

## Áætlað markaðsverðmæti erlendra eigna og skulda og áhrif breytinga á ytri skilyrðum á hreina erlenda stöðu

Ísland er meðal þeirra landa í heiminum sem eiga mestar erlendar eignir í hlutfalli við verga landsframleiðslu en jafnframt einnig í hópi þeirra landa sem skulda hvað mest erlendis. Í grein þessari er erlend staða þjóðarbúsins sundurliðuð eftir eignaflokkum og gjaldmiðlasamsetningu. Markaðsverðmæti beinnar erlendar fjármunaeignar og -skuldar er áætlað og í kjölfarið kemur fram talsvert breytt mynd af stöðu og þróun erlendra eigna og skulda undanfarin ár. Greiningin leiðir í ljós að bæði erlendar eignir og skuldir þjóðarbúsins eru líklega umtalsvert vanmetnar í opinberum hagtölum. Hlutfall beinnar fjármunaeignar í erlendum skuldum er þó mun lægra en í eignasafninu og áhrifin á hreina erlenda stöðu því jákvæð. Niðurstöður þessarar greiningar eru nýttar til að rannsaka hvaða áhrif róttækar breytingar á ytri skilyrðum þjóðarbúsins hafa á erlenda stöðu þess. Sýnt er fram á að við meiri háttar breytingar á ytri skilyrðum þjóðarbúsins og efnahagshorfum innanlands hefur samsetning erlendra eigna og skulda umtalsvert áhrif á þróun hreinnar stöðu þjóðarbúsins.

### Inngangur

Í kjölfar afnáms hafta á fjármagnsflutningum til og frá landinu hafa eignir og skuldir þjóðarbúsins vaxið gríðarlega og samsetning þeirra breyst töluvert. Íslensk fyrirtæki voru fljót að tileinka sér aukið frelsi og hafa mörg hver vaxið hratt á erlendri grundu m.a. með yfirtökum á erlendum fyrirtækjum, stofnun útibúa og nýjum fyrirtækjum. Íslenskir fjárfestar hafa einnig í auknum mæli fjárfest í erlendum verðbréfum, einkum hlutabréfum. Fyrir þjóðarbúið í heild hefur þetta m.a. haft í för með sér að eignir Íslendinga erlendis hafa stóraukist á örfáum árum. Þessi útrás hefur að mestu leyti verið fjármögnuð með erlendum lántökum. Opinberar hagtölur benda jafnframt til þess að erlendu skuldirnar hafi vaxið talsvert hraðar en eignirnar sem hefur haft í för með sér að hreinni erlendri stöðu þjóðarbúsins hefur hnignað ört undanfarin ár og er mjög neikvæð, reyndar með því mesta sem þekkist meðal ríkja Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD).

Tilgangur greinarinnar er í fyrsta lagi að meta eigna- og skulda- stöðu þjóðarbúsins út frá mismunandi aðferðafræði og greina samsetningu eigna og skulda. Annað meginmarkmið greinarinnar er að rannsaka hvaða þýðingu aukin stærð og breytt samsetning eigna og skulda þjóðarbúsins hefur á hreina erlenda stöðu ef miklar breytingar verða í ytri skilyrðum þjóðarbúsins. Breytingar á ytri skilyrðum þjóðarbúsins eru hér skilgreindar sem umtalsverðar verðbreytingar á hlutabréfamörkuðum og á gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart íslensku krónunni.

1. Daníel Svavarsson er hagfræðingur á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands. Höfundur vill þakka Pétri Erni Sigurðssyni, Arnóri Sighvatssyni, Jakobi Gunnarssyni og Tryggva Pálssyni fyrir gagnlegar ábendingar. Höfundur er einn ábyrgur fyrir öllum göllum sem eftir standa. Í greininni er almennt miðað við upplýsingar sem fyrir lágu 1. febrúar 2008. Þær skoðanir sem hér koma fram eru höfundar og þurfa ekki að endurspegla skoðanir Seðlabanka Íslands.

## Áhrif fjárfestingar erlendis á ytri jöfnuð

Ein mesta breytingin á erlendri eignastöðu íslenska þjóðarbúsins á síðustu árum er fólgin í gríðarlegri aukningu beinnar erlendar fjármunaeignar Íslendinga.<sup>2</sup> Í lok árs 1997 nam bein fjármunaeign Íslendinga á erlendri grund um 3,7% af vergri landsframléiðslu og var alls um 17% af erlendum eignum Íslendinga. Á sama tíma nam bein fjármunaeign erlendra aðila á Íslandi um 4,6% af vergri landsframléiðslu sem var um 7% af skuldum þjóðarbúsins við erlenda aðila.<sup>3</sup> Í lok þriðja ársfjórðungs árið 2007 var hlutfall beinnar fjármunaeignar Íslendinga erlendis af vergri landsframléiðslu hins vegar komið í 115% og orðið 23% af eignum Íslendinga erlendis. Mótsvarandi eign erlendra aðila á Íslandi nam 59% af vergri landsframléiðslu og var alls 9% af skuldum þjóðarbúsins við erlenda aðila.

Í opinberum hagtölum, sem taka mið af alþjóðlegum stöðlum settum af Alþjóðagjaldeyrissjóðnum (IMF) og OECD, er bein fjármunaeign Íslendinga erlendis og erlendra aðila héraðs erlendis færð á bókfærðu virði. Almennt er hins vegar gert ráð fyrir að eignaverð hækki til lengri tíma litið. Ef hlutfall beinnar fjárfestingar er hátt í erlendri stöðu þjóðarbúsins er líklegt að opinberar hagtölur um hreina erlenda stöðu endurspegli ekki fyllilega markaðsverðmæti erlendra eigna og skulda. Alþjóðlegur samruni fyrirtækja og yfirtökur hafa einkum tvenns konar áhrif á liðinn beina fjárfestingu í erlendri stöðu þjóðarbúsins. Í fyrsta lagi er yfirtaka íslensks fyrirtækis á erlendu fyrirtæki skráð sem bein erlend fjárfesting sem nemur þeirri upphæð sem íslenska fyrirtækið skráir sem bókfært virði yfirtækna fyrirtækisins. Hið eiginlega kaupverð getur í sumum tilvikum verið mun hærra og hafa þar áhrif þættir eins og afskrift viðskiptavildar. Bókfært virði og kaupverð þarf því ekki endilega að vera hið sama en mismuninn má greina í breytingu á erlendri stöðu þjóðarbúsins. Í öðru lagi, sé greitt fyrir yfirtökuna, að hluta til eða að öllu leyti, með hlutafé í íslenska fyrirtækinu hefur yfirtakan einnig áhrif á erlenda verðbréfafjárfestingu á Íslandi. Það gerist þannig að hinir erlendu fjárfestar (fyrrum eigendur að erlenda félaginu) fá sem greiðslu hlutabréf í íslenska félaginu og hafa þar með fjárfest í íslenskum verðbréfum.<sup>4</sup> Meðan erlendu fjárfestarnir halda í hlutabréfin hefur erlend verðbréfafjárfesting á Íslandi aukist í kjölfar yfirtöku íslenska félagsins á erlenda fyrirtækinu.

