinn ekki allar nauðsynlegar upplýsingar getur það leitt til skekkju í mælingu. Óvíst er hvort skekkjur komi upp á yfirborðið síðar eða ekki. Hins vegar er ljóst að bankinn getur

ekki annað en unnið út frá þeim upplýsingum sem hann aflar og honum eru veittar hverju sinni. Þrátt fyrir mikla leit að villum eða ósamræmi getur það vel gerst að upplýsingar sem bankanum eru veittar séu rangar. Það á við um beinar fjárfestingar sem og önnur gögn.

Seðlabanki Íslands vinnur stöðugt að umbótum og bregst við breyttum aðstæðum sem taka þarf tillit til við mælingu á ytri stöðu. Upplýsingarnar sem hann safnar á grundvelli laga um bankann eru allgóðar. Betur má þó ef duga skal. Bankinn hefur til að mynda ekki lengur aðgang að upplýsingum úr skattframtölum rekstraraðila en þau gögn veittu áður mjög góðar upplýsingar um erlend viðskipti innlendra aðila. Sóknarfæri er einnig í aukinni samvinnu við Hagstofuna sem gæti m.a. tryggt bankanum betri

upplýsingar um inn- og útflytjendur vöru og þjónustu sem þar af leiðandi myndi auðvelda þörun viðskipta í viðskipta- og fjármagnsjöfnuði eins og rætt var hér að framan. Nefna má að hluti af skekkjum í greiðslujafnaðaruppgjörinu frá árinu 2018 skýrist af meðhöndlun hugverka í þjónustujöfnuði. Í febrúar 2023 ákvað Hagstofan að fjarlægja viðskipti vegna notkunar á hugverkum á milli landa úr þjónustuviðskiptagögnum aftur til ársins 2018, bæði í þjónustuinnflutning og útflutningi sem hafði þau áhrif að afgangur á þjónustujöfnuði mælist minni. Brot er því í báðum röðunum fyrir og eftir áramót 2017-2018. Viðskipti þeirra fyrirtækja sem um ræðir voru fjarlægð úr þjónustujöfnuði en eru aftur á móti enn hluti af fjármagnsjöfnuði og búa því til skekkju í uppgjörinu.

Greiðslujafnaðarsviðsmynd 2023-2024



Greiðslujafnaðarlíkan Seðlabankans var þróað til að framreikna greiðslujöfnuð og erlenda stöðu þjóðarbúsins, áætla gjaldeyrisflæði og spá fyrir um þróun viðskipta- og fjármagnsjafnaðar. Líkanið krefst forsendna um þróun mikilvægra þjóðhagsstærða, s.s. vöru- og þjónustujöfnuð og gengi krónunnar, sem fást með þjóðhagslíkani bankans auk fjölda viðbótarforsendna, m.a. um fjármagnsflæði, ávöxtun og vaxtakjör á eignum og skuldum þjóðarbúsins. Hér verður fjallað nánar um forsendurnar sem liggja til grundvallar greiðslujafnaðarsviðsmyndinni sem bankinn hefur dregið upp og greint frá niðurstöðum.

Forsendur greiðslujafnaðarsviðsmyndar

Efnahagshorfur

Til grundvallar greiðslujafnaðarsviðsmyndinni liggur þjóðhagsspá Seðlabankans sem birt var í *Peningamálum* 2023/3. Samkvæmt henni er áætlað að meðalhagvöxtur í helstu viðskiptalöndum Íslands minnki í 1,1% árið 2023 úr 3,2% í fyrra. Þótt það sé vel undir meðalvexti undanfarinna áratuga er það meiri hagvöxtur en áður hafði verið búist við. Áætlað er að verðbólga í viðskiptalöndunum haldi áfram að hjaðna á næstu misserum en verði þó ekki komin niður í 2% fyrr en á fyrri hluta ársins 2025. Talið er að seðlabankavextir helstu viðskiptalanda hafi nú þegar náð hámarki eða að stutt sé í að svo verði. Hins vegar er búist við að vöxtunum verði haldið hærrí á næstu árum en áður var gert ráð fyrir.

Í spánni er gert ráð fyrir að hratt dragi úr efnahagssumsvifum hér á landi. Vöxtur innlestrar eftirspurnar hjaðni úr 6,6% árið 2022 í 1,9% í ár en vaxi á ný í 2,5% á

næsta ári. Hagvöxtur hér á landi gefi því eftir og verði 3,5% í ár og 2,6% á næsta ári. Áætlað er að 2,2 milljónir ferðamanna komi til Íslands á þessu ári en fjöldi þeirra á liðnu sumri var sá næstmesti frá upphafi. Spáð er að útflutningur vaxi um tæplega 5% á þessu ári en að verulega hægi á vexti innflutnings vegna minni fjárfestingarumsvifa, en að jafnaði hefur fjárfesting hæstu hlutdeild í innflutningi af undirliðum landsframléiðslunnar. Búist er við að lítillega bæti í halla á vöru- og þjónustuviðskiptum engu að síður vegna mun verri viðskiptakjara gagnvart útlöndum sem talið er að rýrni um 4% í ár, einkum vegna lækkunar á verði áls, en búist er við að þau standi í stað á næsta ári.¹ Halli á vöru- og þjónustuviðskiptum eykst því úr 0,4% af VLF í fyrra í 1,1% á þessu ári en minnkar

