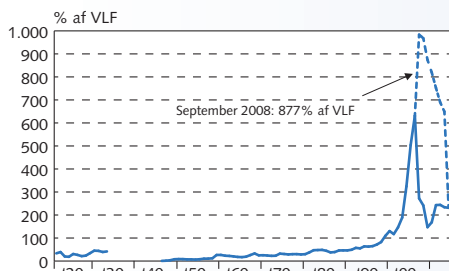


## Rammagrein 4

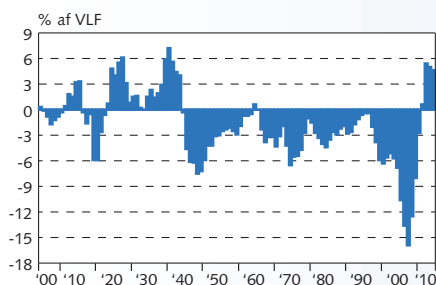
Erlend staða  
þjóðarbúsins í sögulegu  
og alþjóðlegu ljósi

Mynd 1

Vergar erlendar skuldir þjóðarbúsins  
1922-2015<sup>1</sup>

1. Gögn fyrir tímabilið 1922-1994 eru frá Þjóðhagsstofnun, en gögn vantar fyrir árin 1935-1946. Gögn 1995-2015 eru frá Seðlabanka Íslands og Hagstofu Íslands. Brotalína sýnir vergar erlendar skuldir samkvæmt alþjóðlegum stöðlum þar sem skuldir slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja eru færðar á fullu nafnverði. Heila línan sýnir mat Seðlabankans á undirliggjandi vergum erlendum skuldum þjóðarbúsins. Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Viðskiptajöfnuður 1905-2015<sup>1</sup>

■ Fimm ára hlaupandi meðaltal viðskiptajafnaðar

1. Byggt er á tölum Þjóðhagsstofnunar 1901-1944, tölum Hagstofu Íslands 1945-1994 og tölum Seðlabanka Íslands og Hagstofunnar 1995-2015, þar sem miðað er við undirliggjandi viðskiptajöfnuð 2008-2015.

Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.

Erlend staða þjóðarbúsins, eins og hún er mæld samkvæmt alþjóðlegum stöðlum, breyttist verulega í kjölfar þess að nauðasamningar slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja voru staðfestir á grundvelli uppfylltra stöðugleikaskilyrða í lok síðasta árs. Nú er því ekki lengur ástæða til að reikna sérstaklega út undirliggjandi erlenda stöðu þar sem horft er í gegnum uppgjör búanna til að fá raunhæfari mynd af ytri stöðu íslenska hagkerfisins til framtíðar.<sup>1</sup> Í þessari rammagrein er fjallað um ytri stöðu þjóðarbúsins í sögulegu og alþjóðlegu tilliti. Í ljós kemur að hrein erlend staða þjóðarbúsins, sem var neikvæð um 14½% af landsframleiðslu í lok síðasta árs, hefur ekki verið hagstæðari í u.þ.b. fimmtíu ár og er betri en almennt gerist meðal þróaðra ríkja.<sup>2</sup> Bein fjárfesting, sem jafnan er talin áreiðanlegri fjármögnun en lántaka, er ennfremur meiri sem hlutfall af heildar erlendum skuldum en um áratugaskeið.

## Erlendar skuldir þjóðarbúsins hækkuðu verulega í upphafi fjórða áratugar síðustu aldar ...

Það er engin tilviljun að sögulegar tölur um erlendar skuldir þjóðarbúsins ná aftur til ársins 1922.<sup>3</sup> Árið áður þurftu íslensk stjórnvöld að taka lán hjá enskum banka að andvirði um 8% af landsframleiðslu til að leysa þá alvarlegu banka- og gjaldeyriskreppu sem ríkt hafði í landinu um nokkurra missera skeið. Í kjölfarið var tímabundnum höftum á milliríkjavíðskiptum aflétt og gengislækkun krónunnar gagnvart þeirri dönsku viðurkennd með sérstakri gengisskráningu í fyrsta sinn (Bjarni G. Einarsson o.fl., 2015). Hagstofu Íslands var í kjölfarið falið að safna upplýsingum um erlendar skuldir þjóðarbúsins enda var stjórnvöldum ljóst að fylgjast yrði betur með þessum málum í ljósi reynslunnar (Magnús Guðmundsson, 1922). Vergar erlendar skuldir Íslands námu um þriðjungi af landsframleiðslu í kjölfar enska lánsins en lækkuðu í tæpan fjórðung af landsframleiðslu áður en kreppan mikla skall á (mynd 1). Þá þurftu stjórnvöld á ný að leysa úr alvarlegri banka- og gjaldeyriskreppu (Bjarni G. Einarsson o.fl., 2015) og vergar erlendar skuldir jukust í 45% af landsframleiðslu árið 1931.