Í mörgum tilvikum hefur erlend yfirtaka eða samruni við erlent félag áhrif á bæði erlendu eigna- og skuldastöðu þjóðarbúsins. Yfirtökur á erlendum fyrirtækjum auka erlendar eignir sem og erlendar skuldir þjóðarbúsins þar sem fjármögnun yfirtökkunnar hækkar erlenda skuldastöðu þjóðarbúsins. Viðskiptin hafa því sem slík ekki endilega áhrif á hreina erlenda stöðu þjóðarbúsins. Hins vegar getur mismunandi aðferðafræði við bókhaldslega skráningu ólíkra eignaflokka haft í för með sér að hrein erlend staða breytist. Tökum sem dæmi íslenskt

2. Bein fjármunaeign í fyrirtæki samanstendur af hlutdeild í bókfærðu eigin fé þess og hreinni lánastöðu gagnvart því. Fjárfestir sem veitir dótturfyrirtæki í öðru landi lán eykur fjármunaeign sína á sama hátt og um hlutfjárframlag væri að ræða. Þegar fjárfestir á 10% eða stærri hlut í fyrirtæki er um beina fjárfestingu að ræða. Sé hluturinn minni telst hann til verðbréfaeignar.
3. Til erlendra fjárfesta teljast innlendir aðilar sem skráðir eru erlendis, s.s. eignarhaldsfélög og fleiri aðilar, með lögheimili erlendis.
4. Hér er gert ráð fyrir að eignarhlutur erlenda aðilans í íslenska félaginu sé minna en 10%.

fyrirtæki sem kaupir erlent fyrirtæki fyrir 100 m.kr. Greitt er fyrir kaupin með 50 m.kr. erlendu langtímaláni og 50 m.kr. með hlutabréfum í íslenska fyrirtækinu. Bókfært virði hins erlenda félags er hins vegar einungis 75 m.kr. Áhrif þessara viðskipta á erlenda stöðu þjóðarbúsins eru eftirfarandi:

Erlendar eignir:	bein fjármunaeign: + 75 m.kr.
Erlendar skuldir:	erlend lán: - 50 m.kr. + verðbréfaskuld: - 50 m.kr. = -100 m.kr.
Hrein staða:	- 25 m.kr.

Í þessu dæmi versnar hrein erlend staða þjóðarbúsins þrátt fyrir að í raun hafi erlendar eignir þjóðarbúsins aukist jafn mikið og erlendar skuldir.<sup>5</sup> Þessi mismunandi samsetning erlendra eigna og skulda sem skiptu um eigendur í þessum viðskiptum hefur einnig áhrif á verðmæti eigna og skulda frá einum tíma til annars. Gerum nú ráð fyrir að ári seinna hafi markaðsverðmæti íslenska móðurfélagsins aukist jafn mikið og markaðsverðmæti hins uppkeypta erlenda fyrirtækis, þ.e. verðmæti beggja fyrirtækjanna hækkar um 20%. Áhrif þessa á hreina stöðu eru eftirfarandi:

Erlendar eignir:	bein fjármunaeign: + 75 m.kr. (bókfært virði óbreytt)
Erlendar skuldir:	erlend lán: - 50 m.kr. (óbreytt) + verðbréfaskuld: - 50 m.kr. * 1,2 (eykst um 20%) = 110 m.kr.
Hrein staða:	- 35 m.kr. (versnar um 10 m.kr.)

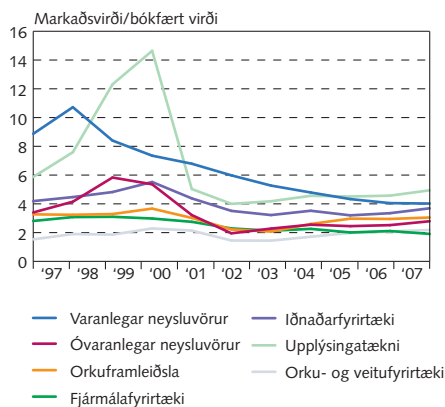
Hér versnar erlenda staðan þar sem verðbréfafjárfestingin er skráð á markaðsvirði, en sú fjárfesting er endurmetin ársfjórðungslega í opinberum hagtölum á sama tíma og bein erlend fjármunaeign er færð á bókfærðu virði sem þarf ekki endilega að endurspegla markaðsvirði viðkomandi eignar. Hefði sömu aðferðum verið beitt við skráningu á beinu fjármunaeigninni og verðbréfafjárfestingunni hefði hrein staða þjóðarbúsins ári eftir kaupun á erlenda fyrirtækinu verið eftirfarandi:

Erlendar eignir:	bein fjármunaeign: +100 m.kr. (upphaflegt markaðsvirði) * 1,2 (eykst um 20%) = +120 m.kr.
Erlendar skuldir:	erlend lán: - 50 m.kr. (óbreytt) + verðbréfaskuld: - 50 m.kr. * 1,2 (eykst um 20%) = - 110 m.kr.
Hrein staða:	+ 10 m.kr. (batnar um 10 m.kr. frá upphaflegu kaupunum og 45 m.kr. hagstæðari en miðað við ofangreinda aðferðafræði)

Til lengri tíma litið er líklegt að skráð virði verðbréfafjárfestingarinnar aukist umfram skráð virði beinu fjármunaeignarinnar. Það að bein fjármunaeign sé líklega vanmetin í samanburði við aðra eignarflokka í erlendri stöðu þjóðarbúsins hefur töluverð áhrif fyrir Ísland. Það skýrist af því að hlutfall beinnar erlendrar fjármunaeignar af eignum þjóðarbúsins er hlutfallslega mjög hátt á Íslandi samanborið við önnur lönd og er að auki mun hærra en mótsvarandi eign erlendra aðila á Íslandi (sjá nánari umfjöllun um þetta í Svavarsson og Sigurðsson (2007)).

5. Dæmi eru um að stórir eignarhlutir í fyrirtækjum séu keyptir á yfirverði, þ.e.a.s. talsvert yfir síðasta skráða kaupgengi á markaði. Hér er gengið út frá því að kaupverðið endurspegli raunverulegt markaðsverð eignarinnar.