Tafla IV-1 Helstu forsendur sviðsmyndar greiðslujafnaðar

	2021	2022	2023	2024
Erlendir skammtímavextir %	-0,2	1,3	4,5	3,7
Meginvextir Seðlabankans ¹ (%)	1,1	4,2	7,8	
Álag á erlenda evruútgáfu ríkissjóðs (%)	0,7	1,1	1,2	1,0
Álag á erlenda fjármögnun viðskiptabanka (%)	1,0	3,2	3,2	2,7
Gengi krónu ² (breyting í %, hækkan táknað veikingu krónu)	-2,4	-3,0	2,1	-0,4
Hagvöxtur ³ (%)	4,5	7,2	3,5	2,6
Hagvöxtur í viðskiptalöndunum ³ (%)	6,1	3,2	1,1	1,1
Viðskiptakjör vöru- og þjónustu ³ (breyting í %)	3,9	2,4	-4,1	0,1
Vöru- og þjónustujöfnuður ³ (% af VLF)	-2,0	-0,4	-1,1	-0,9

1. Meðaltal meginvaxta á fyrstu níu mánuðum ársins fyrir árið 2023.
2. Vísitala meðalgengis (viðskiptavog þröng). Spá Peningmála 2023/3 fyrir árið 2023 og 2024.
3. Spá *Peningamála* 2023/3 fyrir 2023 og 2024.

Heimildir: Bloomberg, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

1. Að jafnaði leiða 1% lakari viðskiptakjör til þess að vöru- og þjónustujöfnuður versnar varanlega um 0,4% af VLF.

í 0,9% á næsta ári. Í spánni er gert ráð fyrir að gengi krónunnar haldist óbreytt frá núverandi stöðu og styrkist því um 2% að meðaltali á árinu 2023 en haldist óbreytt árið 2024. Áhættuálag á erlendar fjárskuldbindingar innlendra aðila hefur lækkað á nýjan leik eftir töluverðar hækkunarir í fyrra. Áhyggjur af aðgengi þeirra að erlendum fjármálamörkuðum hafa hjaðnað frá því í mars sl. og fjármálaskilyrði batnað á alþjóðlegum mörkuðum. Vaxtaálag hefur lækkað verulega og það hafa innlendir aðilar nýtt sér til að endurfjármagna erlendar skuldarbréfaútgáfur. Vaxtakjörin hafa þó versnað í takt við hækkun seðlabankavaxta og ríkisskuldabréfavaxta um allan heim. Búist er við að fjármögnunarskilyrði ríkissjóðs og íslenskra banka í fjárfestingarflokki batni enn lítillega en álag á bankana haldist töluvert yfir álaginu á ríkissjóð. Erlendir bankar í sambærilegum fjárfestingarflokki hafa einnig orðið fyrir hækkun á álagi sem tengist þeirri óvissu sem mikil hækkun vaxta á skömmum tíma veldur í alþjóðlegri fjármálastarfsemi á sama tíma og skuldsetning bæði einkaaðila og hins opinbera er sögulega mikil víða um heim, gagnstætt því sem er hér á landi.

Óvissa um horfur um gjaldeyrisflæði og ytri stöðu þjóðarbúsins ræðst að miklu leyti af efnahagsþróuninni. Skörp hækkun innlendra vaxta undanfarin misseri gæti dregið hraðar úr umsvifum en búist er við nú og afgangur myndast fyrir af viðskiptum við útlönd en spáð er. Þróun alþjóðlegra fjármálaskilyrða gæti einnig versnað á nýjan leik og álag á erlenda markaðsfjármögnun lækkað sem myndi auka halla á viðskiptum við útlönd til skamms tíma litið. Litlar líkur eru þó á verulegu útlæði fjármagns þar sem staða lausra eigna erlendra aðila í krónum er afar lítil í sögulegu samhengi. Þá er ávallt mikil óvissa um þróun viðskiptakjara. Hægari efnahagsframvinda í Kína gæti haft neikvæð áhrif á þróun hrávöruverðs og hagvaxtarhorfur í viðskiptalöndunum. Að sama skapi gæti hrávöruverð lækkað umfram væntingar ef framboðshnökrar verða t.d. vegna aukinna stríðsátaka og öfgafulls veðurfars (t.d. El Niño) en til viðbótar gætu breytingar á efnahagshorfum í stærstu ríkjum heims og hraðari hjöðnun verðbólgu en búist er við haft áhrif.

Rammagrein 3

Áhættuþættir ytri stöðu

Í litlu og opnu hagkerfi er mikilvægt að heimili, fyrirtæki og fjármálakerfið búi yfir nægum viðnámsþrótti gagnvart sveiflum í greiðslujöfnuði. Það kom berlega í ljós þegar COVID-19-faraldurinn breytti ytri aðstæðum fyrirvaralaust og hafði í för með sér töluverða aðlögun í þjóðarbúskapnum. Þegar faraldurinn skall á var staða þjóðarbúsins sterk. Gjalddeyrisforðinn var stór og skuldir hins opinbera jafnt sem einkaaðila tiltölulega lágar, bæði sögulega og í alþjóðlegum samanburði. Þetta gerði stjórnvöldum mun auðveldara en ella að milda áhrif faraldursins á efnahagslífið.

Fjölmargir þættir geta haft mikil áhrif á ytri stöðu og greiðslujöfnuð í litlu opnu hagkerfi með sjálfstæðan gjaldmiðil sem leitt getur til breytinga á fjárfestingarvilja alþjóðlegra fjárfesta og endurmats á áhættu. Skilgreindir hafa verið nokkrir þættir sem geta gefið vísbendingar um hvort hagkerfi sé berskjaldað gegn eða illa varið fyrir óvæntum breytingum á ytri skilyrðum. Meðal þeirra eru miklar skammtímaskuldir, langvarandi viðskiptahalli og hátt hlutfall skulda í erlendum gjaldmiðli sem geta endurspeglad ósjálfbæran neysluvöxt, eignaverðsbólu eða þverrandi samkeppnishæfni.

