

Erlend staða þjóðarbúsins og þáttatekjur

Staða þjóðarbúsins gagnvart útlöndum hefur tekið miklum breytingum á síðustu misserum. Erlendar eignir og skuldir Íslendinga hafa margfaldast á aðeins örfáum árum, en erlendar skuldir hafa aukist talsvert meira en erlendar eignir. Hrein erlend staða þjóðarbúsins er því orðin mjög neikvæð í hlutfalli við landsframleiðslu og hrein skuld með því mesta sem dæmi eru um í heiminum. Á sama tíma og erlendar skuldir hafa hækkað hafa hreinar vaxta- og arðgreiðslur til útlanda aukist mikið og vega þungt í viðskiptahallanum. Komið hafa fram efasemdir um áreiðanleika þeirra upplýsinga sem liggja að baki mati á hreinni stöðu þjóðarbúsins og viðskiptahallanum og meðal annars verið bent á ósamræmi á milli flæði- og stöðustærða. Þá hefur því verið haldið fram að eignir þjóðarbúsins séu stórlega vanmetnar og að einhverju leyti vantaldar.

Í greininni er fjallað um þróun eigna og skulda þjóðarbúsins undanfarin ár og samhengi þeirra við jöfnuð þáttatekna. Fjallað er um aðferðir sem notaðar eru við skráningu gagna og reynt að greina mögulega annmarka sem gætu skýrt framangreint misræmi. Í mörgum löndum er glímt við hliðstæð vandamál. Í greininni er því einnig fjallað um niðurstöður erlendra rannsókna á þessu sviði í ljósi stöðunnar sem er uppi hér á landi.

Niðurstæða höfunda er að uppgjör greiðslujafnaðar og skráning erlendra stöðu þjóðarbúsins sé í samræmi við erlenda staðla og venjur. Það sé hins vegar ljóst að við vissar aðstæður gefi núverandi aðferðafræði við mat á ávöxtun hlutabréfa og mat á hreinni fjármunaeign ekki nægilega heildstæða mynd. Væri t.d. tekið tillit til verðbreytinga á hlutabréfum í jöfnuði þáttatekna er ljóst að viðskiptahallinn árið 2006 væri talsvert minni en miðað við núverandi aðferðafræði, en að sama skapi væri viðskiptahallinn fyrir árið 2005 töluvert meiri. Eins telja höfundar að til hliðar við núverandi skáningu erlendra stöðu mætti efla upplýsingagiöf með því að meta hreina erlenda fjármunaeign einnig á uppreiknuðu kostnaðarverði og áætluðu markaðsverðmæti.

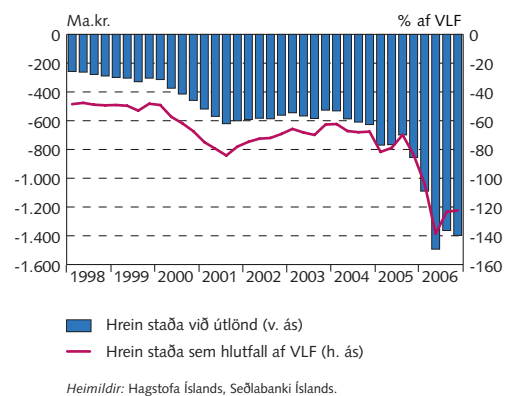
Inngangur

Alls námu erlendar skuldir 5.916 ma.kr. í árslok 2006, en erlendar eignir alls 4.518 ma.kr. Hrein staða var því neikvæð um 1.397 ma.kr. eða um 122% af vergri landsframleiðslu (sjá mynd 1). Sé einungis litið til hreinnar erlendra skuldastöðu, þ.e.a.s. hreinnar stöðu án áhættufjármagns, er staðan neikvæð um 2.371 ma.kr. eða sem nemur rúmlega tvöfaldri landsframleiðslu ársins 2006.

Jafnhliða auknum erlendum eignum og skuldum hefur vægi þáttatekna í greiðslujöfnuði Íslands aukist mikið á síðustu árum. Fyrir aðeins örfáum árum voru vöruviðskipti langstærsti liðurinn, en samhliða auknu frelsi í fjármagnsflutningum og aukinni þátttöku Íslands í alþjóðaviðskiptum margfölduðust þáttatekjur. Árið 1996 voru þáttatekjur tæpir 7 ma.kr. en árið 2006 var þessi upphæð komin í rúmlega 167 ma.kr. Á sama tíma hafa tekjur af útflutningi vöru og þjónustu rétt rúmlega tvöfaldast. Þáttagjöld hafa hins vegar aukist enn meira en tekjurnar á þessu tímabili eða úr 18 ma.kr. árið 1996 í 268 ma.kr. í fyrra. Alls skýrði halli á þáttatekjum um þriðjung af viðskiptahalla ársins 2006.