Mynd 1  
Hlutfall markaðs- og bókfærðs virðis  
1997-2007  
Meðaltal atvinnugreinvísitalna S&P 500



Heimild: Reuters-EcoWin.

## Bein fjármunaeign á áætluðu markaðsvirði

Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn mælist til þess að bein fjármunaeign sé færð á markaðsvirði (1993). Eðli málsins samkvæmt er markaðsvirði óskráðra fyrirtækja óþekkt og almennt viðurkennd aðferðafræði er ekki til staðar um hvernig eigi að færa beina fjármunaeign í óskráðum félögum á áætluðu markaðsvirði á hverjum tíma. Þar af leiðandi hafa flest lönd, þar með talið Ísland, farið þá leið að skrá beina fjármunaeign á bókfærðu virði. Í þeim tilfellum þar sem eign í fyrirtæki er ekki skráð á markaði er þessi aðferð að ýmsu leyti ákjósanleg í bókhaldslegum skilningi. Aðferðin er hins vegar ýmsum annmörkum háð eins og rakið er í dæminu hér að framan. Bókfært virði endurspeglar skráð eigið fé ásamt uppsöfnuðum hagnaði fyrirtækis að frádregnum greiddum arðgreiðslum. Eigið fé er á hinn bóginn mismunurinn á eignum og skuldum fyrirtækis.<sup>6</sup> Með öðrum orðum má segja að ef fyrirtæki væri leyst upp ætti bókfært virði þess að endurspeglja þau verðmæti sem eftir eru fyrir eigendurna þegar búið er að greiða upp allar skuldir fyrirtækisins. Markaðsvirði er hins vegar það verð sem kaupendur eru tilbúnir að greiða fyrir eignarhlut í fyrirtæki á hverjum tíma. Markaðsvirði er alla jafna hærra en bókfært virði vegna þess að auk þess að endurspeglja verðmæti eigin fjár fyrirtækis endurspeglar það einnig virði óefnislegra eigna svo sem viðskiptavildar og mannauðs.<sup>7</sup> Hlutfall markaðsvirðis og bókfærðs virðis fyrirtækja er gjarnan breytilegt eftir atvinnugreinum og sveiflast talvert yfir tíma (sjá mynd 1). Til dæmis er þetta hlutfall jafnan lægra í fjármagnsfrekum iðnaði en í mannauðsfrekum greinum.

Aðferðafræðin sem notuð er í þessari grein til að umreikna bókfært virði beinnar fjármunaeignar á áætlað markaðsvirði er tiltölulega einföld en talsvert gagnafrek. Aðferðin er byggð á þeirri ályktun að hlutfall bókfærðs virðis og markaðsvirðis fyrirtækja sem skráð eru á hlutabréfamarkaði sé sambærilegt við það sem á við um fyrirtæki sem eru ekki skráð á markaði.<sup>8</sup> Markaðsvirði beinnar fjármunaeignar í ákveðnum iðnaði/atvinnugeira er áætlað með því að reikna meðalhlutfall markaðsvirðis og bókfærðs virðis skráðra félaga í sama geira í viðkomandi landi. Bókfært virði óskráðu eignarinnar er svo einfaldlega margfaldað með þessu hlutfalli.<sup>9</sup>

Við mat á markaðsvirði beinnar fjármunaeignar Íslendinga erlendis var annars vegar safnað gögnum um landaskiptingu fjármunaeignarinnar og hins vegar atvinnugreinaskiptingu eftir löndum. Mark-

- Útgáfa nýrra hlutabréfa eykur bókfært virði fyrirtækis skráðs á hlutabréfamarkaði en arðgreiðslur og uppkaupt á eigin bréfum draga úr bókfærðu virði.
- Þetta er þó engan veginn algild regla því að markaðsvirði fyrirtækja sem skráð eru á markaði getur auðvitað líka fallið niður fyrir bókfært virði. Þetta gerðist til dæmis í Noregi árið 2002 þegar markaðsverðmæti skráðra fyrirtækja var að meðaltali lægra en bókfært virði. Um miðjan mars 2008 áætlaði *The Economist* einnig að markaðsverðmæti allt að 60% fyrirtækja á aðallista Nikkei-visitölnunnar í Japan hafi verið undir bókfærðu virði (Economist 2008).
- Þessi ályktun er ýmsum takmörkunum háð. Meðal annars má álykta að markaðsvirði óskráðra fyrirtækja ætti að vera lægra en skráðra fyrirtækja sem nemur torsöluálagi (e. liquidity premium) og því líklegt að aðferðin fremur ofmeti ætlað markaðsvirði en vanmeti.
- Þessi aðferðafræði er í samræmi við eina af sex aðferðum sem OECD (OECD 2008) mælir með til að áætla markaðsvirði beinnar fjárfestingar í drögum að endurskoðuðum leiðbeiningum um skráningu beinnar fjárfestingar. Vísað er til ráðlegginga OECD um skráningu beinnar fjármunaeignar á markaðsvirði í handbók Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um skráningu erlendra eigna og skulda (IMF 2007).

aðsgögnum var safnað um hlutfall markaðsvirðis og bókfærðs virðis (m/b-hlutfall) skráðra félaga í viðkomandi löndum eftir atvinnugreinum. Sundurliðuð gögn fengust fyrir skráð fyrirtæki í Bandaríkjunum, á Evrusvæðinu og á Íslandi en sundurliðun eftir atvinnugreinum var ekki aðgengileg fyrir önnur svæði. Í þeim tilfellum þar sem ekki fékkst nákvæm sundurliðun eftir atvinnugreinum var stuðst við hlutföll fyrir helstu hlutabréfavísitöluna á viðkomandi svæði.

Sömu aðferð var beitt við að meta markaðsvirði beinnar fjármunaeygnar erlendra aðila á Íslandi. Framan af tímabilinu sem rannsóknin nær yfir er hins vegar hátt hlutfall af beinni fjármunaeygn erlendra aðila í atvinnugreinum þar sem ekkert fyrirtæki var skráð á íslenskum hlutabréfamarkaði. Í þessum tilfellum var stuðst við m/b-hlutfall viðkomandi atvinnugreinar í mótsvarandi alþjóðlegri atvinnugreinavísitölu *Standard & Poors 500*.