Rannsóknir á áhættuþáttum fyrir ytri stöðu sýna að tvær stærðir hafa sérstaklega mikið forspárgildi um yfirvofandi

kreppu: lítil gjalddeyrisforði (kafli III) og umtalsvert frávik raungengis frá jafnvægi, en hraður útlánavöxtur og hratt versnandi viðskiptajöfnuður þykja einnig hafa gott forspárgildi.¹

Tafla 1 Mælikvarðar fyrir ytri stöðu og þjóðarbúið árið 2022¹

Mælieining	Viðskiptajöfnuður	Hrein erlend staða	Raungengi	Hlutdeild útf. í alþjóðaviðsk.	Launa-á framl. einingu
	3 ára meðaltal, % af VLF	% af VLF	3 ára % br.	5 ára % br.	3 ára % br.
Viðmið	-4/6	-35	± 11	-6	12
Gildi fyrir Ísland	-1,4	24,8	-0,6	-26,3	17,3

1. Gögn um hlutdeild útflutnings í alþjóðaviðskiptum eru fyrir árið 2021.

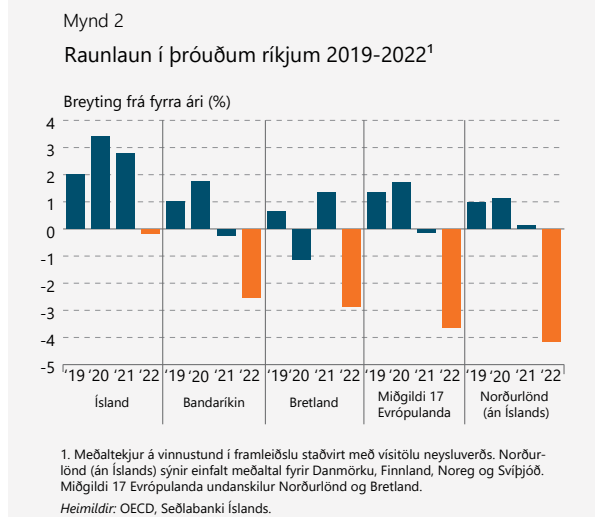
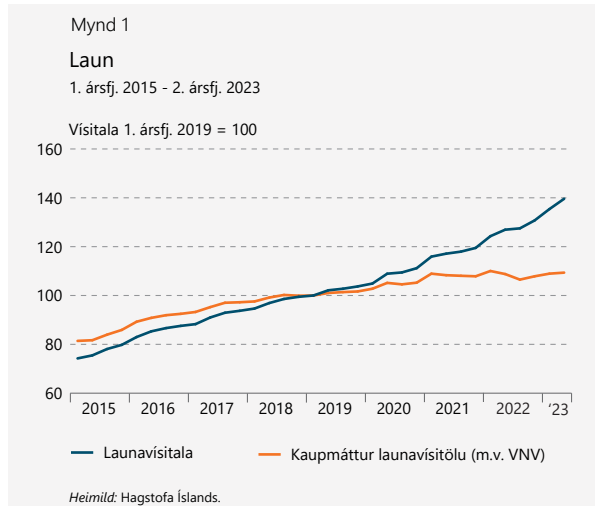
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 1 sýnir nokkra mælikvarða á hvort ójafnvægi er til staðar í ytri stöðu og þjóðarbúinu fyrir Ísland á árinu 2022 ásamt viðmiðunargildum skilgreindum af Eurostat.²

1. Sjá nánar Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2010) „The IMF-FSB Early warning exercise“.
2. Samræmdur mælikvarði Eurostat hannaður til að koma auga á alvarlegt ójafnvægi í þjóðarbúskap landa. Sjá nánar [Macroeconomic Imbalance Procedure \(MIP\)](#).

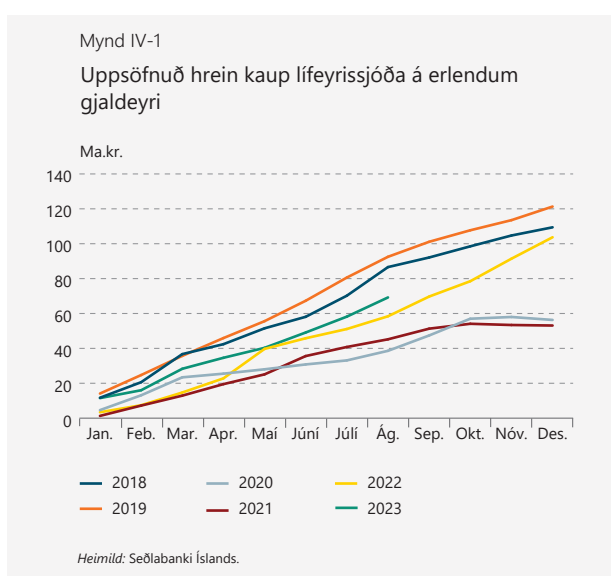
Efnahagsstærðirnar eru af fjölbreyttum toga og eiga að sýna hvort mikil breyting hefur orðið á gjaldeyrisflæði eða ójafnvægi byggst upp í þjóðarþúskapnum. Viðskiptajöfnuður og hrein erlend staða Íslands eru langt innan viðmiðunarmarka og raungengi hefur lítið breyst. Hlutdeild útflutnings í alþjóðaviðskiptum lækkaði mikið í faraldrinum og gætti enn áhrifa þess árið 2021 þegar hún var 26,7% lægri en fimm árum áður. Hins vegar er hækkun launakostnaðar á framleidda einingu langt yfir viðmiðunarmarki Eurostat, þar sem laun hér á landi hafa hækkað mikið undanfarin ár samhliða aukinni verðbólgu og án þess að framleiðni vinnuafis ykist svo nokkru næmi. Launakostnaður á framleidda einingu hækkaði um 7,6% á milli ára í fyrra og hafði þá hækkað um 17,3% frá árinu 2019 sem hefur átt þátt í að snúa viðskiptafganginum yfir í halla. Þrátt fyrir miklar nafnlaunahækkanir jókst kaupmáttur launa ekkert frá 2021 til 2022 þar sem verðlag hækkaði í takt við laun (mynd 1). Frá 2019 til 2021 höfðu raunlaun hækkað talsvert meira en í öðrum þróuðum ríkjum og á árinu 2022 lækkuðu raunlaun miklu meira í öðrum þróuðum ríkjum en á Íslandi eins og skýrt má sjá á mynd 2.