Umfang erlendra fjárfestinga og lántöku er ekki hið eina sem hefur áhrif á hreina stöðu Íslands gagnvart umheiminum. Til viðbótar

Mynd 1
Erlend staða þjóðarbúsins
1. ársfj. 1998 - 4. ársfj. 2006



1. Daníel Svavarsson er hagfræðingur á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands og Pétur Örn Sigurðsson er hagfræðingur á upplýsingasviði Seðlabanka Íslands. Höfundar vilja þakka Arnóri Sighvatssyni, Ásgeiri Danielssyni, Jakobi Gunnarssyni, Tómasi Erni Kristinssyni og Tryggva Pálssyni fyrir gagnlegar ábendingar. Höfundar eru einir ábyrgir fyrir öllum göllum sem eftir standa. Þær skoðanir sem hér koma fram eru höfunda og þurfa ekki að endurspegla skoðanir Seðlabanka Íslands.

við árlegt flæði vegna fjárfestingar og lánastarfsemi eru einkum tveir mikilvægir liðir. Í fyrsta lagi endurmat erlendra eigna og skulda þjóðarbúsins með tilliti til gengisbreytinga og breytinga á markaðsvirði eigna. Miklar erlendar skuldir gera þjóðarbúskapinn mun viðkvæmari en ella fyrir breytingum á gengi krónunnar, sem í vaxandi mæli er háð viðhorfi erlendra fjárfesta til íslensks efnahagslífs. Í öðru lagi er arðsemi mismunandi eigna- og skuldaflokka breytileg, áhætta ólíkra eignaflokka mismunandi, en einnig skiptir máli að aðferðir við að meta ávöxtun eru breytilegar eftir eignaflokkum. Ef samsetning erlends eignasafns innlendra aðila er ólík samsetningu eignasafns erlendra aðila á Íslandi getur það leitt til þess að arðsemi eigna og skulda fylgist ekki að. Hreinar vaxta- og arðgreiðslur geta því verið í miklu ójafnvægi þótt hrein erlend staða sé í jafnvægi. Aðferðir við endurmat fjárfestingarliða eru einnig mismunandi eftir eignaflokkum og það sama á við um mat á arði. Því getur samsetning eigna og skulda haft talsverð áhrif á það að hve miklu leyti skráningin endurspeglar heildarmarkaðsverðmæti eigna og skulda. Í þessari grein er þróun og samsetningu erlendar eigna- og skuldastöðu þjóðarbúsins lýst og skýrt hvernig hún tengist breytingum á viðskiptajöfnuðinum.

Rammagrein 1

Lykilhugtök skilgreind

Erلendar eignir og skuldir þjóðarbúsins eru flokkaðar eftir eðli og umfangi fjárfestingarinnar í samræmi við staðla Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (IMF 1993). Í þessari rammagrein er gerð grein fyrir meginhugtökunum og samhengi þeirra í útreikningum á ytri jöfnuði þjóðarbúsins.

Markaðsverðbréf. Fjárfesting Íslendinga¹ í erlendum hlutabréfum og erlendra aðila í innlendum hlutabréfum er flokkuð sem verðbréfafjárfesting að því gefnu að eignarhlutur fjárfestis í viðkomandi eign fari ekki yfir 10%. Hlutdeildarskírteini í verðbréfasjóðum og skuldaskjöl (skuldabréf og peningabréf) teljast einnig til verðbréfafjárfestingar.

Bein fjárfesting. Fari umfang fjárfestingar í hlutabréfum yfir 10% er litið svo á að fjárfestirinn hafi náð því sem kallast stjórnunarleg áhrif og flokkast fjárfestingin þá sem bein fjárfesting. Eftir að beint fjárfestingarsamband er komið á milli innlends og erlends fyrirtækis flokkast allar frekari fjármagnsfærslur milli þessara fyrirtækja undir beina fjárfestingu. Þetta á meðal annars við um lántökur og lánveitingar milli móður- og dótturfyrirtækja.

Afleiðuviðskipti eru skiptasamningar, framvirkir samningar og valréttir. Afleiðusamningar eru í eðli sínu jafnir á eigna- og skuldahlið í upphafi en verðmunur gæti myndast vegna verð- og gengisbreytinga við uppgjör þeirra.

Aðrar eignir eru meðal annars viðskiptakröfur og lán, ásamt seðlum og innstæðum á bankareikningum.

Gjaldeyriforði er skilgreindur sem erlendar eignir Seðlabanka Íslands sem eru aðgengilegar til inngripa á gjaldeyrismarkaði.

1. Miðað er við lögheimili fjárfesta.

Bein fjármunaeign (stöðustærð) er gerð upp á bókfærðu virði en bein fjárfesting (flæðistærð) er skráð á kaupverði.² Á framangreindu getur verið talsverður munur þegar stórir eignarhlutir í fyrirtækjum eru keyptir á „yfirverði“ og fyrirtæki ákveða að afskrifa hluta kaupverðsins þegar kaupin eiga sér stað. Fjárfestingin er því færð til eignar/skuldar á því verði sem kaupandinn bókfærir en ekki á umsómdu kaupverði. Verðbréfafjárfesting er skráð á markaðsvirði þegar viðskiptin eiga sér stað og staða hennar færð á markaðsvirði á hverjum tíma.