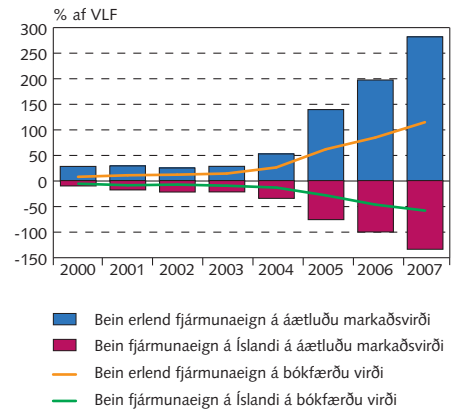
Niðurstöður greiningarinnar sýna að áætlað markaðsvirði bæði beinnar erlendar fjármunaeygnar á Íslandi og beinnar fjármunaeygnar Íslendinga erlendis var að meðaltali rúmlega tvöfalt skráð bókfært virði (sjá mynd 2). Þessar niðurstöður eru í samræmi við sambærilegar rannsóknir í Svíþjóð og Bretlandi (Blomberg og Falk 2006; Blomberg og Österberg 1999; Kubelec, Orskaug og Tanaka 2007).<sup>10</sup> Erfitt er hins vegar að staðreyna það mat á markaðsvirði sem þessi aðferðafræði veitir þar sem óskráð félög eru ekki seld á skráðum markaði. Að öllum líkindum gefur þessi aðferð þó betri mynd af raunverulegu markaðsverðmæti beinnar fjármunaeygnar en bókfært virði og þar með skýrari mynd af raunverulegri stöðu þjóðarþúsins gagnvart útlöndum.

Hrein staða beinnar fjármunaeygnar á áætluðu markaðsvirði eykst frá því að vera rétt undir 20% af vergri landsframleiðslu í lok árs 2004 í rúmlega 150% af vergri landsframleiðslu í lok 3. ársfjórðungs 2007. Miðað við bókfært virði var hrein staða beinnar fjármunaeygnar árið 2004 svipuð og ef miðað væri við áætlað markaðsvirði. Aukningin á árunum 2005 - 2007 er hins vegar mun minni en útreikningar á áætluðu markaðsvirði benda til (sjá mynd 3).

**Hrein erlend staða talsvert betri en áður var talið**

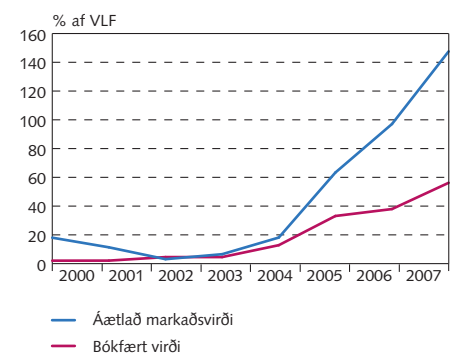
Á mynd 4 má sjá hreina erlenda stöðu þjóðarþúsins í hlutfalli við verga landsframleiðslu út frá báðum aðferðunum. Talsverður munur er á niðurstöðunni eftir því hvort bein fjármunaeygn er metin á bókfærðu eða áætluðu markaðsvirði. Sé miðað við bókfært virði beinnar fjármunaeygnar (eins og gert er í opinberum hagtölum Seðlabanka Íslands) versnaði hrein staða þjóðarþúsins snarlega frá lokum árs 2003 til loka

Mynd 2  
Bein fjármunaeygn 2000-2007<sup>1</sup>  
Samanturður á áætluðu markaðsvirði og bókfærðu virði



1. Gögn fyrir árið 2007 miðast við stöðuna í lok 3. ársfjórðungs. Heimildir: Seðlabanki Íslands og útreikningar höfundar.

Mynd 3  
Hrein staða beinnar fjármunaeygnar 2000-2007<sup>1</sup>  
Miðað við bókfært og áætlað markaðsvirði

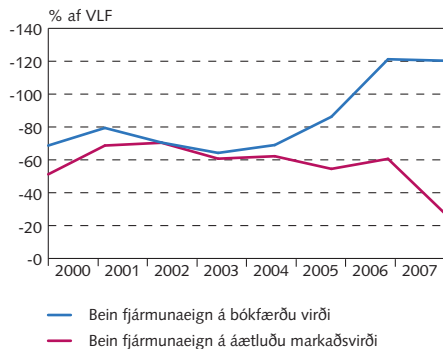


1. Gögn fyrir árið 2007 miðast við stöðuna í lok 3. ársfjórðungs. Heimildir: Seðlabanki Íslands og útreikningar höfundar.

10. Þær aðferðir sem beitt er í þessum rannsóknum eru þó ekki fyllilega sambærilegar við aðferðafræðina sem hér er beitt. Báðar aðferðirnar byggjast þó á sömu meginályktuninni að markaðsupplýsingar um skráð fyrirtæki séu góð vísending um þróun virðis óskráðra fyrirtækja. Svenska aðferðin er byggð á því að yfirfæra hlutfall hlutabréfaverðs og heildarhagnaðar síðasta árs (V/H-hlutfall) í skráðum fyrirtækjum yfir á hagnað óskráðra fyrirtækja. Meðal V/H-hlutfall skráðra fyrirtækja í 20 mikilvægustu fjárfestingarlöndunum er vegið út frá bókfærðu virði beinnar fjármunaeygnar. Markaðsvirði beinnar erlendar fjármunaeygnar er svo fundið með því að margfalda þetta vegna V/H-hlutfall með heildarhagnaði beinu fjármunaeygnarfyrirtækjanna á hverju tímabili. Aðferðin tekur ekki tillit til skiptingar fjármunastofnsins eftir atvinnugreinum. Bresku aðferðinni svipar til þeirrar sem beitt er hér að því undanskildu að hlutfall markaðsvirðis og bókfærðs virðis óskráðra félaga var metið einu sinni með úrtakskönnun árið 1992. Markaðsvirði beinnar fjármunaeygnar er svo einfaldlega álitíð breytast í samræmi við þróun hlutabréfavísitalna í viðkomandi löndum. Aðferðin tekur ekki mið af atvinnugreinaskiptingu beinnar fjármunaeygnar við mat á markaðsvirði.

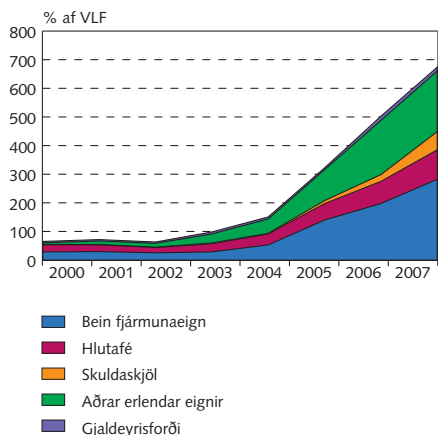


Mynd 4  
Hrein erlend staða þjóðarbúsins  
2000-2007<sup>1</sup>  
Miðað við bókfært og áætlað markaðsvirði



1. Gögn fyrir árið 2007 miðast við stöðuna í lok 3. ársfjórðungs.  
Heimildir: Seðlabanki Íslands og útreikningar höfundar.