Mikil óvissa ríkir um þróun launakostnaðar á næstunni þar sem gildandi kjarasamningar renna út í byrjun næsta árs. Eftir miklar launahækkanir síðustu ára eru líkur á að launahækkanir umfram framleiðnivöxt endurspeglis í verðbólgu, hafi neikvæð áhrif á samkeppnishæfni fyrirtækja og auki viðskiptahalla sem að öllum líkindum myndi leiða til lækkunar á gengi krónunnar.



Áætlun um fjármagnsflæði

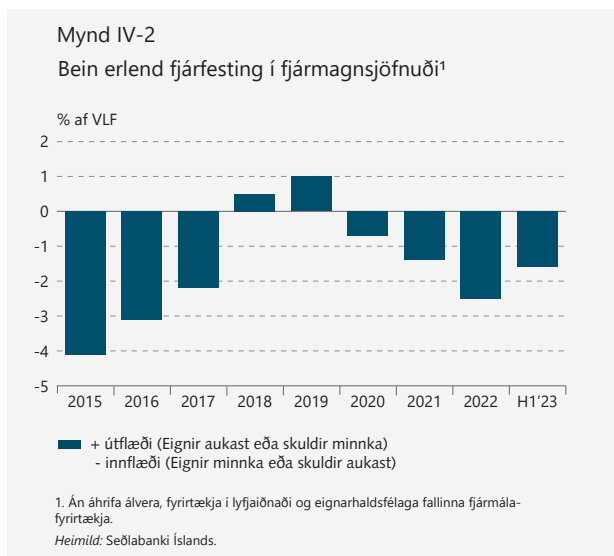
Nauðsynlegt er að leggja mat á fjármagnsflæði vegna fjárfestinga bæði innlendra og erlendra aðila til að nálgast raunhæft mat á þróun greiðslujafnaðar. Stærsti hluti fjármagnsflæðis til og frá landinu undanfarin ár var vegna erlendra fjárfestinga lífeyrissjóða. Útflæði lífeyrissjóða hefur numið um 60-120 ma.kr. á ári og sveiflast með ytri skilyrðum (mynd IV-1). Þannig keyptu sjóðirnir gjaldeyri fyrir sem svarar 8-9% af útflutningstekjum á ári fyrir faraldurinn en drógu úr gjaldeyriskaupum á meðan faraldurinn gekk yfir og fóru þau niður í 4% af útflutningstekjum árið 2021. Lífeyrissjóðirnir bættu síðan hægt og sígandi í erlendar fjárfestingar enda stefnir meirihluti þeirra á að auka hlutfall erlendra eigna næstu árin. Eftir töluverðar sviptingar á eignamörkuðum samhliða örum vaxtahækkunum seðlabanka lækkuðu heildareignir lífeyrissjóða um 1,3% og námu 186% af VLF í lok árs 2022. Á þessu ári er útlit fyrir ágæta ávöxtun á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Vextir eru



hár og S&P500 hlutabréfavísitalan hefur t.d. hækkað um tæplega 20% það sem af er ári. Með nýlegum breytingum á lögum um lífeyrissjóði er sjóðunum

heimilað að hækka hlutfall erlendra eigna í þrepum úr 50% sem það er nú upp í allt að 65% af heildareignum að hámarki árið 2036 (rammi 1). Hlutfall gjaldeyrisigna af heildareignum sjóðanna var ríflega 36% í lok árs 2022 og því flestir sjóðir vel undir hámarki gjaldeyrisigna, jafnvel eins og það er nú. Íslenska þjóðin er ung og enn er langt í að hún fari að ganga á þann sparnað sem liggur í lífeyriskerfinu. Nettó innstreymi í sjóðina er því mikið, talið vera í kringum 100 ma.kr. (2½% af VLF) árlega en til viðbótar hafa sjóðirnir umtalsverðar tekjur af fjárfestingum. Gjalddeyrisviðskipti sjóðanna það sem af er ári gefa til kynna að útfærði þeirra sé álíka mikið og nettó innflæði í sjóðina. Í greiðslujafnaðarsviðsmyndinni er áætlað að útfærði verði um 100 ma.kr. árið 2023 sem samsvarar um 5½% af útflutningstekjum og verði óbreytt árið 2024 en þættir eins og viðskiptaafgangur, þróun á gengi krónunnar og erlendar markaðsaðstæður gætu haft áhrif á gjalddeyriskaup lífeyrissjóða.