## ... en þær voru greiddar upp í síðari heimsstyrjöldinni áður en þær tóku að aukast aftur

Ekki liggja fyrir heildstæðar upplýsingar um þróun erlendra skulda þjóðarbúsins á árunum 1935-1946 en ætla má að þær hafi að stærstu leyti verið greiddar upp í seinni heimsstyrjöldinni eftir að mikill hagvöxtur og langvarandi takmarkanir á gjaldeyris- og milliríkjavíðskipti leiddu til uppsafnaðs viðskiptaafgangs (mynd 2). Um talsverð lausafjareign í erlendum gjaldmiðli hafði ennfremur byggt upp en hún gekk til þurrðar á aðeins tveimur árum eftir stríð. Vergar erlendar skuldir jukust því á ný og námu rúmlega fjórðungi af landsframleiðslu árið 1960 í kjölfar mikilla fjárfestingarumsvifa, samfellds viðskiptahalla frá stríðslokum og tveggja stórra gengisfellinga. Mikil-

1. Slitabú föllnu bankanna setja þó enn svip sinn á erlenda stöðu þjóðarbúsins og því má vænta frekari breytinga eftir því sem uppgjóri þeirra vindur fram. Í *Fjármálastöðugleika* 2016/1 er einnig fjallað um erlenda stöðu þjóðarbúsins í kjölfar uppgjörs slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja.
2. Í rammagreininni er m.a. byggt á sögulegum gögnum Þjóðhagsstofnunar um vergar erlendar skuldir þjóðarbúsins á tímabilinu 1922-1994 og hreina erlenda stöðu, þ.e. mismun erlendra eigna og skulda, fyrir árin 1960-1994. Nokkurt ósamræmi virðist vera á milli raðanna þar sem í nokkrum tilvikum er hrein erlend staða neikvæð um meira en nemur vergum erlendum skuldum. Því verður að taka eldri gögnum með einhverjum fyrirvara.
3. Til eru tölur um erlendar skuldir bankakerfisins aftur til ársins 1886 (sjá Bjarna G. Einarsson o.fl., 2015) og erlendar skuldir ríkissjóðs aftur til ársins 1908 þegar landssjóður tók fyrsta erlenda lánið að andvirði 500 þ.kr. til að fjármagna símaframkvæmdir (Sigurður Snævarr, 1993).

væg skref til aukins jafnvægis í viðskiptum við útlönd og efnahagslegs stöðugleika voru stigin á árinu 1960 en um leið var stjórnvöldum veitt nær fullt vald yfir erlendum skuldbindingum með því að gera allar erlendar lántökur til lengri tíma en eins árs óheimilar nema með samþykki ríkisstjórnar. Vergar erlendar skuldir lækkuðu í kjölfarið og hrein erlend staða (sem aðeins eru til gögn yfir frá árinu 1960) hefur ekki mælst hagstæðari en á síldarárunum um miðbik sjöunda áratugarins þegar hún var neikvæð um u.þ.b. 8½% af landsframleiðslu (mynd 3).

### Hrein erlend staða versnaði jafnt og þétt næstu áratugi ...

Hrein erlend staða þjóðarbúsins versnaði jafnt og þétt frá miðjum sjöunda áratugnum og fram til losunar fjármagnshafta á fyrri hluta tíunda áratugar síðustu aldar. Á þessum þremur áratugum gegndu ríkissjóður og Seðlabanki Íslands meginhlutverki í miðlun erlends lánsfjár til landsins og jafnan fór saman viðskiptahalli og mikill vöxtur nafnvirðis landsframleiðslunnar enda voru verðbólgu- og gjald-eyriskyppur tíðar. Hrein erlend staða í hlutfalli af landsframleiðslu versnaði því hægt og bitandi og var neikvæð um u.þ.b. hálfa landsframleiðslu er nær öllum takmörkunum á erlendra lántöku var að fullu aflétt í ársbyrjun 1993 (lög um gjaldeyrismál, nr. 87/1992). Það er til vitnis um takmarkaðar erlendar eignir þjóðarbúsins að vergar erlendar skuldir námu um 57% af landsframleiðslu á sama tíma.