Mynd 5  
Samsetning erlendra eigna þjóðarbúsins  
2000-2007<sup>1</sup>  
Staða í lok tímabils frá árinu 2000 til 3. ársfj. 2007



1. Bein fjármunaeign er reiknuð á áætluðu markaðsvirði.  
Heimildir: Seðlabanki Íslands og útreikningar höfundar.

árs 2006 þegar hún fór úr -63% af VLF í -120% af VLF. Miðað við erlenda stöðu þjóðarbúsins í lok 3. ársfjórðungs árið 2007 helst hlutfallið nokkurn veginn óbreytt milli ára.

Sé hins vegar reiknað með áætluðu markaðsvirði beinnar fjármunaeignar gefur að líta nokkuð aðra stöðu. Í lok árs 2006 var hrein erlend staða þjóðarbúsins neikvæð um 61% af vergri landsframleiðslu, næstum helmingi betri en miðað við opinberar hagtölur. Í lok þriðja ársfjórðungs 2007 hafði hrein staða batnað enn frekar en þá var hún neikvæð um 27% af vergri landsframleiðslu.<sup>11</sup>

Framan af tímabilinu sem horft er til, þ.e.a.s. á árunum 2000 og 2001, er hrein erlend staða miðað við áætlað markaðsvirði talsvert hagstæðari en opinberar hagtölur gefa til kynna. Árin 2002 og 2003 er niðurstaðan nokkuð svipuð en frá og með lokum ársins 2004 er þróun hreinnar erlendar stöðu í hlutfalli við verga landsframleiðslu mun hagstæðari sé tekið tillit til áætlaðs markaðsvirðis beinnar fjármunaeignar. Ástæða þessa er tvíþætt. Annars vegar eykst bein fjármunaeign sem hlutfall af eignum Íslendinga talsvert hraðar en mótsvarandi hlutfall beinnar fjármunaeignar erlendra aðila á Íslandi (sjá myndir 5 og 6). Hins vegar hækkar vegið hlutfall markaðs- og bókfærðs virðis sem notað er til að meta markaðsvirði beinnar fjármunaeignar út frá bókfærðu virði þess. Þetta hlutfall lækkar stöðugt frá árinu 2000 til ársins 2003 en hækkar upp frá því. Hins vegar hækkar mótsvarandi hlutfall fyrir beina fjármunaeign erlendra aðila á Íslandi á árunum 2000-2002, lækkar lítillega árið 2003 en hækkar á ný árið 2004 en lækkar svo aftur á árunum 2005-2006.

## Samsetning erlendra eigna og skulda

Eins og sjá má á myndum 5 og 6 eru erlendar eignir og skuldir þjóðarbúsins gríðarlega miklar í hlutfalli við verga landsframleiðslu. Ef bein erlend fjármunaeign er reiknuð á áætluðu markaðsvirði námu erlendar eignir þjóðarbúsins alls um 674% af vergri landsframleiðslu í lok þriðja ársfjórðungs árið 2007 samanborið við 563% í árslok 2006. Sé hins vegar miðað við beina fjármunaeign á bókfærðu virði námu erlendar eignir alls um 507% af vergri landsframleiðslu í lok þriðja ársfjórðungs 2007 og 390% af vergri landsframleiðslu í lok árs 2006. Erlendar eignir voru því sem nemur 167% og 173% meiri af vergri landsframleiðslu hvort árið um sig ef bein fjármunaeign er reiknuð á áætluðu markaðsvirði.

Vegar skuldir þjóðarbúsins eru ekki síður miklar mældar í hlutfalli við verga landsframleiðslu. Að teknu tilliti til áætlaðs markaðsvirðis beinnar fjármunaeignar erlendra aðila á Íslandi námu skuldir þjóðarbúsins ríflega sjöfaldri þjóðarframleiðslu ársins 2007 samanborið við um 563% árið 2006.<sup>12</sup> Miðað við bókfært virði fjármunaeignar erlendra aðila á Íslandi námu erlendar skuldir þjóðarbúsins 626% af VLF árið 2007 og um 510% af VLF árið 2006.

11. Hafa ber í huga að þar sem bæði erlendu eigna- og skuldastofnarnir eru gríðarlega stórir í hlutfalli við landsframleiðslu geta tiltölulega litlar hreyfingar á eigna- og skuldastofnum haft í för með sér miklar breytingar á hreinni stöðu.

12. Miðað er við erlenda stöðu í lok þriðja ársfjórðungs 2007 og spá Seðlabankans í *Peningamálum 2007/3* um VLF 2007.

### Hátt hlutfall hlutfjáreigna í erlenda eignasafninu

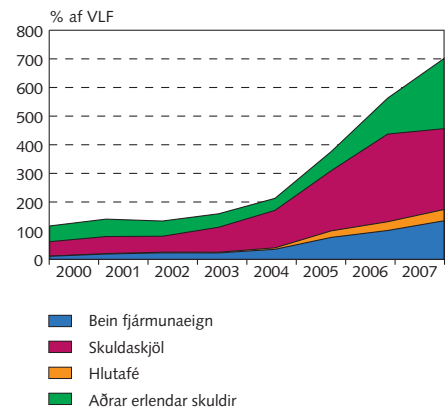
Hlutfall hlutfjáreigna (hlutfjár og beinnar fjármunaeignar) í eignasafninu var að meðaltali 65% á tímabilinu 2000 til 2007, sé miðað við áætlað markaðsvirði þeirra en nokkru minna eða 55% sé miðað við bókfært virði beinnar fjármunaeignar. Hlutfall mótsvarandi eigna erlendra aðila á Íslandi í skuldafafninu var hins vegar mun minna eða að meðaltali 19% sé miðað við markaðsvirði en 11% sé miðað við bókfært virði. Hrein staða hlutfjáreigna er því jákvæð en hrein skuldastaða neikvæð, ekki ósvipað eignasafni fjárfestingarsjóða. Í nýlegri grein í *Peningamálum* er bent á að erlend eignasamsetning flestra stærstu iðnríkja heimsins líkist í auknum mæli eignasafni fjárfestingarsjóða (Svavarsson og Sigurðsson 2007). Þ.e.a.s. flest helstu iðnríki heimsins eru nettó-lántakendur í erlendum lánum og nota þessa fjármuni að hluta til að fjárfesta í fyrirtækjum og verðbréfum erlendis.