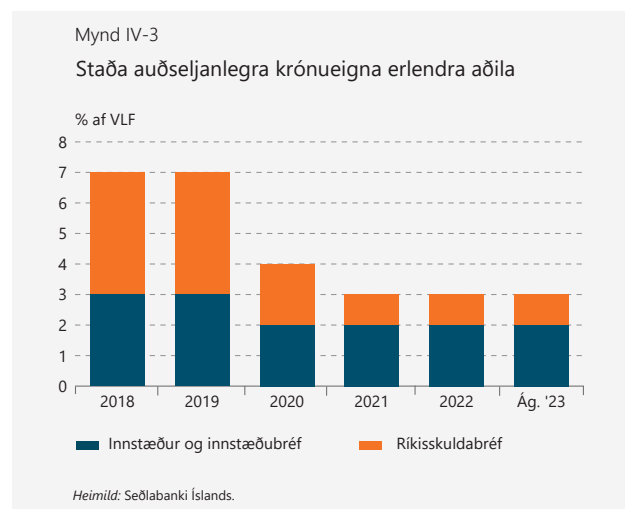
Á móti útfærði vegna fjárfestinga lífeyrissjóða vegur innflæði tengt fjárfestingum erlendra aðila. Á fyrstu átta mánuðum ársins svaraði innflæði erlendra aðila í nýfjárfestingu til liðlega 4% af VLF. Stærsti hluti þess telst til beinnar erlendar fjárfestingar. Útlit er því fyrir að erlendir aðilar fjárfesti í fyrirtækjum hér á landi umfram innlenda aðila erlendis og því verði hreint innflæði í beina erlendra fjárfestingu líkt og undanfarin þrjú ár (mynd IV-2 og kafli II). Til grundvallar sviðsmynd greiðslujafnaðarins liggja einnig forsendur um að til lengri tíma þróist bein erlend fjárfesting hér á landi og erlendis í samræmi við fjárfestingarumsvif og hagvöxt hér á landi og erlendis.



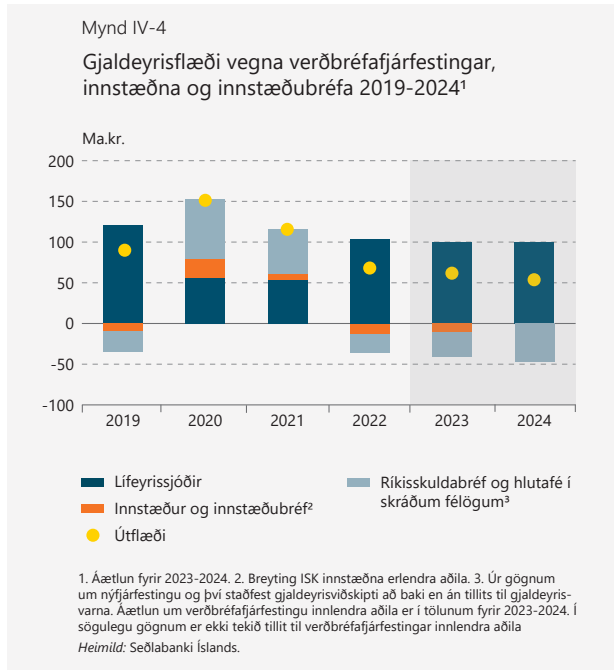
Fjárfestingar erlendra aðila hafa einkum beinst að hlutabréfum og þá aðallega í óskráðum félögum.

Komi til þess að MSCI færi íslenskan hlutabréfamarkað úr vaxtamarkaði upp í flokk nýmarkaðsríkja líkt og FTSE gerði árið 2022 gæti innflæði orðið meira en gert er ráð fyrir í grunnsviðsmynd, en nefna má að meira fjármagn fylgir vísitölum MSCI en FTSE. MSCI hefur áður fylgt á hæla FTSE að færa íslenskan hlutabréfamarkað upp um flokk. Nú síðast þegar MSCI færði Ísland upp í flokkinn vaxtamarkað tveimur árum á eftir FTSE.

Mikilvæg forsenda bak við sviðsmynd greiðslujafnaðar er að áætla hvernig auðseljanlegar krónueignir kunni að þróast og að tekið sé mið af því að um er að ræða kvíkt fjármagn (mynd IV-3). Við undirbúning losunar fjármagnshafta hér á landi var tekið mið af því að auðseljanlegar krónueignir og innstæður erlendra fjárfesta voru yfir 12% af VLF í lok árs 2016. Afnáam hafta á sumar af þessum eignum var hluti af lokaáfangi haftalosunarinnar í mars 2019. Þrátt fyrir aukinn vaxtamun við útlönd hefur ekki borið á auknu innflæði í auðseljanlegar krónueignir það sem af er ári. Í ágúst sl. var staða auðseljanlegra krónueigna og innstæðna nánast óbreytt frá áramótum í liðlega 3% af VLF. Vaxtahækkunarferli hér á landi hefur verið í stærri skrefum en erlendis og búist er við að aukinn vaxtamunur gagnvart útlöndum leiði til aukins innflæðis erlendra fjárfestingar á einhverjum tímamarki en að áhrifa þess fari ekki að gæta fyrr en á næsta ári þegar búist er við að vaxtamunurinn nái hámarki. Það byggir á væntingum um að vaxtalækkunarferli í Bandaríkjunum og á evrusvæðinu hefjist á næsta ári og verði fyrr á ferðinni en hér á landi. Að öllu samanteknu er talið að gjalddeyrisflæði vegna verðbréfafjárfestingar, innstæðna erlendra og innlendra aðila verði neikvætt um 60 ma. kr. eða 1,4% af VLF árið 2023 (mynd IV-4). Það er lítillega minna útfærði en árið 2022 og mun minna en á árunum 2020-2021 þegar gjalddeyrisútfærðið var á bilinu 4 til 5½% af VLF. Nokkur óvissa er ávallt um



mat af þessu tagi. Miðað við mismunandi forsendur um efnahagsbatann hér á landi og erlendis gæti vænt flæði fjárfestingar innlendra og erlendra aðila verið á nokkuð breiðu bili. Vaxtamunur við útlönd og skilyrði á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum eru meðal þátta sem geta breyst og haft áhrif á þróunina.