### ... og gegndarlaus stækkun erlends efnahagsreiknings þjóðarbúsins átti sér stað í kjölfar losunar fjármagnshafta og einkavæðingar bankakerfisins

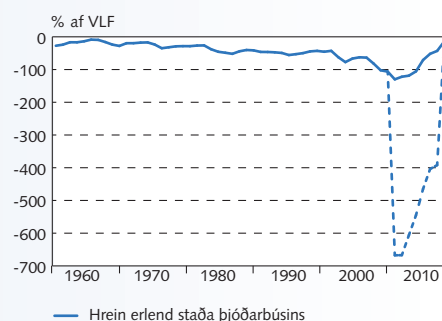
Erlendur efnahagsreikningur þjóðarbúsins stækkaði nokkuð ört á tíunda áratug síðustu aldar í kjölfar losunar fjármagnshafta. Vergar erlendar skuldir þjóðarbúsins nær tvöfölduðust fram til ársloka 2000, vergar erlendar eignir jukust í tæpa hálfa landsframleiðslu og hreina staðan var neikvæð um 62% af landsframleiðslu. Umskiptin urðu hins vegar mun örari í kjölfar einkavæðingar Landsbankans og Búnaðarbankans sem fór fram á árunum 2002-2003. Frá árslokum 2002 og fram að falli bankakerfisins haustið 2008 jukust vergar erlendar skuldir úr 117% í 877% af landsframleiðslu, vergar erlendar eignir jukust úr 50½% í 691% af landsframleiðslu og hreina staðan varð neikvæð um 186% af landsframleiðslu.

### Óvissa ríkti um ytri stöðu þjóðarbúsins í kjölfar fjármálakreppunnar og fram að uppgjöri slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja

Í kjölfar fjármálakreppunnar hefur ríkt nokkur óvissa um hvernig erlendur efnahagsreikningur þjóðarbúsins myndi líta út að loknu uppgjöri slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja og almennri endurskipulagningu annarra innlendra efnahagsreikninga. Seðlabankinn hefur reglulega birt mat á undirliggjandi stöðu sem vék verulega frá þeirri erlendu stöðu sem birt var samkvæmt alþjóðlegum stöðlum og innihélt allar skuldir slitabúanna á fullu nafnverði þótt ljóst væri að þær yrðu aldrei greiddar að fullu. Vergar erlendar skuldir þjóðarbúsins námu liðlega 231% af landsframleiðslu í árslok í fyrra, vergar erlendar eignir um 217% og hreina staðan var því einungis neikvæð um 14½% af landsframleiðslu. Stærð erlends efnahagsreiknings þjóðarbúsins er því áþekkt og um miðbik árs 2005 en hreina erlenda staðan hefur ekki verið hagstæðari í u.þ.b. fimmtíu ár. Þá er vægi beinnar fjárfestingar u.þ.b. 40% af vergum skuldum þjóðarbúsins en fram til þessa hefur meginþorri þeirra verið í formi skuldaskjala og annarrar fjárfestingar (mynd 4) sem alla jafna er talin áhættusamari og kvikari fjármögnun (Ahrend o.fl., 2012).

Mynd 3

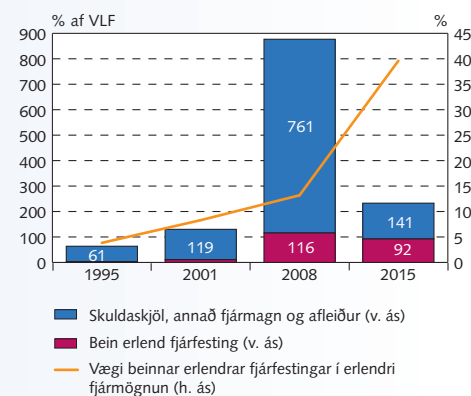
Hrein erlend staða þjóðarbúsins 1960-2015<sup>1</sup>



1. Myndin sýnir hreina erlenda stöðu þjóðarbúsins, þ.e. mismun erlendra eigna og skulda. Gögn fyrir tímabilið 1960-1994 eru frá Þjóðhagsstofnun en frá 1995 er miðað við gögn Seðlabanka Íslands og Hagstofu Íslands þar sem miðað er við mat Seðlabankans á undirliggjandi hreinu erlendu stöðu þjóðarbúsins 2008-2014. Brotalína sýnir hreinu erlendu stöðuna samkvæmt alþjóðlegum stöðlum þar sem skuldir slitabúa fallinna fjármálafyrirtækja eru færðar á fullu nafnverði. Heimildir: Hagstofa Íslands, Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

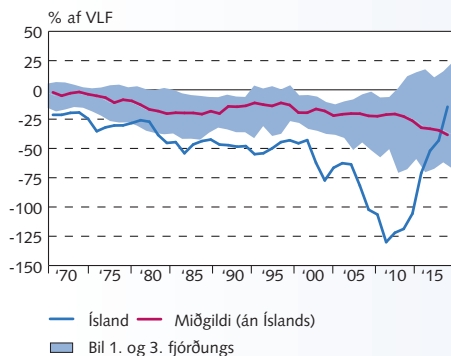
Vergar erlendar skuldir þjóðarbúsins og vægi beinnar fjárfestingar<sup>1</sup>