Gríðarleg aukning erlendra eigna og skulda þjóðarbúsins í hlutfalli við verga landsframleiðslu endurspeglar að verulegu leyti mikinn vöxt íslenskra fjármálafyrirtækja á erlendri grundu. Efnahagsreikningur þriggja stærstu bankanna á Íslandi hefur margfaldast á undanföllum árum en eignir þeirra námu um 11.354 ma.kr. í lok árs 2007 eða sem nemur um 888% af vergri landsframleiðslu. Verulegur hluti starfsemi þeirra er nú erlendis og því ólíklegt að sú mikla aukning erlendra eigna og skulda þjóðarbúsins sem rekja má til bankanna hafi endilega ein áhrif á íslensk heimili. Þó má telja líklegt að miklar sveiflur í fjármálalegum skilyrðum erlendis og gengi krónunnar hafi áhrif á afkomu bankanna og þar með á verðmæti hlutfjáreignar einstaklinga og lífeyrissjóða í þeim. Óbein áhrif af miklum sveiflum geta hins vegar verið fólgin í auknum líkum á fjármálalegum óstöðugleika innanlands sem myndi hafa neikvæð áhrif á þróun hagkerfisins.

### Mest fjárfest í Evrópu en hreinar skuldir mestar í dollurum

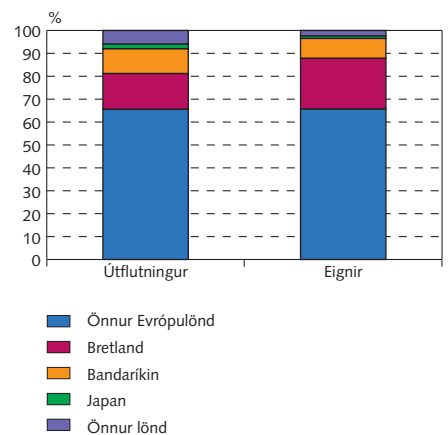
Mynd 7 sýnir landfræðilega dreifingu vöruútflutnings Íslands árið 2006 og sambærilega skiptingu landfræðilegrar dreifingar á eignum Íslendinga erlendis. Á myndinni sést glögg að Evrópa er langmikilvægasta markaðssvæði Íslands með rúmlega 80% af heildarútflutningi. Hlutfall erlendra eigna Íslendinga í Evrópu, eða í evrópskum gjaldmiðlum, er jafnvel enn meira eða tæplega 90% af áætluðu markaðsverðmæti eigna Íslendinga erlendis. Vissulega er eðlilegt að Íslendingar fjárfesti í þeim löndum sem þeir eiga mest viðskipti við en að sama skapi eykur það einnig næmni fyrir hagsveiflum á evrusvæðinu og í öðrum Evrópulöndum. Samdráttur í hagkerfum helstu Evrópuríkja hefur því að öllum líkindum bæði áhrif á eftirspurn eftir útflutningsvörum Íslands og á sama tíma gæti orðið lækun á erlendum eignum okkar í Evrópu og veiking evrunnar. Mynd 8 sýnir hreina erlenda stöðu þjóðarbúsins skipt niður á gjaldmiðla. Stærstu iðnríki heims eru flest hæf til að taka erlend lán í eigin gjaldmiðli í stað þess að gefa út skuldabréf í erlendum gjaldmiðlum. Á Íslandi eru það þó næstum eingöngu hlutabréf og bein fjármunaeign erlendra aðila sem er í íslenskum krónum, aðrar skuldir eru í erlendum gjaldmiðlum. Það er einkum í dollurum og evrum sem Íslendingar skulda umfram eignir í viðkomandi gjaldmiðli. Í því felst að við veikingu krónunnar gagnvart þessum gjaldmiðlum versnar hrein erlend staða en við styrkingu krónunnar lækka erlendar skuldir mældar

Mynd 6  
Samsetning erlendra skulda þjóðarbúsins<sup>1</sup>  
Staða í lok tímabils frá árinu 2000 til 3. ársfj. 2007



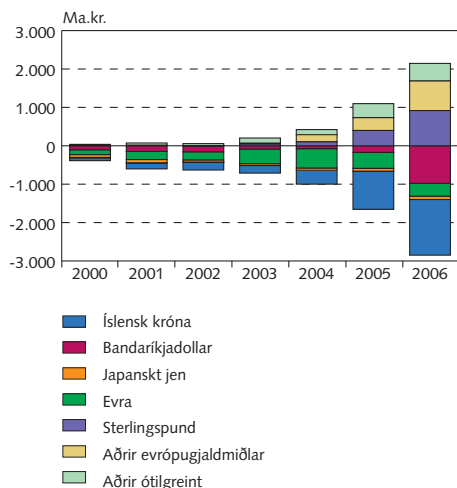
1. Bein fjármunaeign er reiknuð á áætluðu markaðsvirði.  
Heimildir: Seðlabanki Íslands og útreikningar höfundar.

Mynd 7  
Hlutfallsleg skipting útflutnings og erlendra eigna eftir landsvæðum árið 2006<sup>1</sup>



1. Bein fjármunaeign er reiknuð á áætluðu markaðsvirði.  
Heimildir: Seðlabanki Íslands og útreikningar höfundar.

Mynd 8  
Gjaldmiðlasamsetning hreinnar erlendar stöðu 2000-2006<sup>1</sup>



1. Bein fjármunaeygn reiknuð á áætluðu markaðsvirði.  
Heimildir: Seðlabanki Íslands og útreikningar höfundar.

í krónum umfram erlendar eignir í viðkomandi gjaldmiðli. Á myndinni sést hins vegar einnig glögggt að hreinar eignir Íslendinga í sterlingspundum hafa aukist mikið frá árinu 2004. Því eru áhrif breytinga á gengi krónunnar gagnvart sterlingspundi á hreina stöðu andstæð áhrifum af mótsvarandi hreyfingum gagnvart dollara og evru.<sup>13</sup>

## Breytingar á ytri skilyrðum - atburðarásar-greining á hreinni erlendra stöðu

Mismunandi samsetning eigna og skulda með tilliti til gjaldmiðla og eignaflokka gerir það að verkum að breytingar á vergum eignum og skuldum geta verið ósamhverfar. Skráning beinnar fjármunaeygnar á áætluðu markaðsvirði ásamt nákvæmri sundurliðun á erlendra stöðu þjóðarbúsins eftir gjaldmiðlum og eignaflokkum gerir kleift að draga upp skýrari mynd af hugsanlegri þróun erlendu eignastöðunnar við meiri háttar breytingar á efnahagshorfum héraðs og erlendis. Fyrir utan kaup og sölu eigna hafa tveir þættir áhrif á verðmæti eigna og skulda. Annars vegar hafa breytingar á gengi krónunnar áhrif á allar eignir í erlendum gjaldmiðli og hins vegar hafa breytingar á eignaverði áhrif á markaðsverðmæti hlutabréfeygnar og beinnar fjármunaeygnar.<sup>14</sup> Í þessum kafla eru áhrif fjögurra meginatburðarása á hreina erlenda stöðu skoðuð út frá erlendra stöðu þjóðarbúsins í lok árs 2006. Afleiðingar þess að tvö áföll gerist samtímis eru einnig greindar sérstaklega. Þessi dæmi eða atburðarásir eru á engan hátt spá um líklega þróun í efnahagslífinu á Íslandi eða erlendis heldur aðeins búin til með það að markmiði að greina hugsanleg áhrif mikilla gengisbreytinga annars vegar og hins vegar greina hvaða áhrif breyting á verðmæti á erlendum eignamörkuðum hefði á hreina stöðu þjóðarbúsins.