Forsendur um endurfjármögnun skulda og endurfjárfestingu

Ofangreindar forsendur um fjármagnsflæði hafa áhrif á fjármagnsjöfnuð en afborganir af erlendum lánum koma þar einnig fram sem og endurfjármögnun og endurfjárfesting vaxta og arðgreiðslna. Gert er ráð fyrir að innlendir aðilar endurfjárfesti öllum vaxtatekjum af eignum sínum erlendis. Orkufyrirtækin hafa haft auknar tekjur og mikinn hagnað af hækkingu orkuverðs. Þau hafa því lækkað erlendar skuldir á sama tíma og þau hafa greitt út arð til ríkissjóðs. Ríkissjóður hefur einnig greitt niður skuldir á árinu en hér er gert ráð fyrir að hann gefi út erlend markaðsskuldabréf á næstu mánuðum. Þá hefur borið á því að eftir að alþjóðlegir vextir tóku að hækka að fyrirtæki hafa leitað í fjölbreyttari fjármögnun en lánsfjármögnun í gegnum innlent bankakerfi. Markaðsfjármögnun bankakerfisins hefur ekki haldið í við aukningu landsframleiðslunnar undanfarin tvö ár. Á heildina litið hefur staða erlendra markaðsskuldabréfa og lána sem hlutfall af landsframleiðslu lækkað í 41% af VLF úr 51% árið 2021 og er hún þá álíka mikil og árið 2019. Í sviðsmynd greiðslujafnaðar er reiknað með að viðskiptabankar og ríkissjóður endurfjármagni að fullu afborganir af erlendum skuldum og aðrir aðilar einnig.

Þróun gjaldeyrisforða í líkani greiðslujafnaðar

Þar sem gengisferillinn í sviðsmynd greiðslujafnaðarinnar er ytri stærð sem kemur úr þjóðhagslíkani bankans þarf að gefa sér ákveðnar forsendur um að gjaldeyrisforðinn breytist ef innflæði fjármagns er ekki jafnt útflæði fjármagns. Í greiðslujafnaðarlíkaninu er því gert ráð fyrir að afgangur á viðskiptajöfnuði umfram áætlaðar afborganir af lánum, að teknu tilliti til endurfjármögnunar og annars fjármagnsflæðis, komi fram sem stækkun á gjaldeyrisforða, þ.e.:²

$$\text{Viðskiptajöfnuður} = \text{Fjármagnsjöfnuður án forðahreyfinga} + \Delta\text{forði}$$

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

Niðurstöður greiðslujafnaðarlíkans

Greiðslujafnaðarsviðsmynd fyrir 2023-2024

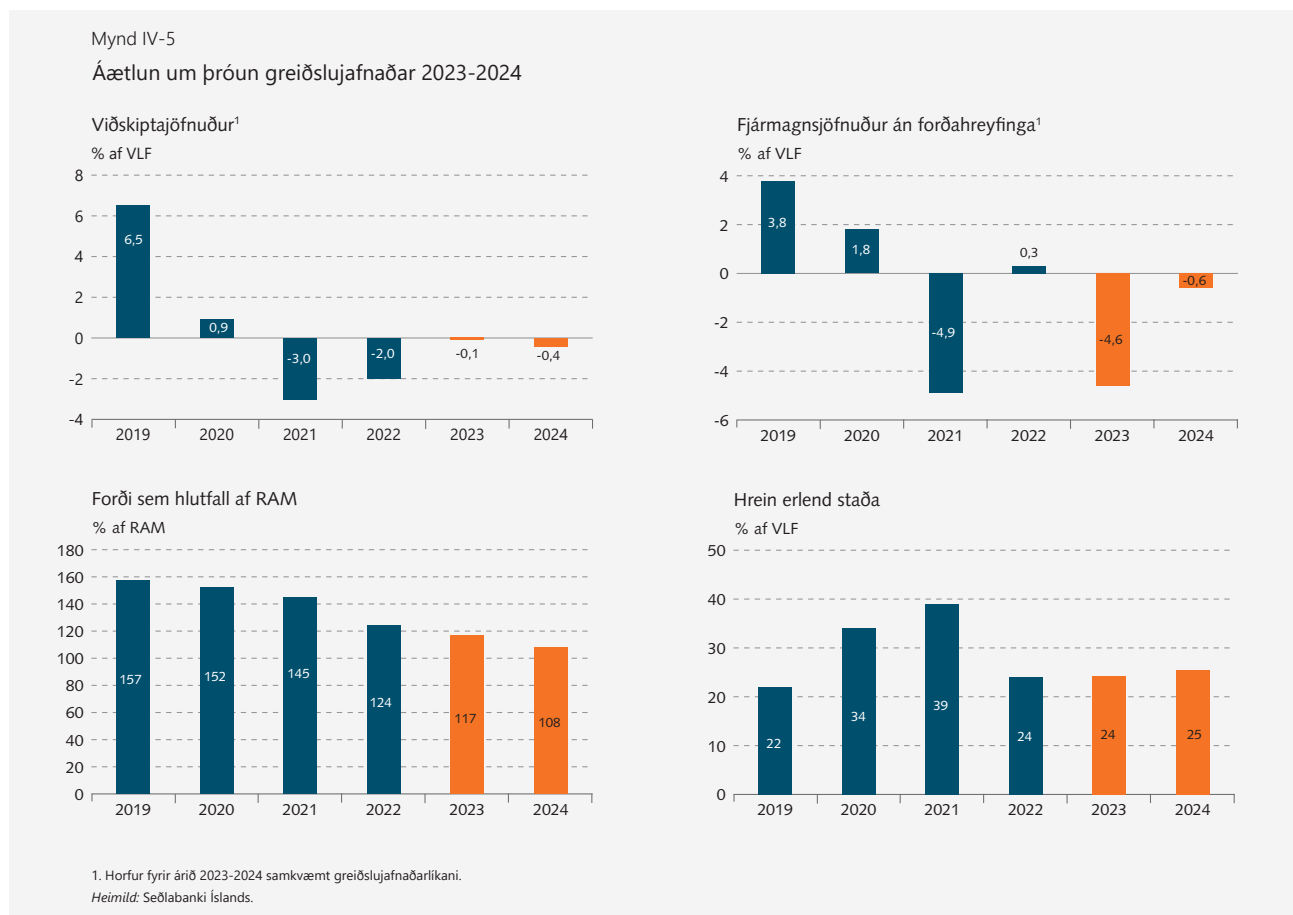
Meðfylgjandi myndir sýna þróun erlendar stöðu þjóðarþúsins, forðahlutfall, fjármagnsjöfnuð án forðahreyfinga og viðskiptajöfnuð undanfarin ár og spá fyrir árin 2023 og 2024 (mynd IV-5). Niðurstöður sviðsmyndar greiðslujafnaðarinnar sýna að búist er við lítilsháttar halla á viðskiptajöfnuði á þessu ári en að hann minnki um 2 prósentur af VLF frá fyrra ári sem endurspeglar viðsnúning á jöfnuði frumpáttatekna sem áætlað er að fari úr 1,6% halla árið 2022 í tæplega 1% afgang á þessu ári sem hlutfall af landsframleiðslu.³ Mestu munar um að hagnaður fyrirtækja í eigu erlendra aðila snýst í tap. Áhrif hærri vaxta hér á landi á jöfnuð frumpáttatekna eru fremur lítil þar sem erlendir aðilar eru ekki með stórar stöður í krónum, líkt og í fjármálakreppunni, og aðeins 17% af erlendum skuldum þjóðarþúsins eru í heimagjaldmiðli. Þó að halli á viðskiptum við útlönd hafi minnkað þá er staðan enn langt frá þeim afgangi sem var á árunum fyrir faraldurinn og stafar það einkum af miklum vexti innlendar eftirspurnar undanfarin ár sem ýtt hefur innflutningi sem hlutfalli af landsframleiðslu langt upp fyrir sögulegt meðaltal á meðan viðskiptakjör eru lítið breytt frá