1. Vergum erlendum skuldum er skipt í tvennt, annars vegar beina fjárfestingu og hins vegar skuldaskjöl, aðra fjárfestingu og afleiður. Gildi fyrir 2008 miðast við lok 3. ársfjórðungs 2008, rétt fyrir fall bankanna. Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Hrein erlend staða í 30 þróuðum ríkjum  
1970-2015<sup>1</sup>

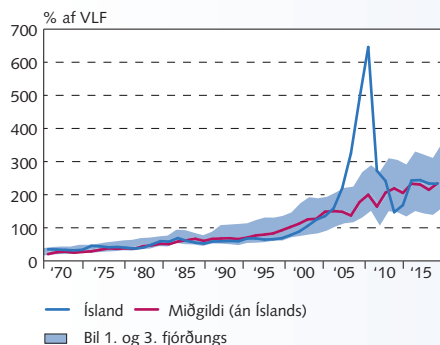


1. Tölur fyrir Ísland eru frá Þjóðhagsstofnun (1970-1994) og Seðlabanka Íslands ásamt Hagstofu Íslands (1995-2015) þar sem miðað er við undirliggjandi stöðu 2008-2014. Tölur fyrir hin ríkin eru frá gagnagrunni Lane og Milesi-Ferretti fyrir tímabilið 1970-2011 en gögn þeirra eru framlengd til ársins 2015 miðað við þróun skv. IFS-gagnagrunni Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Lane og Milesi-Ferretti (2007), Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Vergar erlendar skuldir í 30 þróuðum ríkjum  
1970-2015<sup>1</sup>



1. Tölur fyrir Ísland eru frá Þjóðhagsstofnun (1970-1994) og Seðlabanka Íslands ásamt Hagstofu Íslands (1995-2015) þar sem miðað er við undirliggjandi stöðu 2008-2014. Tölur fyrir hin ríkin eru frá gagnagrunni Lane og Milesi-Ferretti fyrir tímabilið 1970-2011 en gögn þeirra eru framlengd til ársins 2015 miðað við þróun skv. IFS-gagnagrunni Alþjóðagjaldeyrissjóðsins.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Hagstofa Íslands, Lane og Milesi-Ferretti (2007), Þjóðhagsstofnun, Seðlabanki Íslands.

## Hrein erlend staða þjóðarbúsins er nú betri en almennt gerist meðal þróaðra ríkja eftir að hafa verið verri svo að áratugum skiptir

Eins og sjá má á mynd 5 hefur hrein erlend staða þjóðarbúsins lengst af verið verri undanfarna tæpa fimm áratugi en almennt á við um þróuð ríki. Þetta hefur hins vegar breyst á undanfönum árum og eftir mikla lækkun vergra erlendra skulda í lok síðasta árs var hreina staðan hagstæðari hér en almennt gerist meðal þróaðra ríkja.<sup>4</sup> Áhugavert er að hreina staðan hefur um langt skeið verið verri en í öðrum þróuðum ríkjum þrátt fyrir að vergar erlendar skuldir þjóðarbúsins hafi lengst af verið í ágætu samræmi við það sem þar gerist (mynd 6). Það endurspeglar m.a. að takmarkanir á fjárfestingu innlendra aðila erlendis voru lengur við lýði hér en víða annars staðar auk þess sem viðskiptahalli var um langt skeið viðvarandi með tilheyrandi skuldaförnun. Á þessu hafa orðið mikil umskipti eins og áður segir og gangi spár um áframhaldandi viðskiptaafgang eftir gæti hrein erlend staða Íslands orðið jákvæð á næstunni.

### Heimildir

- Ahrend, R., A. Goujard og C. Schweltnus (2012). International capital mobility: Which structural policies reduce financial fragility? *OECD Economic Policy Papers*, nr. 02.
- Bjarni G. Einarsson, Kristófer Gunnlaugsson, Þorvarður Tjörvi Ólafsson og Þórarinn G. Pétursson (2015). The long history of financial boom-bust cycles – Part I: Financial crises. Seðlabanki Íslands *Working Papers*, nr. 68.
- Lane, P. R., og G. M. Milesi-Ferretti (2007). The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004. *Journal of International Economics*, 73, 223-250.
- Magnús Guðmundsson (1922). Fjármálin - ræða Magnúsar Guðmundssonar fjármálaráðherra í neðri deild Alþingis 17. febrúar 1922. *Morgunblaðið*, 19. febrúar 1922.
- Sigurður Snævarr (1993). *Haglýsing Íslands*. Reykjavík: Háskólaforlag Máls og menningar.

4. Þessi miklu umskipti hafa m.a. áhrif á jafnvægisraungengið eins og fjallað er um í ramma-gerin 3.