*Dæmin sem skoðuð voru:*

- A. Gengi krónunnar veikist um 30%<sup>15</sup>
- B. Hlutabréfaverð lækkar um 30% um allan heim<sup>16</sup>
- C. Gengi krónunnar styrkist um 15%
- D. Hlutabréfaverð hækkar um 15% um allan heim

Í töflu 1 sjást niðurstöður greiningarinnar á dæmi A og B. Í fremri helmingi töflunnar eru niðurstöðurnar miðað við að bein fjármunaeygn sé færð á bókfærðu virði en í seinni helmingnum (síðustu þremur dálkunum) er reiknað með beinni fjármunaeygn á áætluðu markaðsvirði.

13. Hér er ekki tekið tillit til áhrifa hugsanlegra gengisvarna.

14. Eins og rakið hefur verið hér að framan taka opinberar hagtölur ekki tillit til breytinga á markaðsverðmæti beinnar fjármunaeygnar og því var nauðsynlegt að áætla það sérstaklega fyrir þessa rannsókn. Í dæmunum að neðan eru áhrifin á hreina erlenda stöðu bæði reiknuð út frá opinberum hagtölum með beina fjármunaeygn á bókfærðu virði og einnig út frá áætluðu markaðsverðmæti eins og lýst er fyrr í greininni.

15. Í skýrslu Tchaidze (2007) frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum um mat á jafnvægisraungengi íslensku krónunnar kemst hann að þeirri niðurstöðu að raungengi íslensku krónunnar þyrfti að lækka um á bilinu 8-23% til að tryggja ytra jafnvægi í hagkerfinu. Samkvæmt útreikningum Seðlabankans (*Peningamál* 2007/3, síða 64) jafngildir það á bilinu 19-56% veikingu á nafngengi krónunnar (Seðlabankinn 2007). Þó að skyndileg veiking krónunnar um 30% verði að teljast ólíklegur atburður er það því ekki fræðilega útilokað að svo gæti farið.

16. Þótt ólíklegt sé að svo mikið verðfall verði á hlutabréfamarkaði á skömmum tíma er það þó alls ekki óþekkt. Til dæmis lækkaði MSCI-hlutabréfavisitalan, sem mælir þróun hlutabréfaverðs á öllum helstu mörkuðum heimsins, um ríflega 41% á árstímabili frá september árið 2000.



Veiking krónunnar um 30% hefur mikil áhrif til aukningar á bæði eignum og skuldum þjóðarbúsins. Alls aukast skuldir um sem nemur 129% af vergri landsframleiðslu en markaðsverðmæti eigna eykst nokkru meira eða alls um 148% af vergri landsframleiðslu. Áhrifin af veikingu krónunnar á skuldirnar eru hin sömu hvort sem reiknað er með beinni fjármunaeign á markaðsvirði eða bókfærðu virði þar sem eignin er öll í íslenskum krónum.<sup>17</sup> Heildaráhrifin á hreina stöðu þjóðarbúsins eru hins vegar mjög ólík eftir því við hvora aðferðina er miðað. Sé reiknað með beinni fjármunaeign á áætluðu markaðsvirði eru áhrifin jákvæð um sem nemur 19% af vergri landsframleiðslu. Sé hins vegar miðað við bókfært virði beinnar fjármunaeignar aukast skuldirnar hlutfallslega meira en eignirnar og nettó-áhrifin á hreinu stöðuna verða því neikvæð.

Lækkun hlutabréfaverðs um 30% lækkar markaðsverðmæti bæði eigna og skulda þjóðarbúsins. Eignastofninn rýrnar þó rúmlega helmingi meira en skuldirnar þar sem hlutfall hlutabréfa og beinnar fjármunaeignar er mun hærra í eignasafninu en í heildarskuldum þjóðarbúsins. Heildaráhrifin á hreina stöðu þjóðarbúsins eru að hún versnar um sem nemur 43% af vergri landsframleiðslu.

Tafla 1 sýnir einnig niðurstöður greiningar á að saman færi 30% veiking krónunnar og lækkun hlutabréfaverðs í heiminum um 30%. Þrátt fyrir að veiking krónunnar ein og sér bæti hreinu erlendu stöðuna um sem nemur 19% af VLF hefur lækkun hlutabréfaverðs hlutfallslega meiri áhrif til lækkunar hreinna eigna. Samanlögð áhrif eru neikvæðari en sem nemur summu áhrifa hvors atburðar fyrir sig þar sem áhrif vegna lækkunar gengis krónunnar leggjast ofan á lækkun hlutabréfaverðs.

Tafla 1 Áhrif mikillar lækkunar eignaverðs og veikingar krónunnar á erlenda stöðu þjóðarbúsins

	Miðað við bókfært virði <sup>1</sup>			Miðað við markaðsvirði <sup>2</sup>		
	Eignir	Skuldir	Hrein staða	Eignir	Skuldir	Hrein staða
A. Gengi krónunnar veikist um 30%	114	129	-14	148	129	19
B. Hlutabréfaverð fellur um 30% um allan heim <sup>1</sup>	-23	-9	-14	-82	-39	-43
A og B	84	120	-35	41	89	-49

1. Bein fjármunaeign er færð á bókfærðu virði. 2. Bein fjármunaeign er færð á áætluðu markaðsvirði.

Tölurnar í töflunni gefa til kynna breytingar á viðkomandi stofni í hlutfalli (%) við verga landsframleiðslu.