- Jöfnuður fjárframlaga er nánast 0 og stöðugur. Til einföldunar er honum sleppt.
- Sviðsmyndin felur í sér endurskoðað mat á þróun frumpáttatekna í ár og á næsta ári frá því mati sem birtist í *Peningamállum* í ágúst í samræmi við endurskoðaðar tölur um greiðslujöfnuð sem birtar voru í byrjun september sl.

árinu 2019. Áætlað er að halli á viðskiptum við útlönd árið 2023 verði fjármagnaður með innstreymi fjármagns. Fjármagnsjöfnuður án forðahreyfinga snýst því yfir í að vera neikvæður um 4,6% af VLF árið 2023, en neikvæður fjármagnsjöfnuður táknar hreint innstreymi fjármagns. Munar þar mest um vænta lántöku ríkissjóðs og fjárfestingu erlendra aðila hér á landi en að sama skapi hækka erlendar skuldir. Eignaupbygging lífeyrissjóða kemur aftur á móti fram sem útlæði úr fjármagnsjöfnuði. Gjalddeyrisforðinn styrkist við aukna lántöku en á móti vegur styrking á gengi krónunnar. Áætlað er að gjalddeyrisforði Seðlabankans verði nánast óbreyttur árið 2023 frá fyrra ári og forðinn sem hlutfall af samsettu forðaviðmiði Alþjóðagjalddeyrisjóðsins verði 117% í árslok 2023.⁴ Í lok árs 2023 er stærð forðans því áætluð líðlega 120 ma.kr. umfram 100% forðaviðmið sjóðsins, eða sem nemur 3% af VLF en forðinn í heild verður þá 20% af VLF. Áætlað er að forðinn minnki lítillega á næsta ári vegna halla á viðskiptum við útlönd auk afborgana af skuldum ríkissjóðs en lítilsháttar veik-

ing krónunnar vinnur þó á móti. Forði sem hlutfall af RAM er áætlaður um 108% í lok árs 2024. Má nefna að þó að allar auðseljanlegar krónueignir erlendra aðila myndu flæða út væri forðinn sem hlutfall af RAM yfir 100%.

Áætlað er að hrein erlend staða þjóðarbúsins haldist óbreytt í 24% af VLF í árslok 2023 frá því sem hún var í lok árs 2022. Þó að skuldir aukist nokkuð á árinu vegna fjármagnsinnflæðis þá hækka erlendar eignir vegna hagstæðrar þróunar eignaverðs á erlendum fjármálamörkuðum. Staðan batnar lítillega árið 2024 í 25% af VLF í lok ársins sem einkum stafar af því að erlendar skuldir lækka. Búist er við að skuldir hækki á seinni helmingi þessa árs, einkum vegna fjárfestingar erlendra aðila í innlendum fyrirtækjum (kafli II), en að þær lækki í 100% af VLF í árslok 2024. Sem endranær eru horfur um hreina erlenda stöðu háðar óvissu og velta m.a. á þróun viðskiptajafnaðar og fjármagnsflæðis, þá einkum samspili þess við gengi krónunnar.