Í töflu 2 eru niðurstöður greiningar á dæmi C og D. Í dæmi C er gert ráð fyrir að gengi íslensku krónunnar styrkist um 15% gagnvart öllum helstu viðskiptagjaldmiðlunum og í dæmi D hækkar innlent

17. Hér er einungis tekið tillit til fyrstu umferðar áhrifa af veikingu krónunnar á beina erlenda fjármunaeign á Íslandi. Þrátt fyrir að eignastaðan sé skráð í íslenskum krónum eru tekjur fyrirtækja í þeim atvinnugreinum sem mest hefur verið fjárfest í hér á landi að stærstum hluta í erlendri mynt. Lækkun krónunnar hefur því þau áhrif að verðmæti erlendra tekna, mælt í íslenskum krónum, eykst í samræmi við veikingu krónunnar en kostnaður þessara fyrirtækja er hins vegar að stærstum hluta í íslenskum krónum. Þetta ætti því að leiða til þess að heildarverðmæti beinnar fjármunaeignar útlendinga á Íslandi hækki í samræmi við auknar tekjur í krónum að því marki sem þessi fyrirtæki hafa tekjur í erlendum gjaldmiðlum.

og erlent hlutabréfaverð um 15%. Styrking krónunnar hefur andstæð áhrif á hreina stöðu eftir því hvort miðað er við bókfært verð eða markaðsverð, það er að segja heildaráhrif á hreina erlenda stöðu á markaðsvirði eru neikvæð um sem nemur 10% af VLF en sé hins vegar miðað við beina fjármunaeign á bókfærðu virði eru heildaráhrifin á hreina erlenda stöðu jákvæð um sem nemur 7% af VLF. Þetta er sama niðurstaða og í dæmi A þar sem gert var ráð fyrir veikingu krónunnar.

Hækkun hlutabréfaverðs hefur áhrif til hækkunar bæði erlendra eigna og skulda en eignirnar hækka rúmlega helmingi meira en skuldirnar mælt í hlutfalli við verga landsframleiðslu. Þetta skýrist af því að hlutfall hlutafjár og beinnar fjármunaeignar er mun hærra í eignahlutanum en í skuldahlutanum.

Tafla 2 Áhrif hækkunar eignaverðs og styrkingar krónunnar á ytri jöfnuð þjóðarbúsins

	Miðað við bókfært virði <sup>1</sup>			Miðað við markaðsvirði <sup>2</sup>		
	Eignir	Skuldir	Hrein staða	Eignir	Skuldir	Hrein staða
C. Gengi krónunnar styrkist um 15%	-57	-64	7	-74	-64	-10
D. Innlent og erlent hlutabréfaverð hækkar um 15%	12	5	7	41	20	22
C og D	-47	-53	12	-39	-45	6

1. Bein fjármunaeign er færð á bókfærðu virði. 2. Bein fjármunaeign er færð á áætluðu markaðsvirði.

Tölurnar í töflunni gefa til kynna breytingar á viðkomandi stofni í hlutfalli (%) við verga landsframleiðslu.

Heildaráhrif þess að saman fari gengishækkun krónunnar um 15% og samsvarandi hækkun hlutafjárverðs á áætlað markaðsvirði eigna og skulda eru að hrein staða batnar um sem nemur 6% af vergri landsframleiðslu. Sé hins vegar miðað við bókfært virði beinnar fjármunaeignar eru áhrifin tvöfalt meiri eða 12% af vergri landsframleiðslu.

### Samantekt

Með aukinni samþættingu Íslands við fjármálamarkaði heimsins eykst mikilvægi þess að fylgjast vel með þróun erlendra stöðu þjóðarbúsins. Núverandi haggögn um erlenda stöðu eru takmörkuð að því leyti að mikilvægur hluti eignanna, þ.e. bein fjármunaeign, er ekki skráður á markaðsvirði. Í greininni var markaðsvirði beinnar fjármunaeignar innanlands og erlendis metið út frá opinberum gögnum um bókfært virði og markaðsupplýsingum um hlutfall markaðsvirðis og bókfærðs virðis skráðra fyrirtækja í sömu atvinnugreinum á viðkomandi landsvæði. Þessi greining leiddi í ljós að bæði erlendar eignir og skuldir þjóðarbúsins eru líklega umtalsvert vanmetnar í opinberum hagtölum. Hlutfall beinnar fjármunaeignar í erlendum skuldum er þó mun lægra en í eignasafninu og áhrifin á hreina erlenda stöðu því jákvæð.

Við meiri háttar breytingar á ytri skilyrðum þjóðarbúsins og efnahagshorfum innanlands hefur samsetning erlendra eigna og skulda mikil áhrif á þróun hreinnar stöðu þjóðarbúsins. Þróun hennar hefur svo aftur áhrif á þróun efnahagsmála innanlands og á fjármálastöð-

ugleika.<sup>18</sup> Eftir því sem hærra hlutfall af heildarauði þjóðfélagsins er í erlendum eignum hafa breytingar á mörkuðum erlendis meiri áhrif á innlent efnahagslíf. Þrátt fyrir að hrein staða þjóðarbúsins gagnvart útlöndum væri í jafnvægi er næmni innlends efnahagslífs gagnvart utanaðkomandi áhrifum samt sem áður mikið. Það að erlendar eignir og skuldir þjóðarinnar nemi um sjöfaldri vergri landsframleiðslu felur í sér að tiltölulega litlar breytingar á virði eigna og skulda geta haft í för með sér mikil áhrif á hreina erlenda stöðu.

#### Heimildaskrá

- Blomberg, Gunnar, og Johan Österberg (1999). Market valuation of external position - a new picture of Sweden's international dependence. Sveriges Riksbank Quarterly Review 1999:2: 29-42.
- Blomberg, Gunnar, og Maria Falk (2006). How do large current account surpluses co-exist with a weak international investment position? Sveriges Riksbank Economic Review 2006:1: 37-57.
- Economist (2008). The yen also rises. The Economist 386 (8572): 73-74.
- IMF (1993). Balance of payments manual. 5th ed. Washington D.C.: International Monetary Fund.
- IMF (2007). Balance of payments and international investment position manual, sixth edition (draft). Statistics Department, International Monetary Fund.
- Kubelec, Chris, Bjorn-Erik Orskaug og Misa Tanaka (2007). Financial globalisation, external balance sheets and economic adjustment. Bank of England Quarterly Bulletin 2007/Q2: 244-257.
- OECD (2008). OECD benchmark definition of foreign direct investment, 4th edition (draft). Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Seðlabanki Íslands (2007). Þróun og horfur í efnahags- og peningamálum - viðauki 3. *Peningamál* (2007/3).
- Svavarsson, Daniel, og Pétur Örn Sigurðsson (2007). Erlend staða þjóðarbúsins og þáttatekjur. *Peningamál* 2007/2: 53-74.
- Tchaidze, Robert (2007). Estimating Iceland's real equilibrium exchange rate. Working Paper (07/276): International Monetary Fund.

18. Jafnframt getur samsetning erlendra skulda þjóðarbúsins orsakað fjármálaóstöðugleika. Ef til að mynda hlutfall skammtímaskulda af heildarskuldum er hátt hefur það í för með sér aukna endurfjármögnunaráhættu. Ef lausafjárþurrðar verður vart á alþjóðlegum fjármálamörkuðum gæti það ógnað fjármálastöðugleika fyrir hagkerfið í heild.