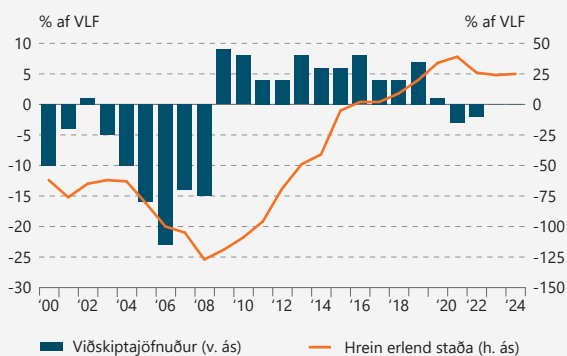
4. Samsett forðaviðmið Alþjóðagjalddeyrisjóðsins er mælikvarði á nægjanlega stærð forða sem tekur mið af margvislegum þáttum t.d. útlutningi, peningamagni, erlendum skuldum og skammtímaskuldum sem geta haft áhrif á greiðslujöfnuð auk gengisstefnu viðkomandi lands. Sjá kafla III í þessu riti og rammagrein II-3 í *Fjármálastöðugleika 2017/1*.

Þjóðarbúið var vel í stakk búið til að mæta áhrifunum á viðskiptajöfnuð og fjármagnsjöfnuð sem fylgdu heimsfaraldrinum. 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 og innstæðna tiltölulega lítil í upphafi faraldurs, liðlega 200 ma.kr. eða um 25% af gjaldeyrisforða sem má að nokkru leyti rekja til þess að fjármagnsinnflæði erlendra aðila í innlendar eignir með mikinn seljanleika hafði verið hóflegt eftir losun fjármagnshafta í mars 2017. Þar gætti ekki síst áhrifa fjárstreymistækis Seðlabankans, sem beitt var frá júní 2016 til mars 2019 og dró úr innflæði erlendra aðila í auðseljanlegar eignir, t.d. ríkisskuldabréf. Gangi spá sviðmyndarinnar eftir

verður hrein erlend staða þjóðarbúsins áfram mjög góð í sögulegu samhengi á þessu ári og því næsta (mynd IV-6). Erlendar skuldir verða einnig lágar í sögulegu og alþjóðlegu samhengi. Um mitt ár 2023 voru þær 100% af VLF (mynd IV-7). Mikill vöxtur landsframbleiðslu undanfarin áratug og fjárfesting umfram sögulegt meðaltal á síðustu árum hefur ekki leitt til aukinnar erlendar skuldsetningar. Þegar fjármálakreppan reið yfir haustið 2008 var erlend skuldsetning veruleg. Borið saman við stöðuna fyrir fjármálakreppuna eru erlendar skuldir nú að mun meira leyti vegna eignarluta erlendra aðila í innlendum fyrirtækjum sem eru að jafnaði að stórum hluta í innlendum gjaldmiðli og verða síður fyrir áhrifum af skammtímasveiflum (mynd IV-8). Aðeins lítill hluti erlendra skulda eru skammtímafjáreignir í íslenskum krónum.

Mynd IV-6

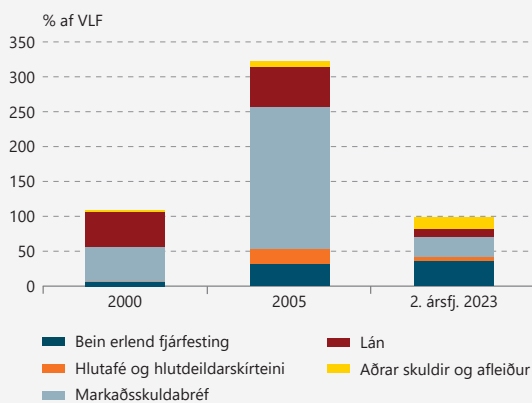
Viðskiptajöfnuður og hrein erlend staða þjóðarbúsins 2000-2024¹



1. Spá fyrir árið 2023-2024 úr greiðslufnaðarlíkani. Undirliggjandi viðskiptajöfnuður 2008-2015 og undirliggjandi erlend staða frá 2008-2014.
Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-8

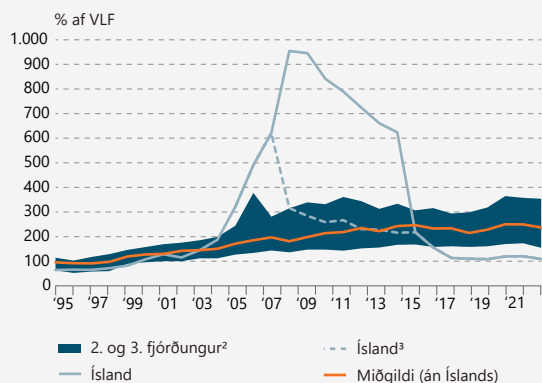
Þróun erlendra skulda eftir helstu flokkum



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd IV-7

Erlendar skuldir í samanburði við OECD-ríki 1995-2022¹



1. Bráðabirgðatölur fyrir OECD-ríki í lok árs 2020, út frá skuldum á 3F²⁰ ef nýrra gildi var ekki þekkt. 2. Ef úrtakinu er skipt í fjóra hluta sýnir bláa skyggða svæðið annan og þriðja fjórðung. 3. Ísland án skulda fallinna fjármálafyrirtækja en að teknu tilliti til áætlaðra áhrifa af slitum 2008-2014.
Heimildir: OECD, Seðlabanki Íslands.

Samkvæmt tiltækum upplýsingum og þeirri sviðsmynd sem hér hefur verið dregin upp eru horfur um greiðslujöfnuð því góðar og svigrúm til að mæta óvæntum ytri áföllum verulegt.



GREIÐSLUJÖFNUÐUR
YTRI STAÐA OG ÁHÆTTUÞÆTTIR
2023