Greiðslujöfnuður

Greiðslujöfnuður skiptist í fjármagnsjöfnuð og viðskiptajöfnuð.

Fjármagnsjöfnuður = bein fjárfesting + verðbréfavíðskipti + annað fjármagn + gjaldeyrisforði

Fjármagnsjöfnuður sýnir fjárflæði erlendra eigna og skulda flokkað eftir eðli fjárfestingarinnar, þ.e. bein fjárfesting, verðbréfavíðskipti, annað fjármagn og gjaldeyrisforði Seðlabanka Íslands.

Viðskiptajöfnuður = vöruskiptajöfnuður + þjónustujöfnuður + þáttatekujöfnuður + rekstrarframlög

Viðskiptajöfnuður sýnir út- og innflutning vöru og þjónustu ásamt þáttatekjum og rekstrarframlögum.

Þáttatekujöfnuður = arður af hlutabréfum + endurfjárfestur hagnaður + áfallnir vextir + launagreiðslur

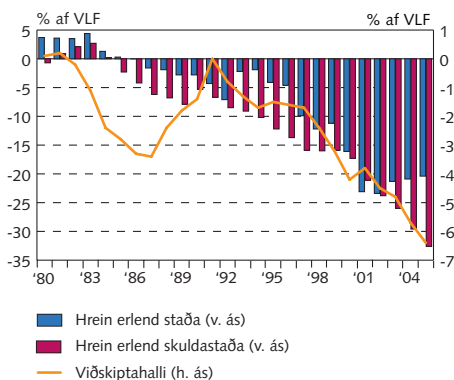
Þáttatekjur og gjöld samanstanda af arði og endurfjárfestum hagnaði sem má rekja til beinnar fjárfestingar og verðbréfafjárfestingar auk áfallinna vaxta af annarri fjárfestingu, ásamt launum verkamanna sem greidd eru af atvinnurekanda í öðru landi. *Endurfjárfestur hagnaður* er sá hluti hagnaðar sem verður eftir hjá fyrirtækjum þegar arður hefur verið greiddur út til hluthafa og er skilgreindur sem viðbótarfjárfesting í fyrirtækjum sem falla undir beina fjárfestingu (eignarhlutur > 10%). Þessi hagnaður eykur eigið fé fyrirtækis. Með sama hætti leiðir taprekstur til neikvæðrar ávöxtunar og lækkunar á eigin fé fyrirtækis. Arðgreiðslur geta einnig orðið svo háar að endurfjárfestur hagnaður verði neikvæður. Hagnaður af starfsemi innlendra félaga í eigu erlendra aðila er færður til gjalda í þáttatekujöfnuði. Sundurliðunin milli arðs og endurfjárfests hagnaðar er eingöngu til nánari útlistunar á þessum gjöldum. Samtímatekjur eru því tekju- eða gjaldfærðar óháð því hvort þær hafi verið greiddar út í formi arðs eða hagnaðurinn endurfjárfestur í fyrirtækinu.

Í fjármagnsjöfnuði greiðslujafnaðar er verðbréfavíðskiptum skipt niður í hlutafé annars vegar og hins vegar skuldaskjöl. Undir verðbréfafjárfestingu flokkast m.a. kaup á hlutabréfum í erlendum fyrirtækjum sem ná ekki 10% eignarhlut. Afrakstur slíkrar fjárfestingar skilar sér inn í greiðslujöfnuðinn sem arðgreiðslur. Í samræmi við aðferðafræði Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er hækkun á markaðsvirði slíkrar fjárfestingar ekki tekin með enda þótt fjárfestar telji slíka hækkun á markaðsvirði til tekna hjá sér.

Þáttatekjur af skuldaskjölum eru áfallnir vextir. Af annarri fjárfestingu teljast einnig vextir af lánum til erlendra aðila til þáttatekna. Eina fjárfestingin sem er ekki vaxtareiknuð eru viðskiptakröfur.

2. Í aðferðafræði Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) og Alþjóðagjaldeyrissjóðsins er mælt með því að bein fjárfesting sé bókfærð á markaðsvirði en jafnframt viðurkennt að erfitt geti verið að mæla markaðsvirði óskráðra fyrirtækja. Skortur á áreiðanlegum gögnum gerir það að verkum að flest lönd, þar með talið Ísland, skrá beina fjármunaeign á bókfærðu verði. Æskilegt er að flest lönd í heiminum notist annað hvort við markaðsverð eða þá bókfært verð svo hægt sé að bera saman einstök lönd.

Mynd 2
Hrein erlend staða og
viðskiptajöfnuður Bandaríkjanna
Árlegar tölur 1980-2005



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Lane & Ferretti (2006).

Álitamál við skráningu utanríkisviðskipta

Mat á greiðslujöfnuði og erlendri stöðu þjóðarbúsins byggist á alþjóðlegum stöðlum. Aukin alþjóðavæðing og gríðarleg aukning í fjármagnsflæði milli landa hefur gert öflun upplýsinga frá mörgum ólíkum aðilum erfiða og úrvinnslu þeirra tímafreka. Því getur í mörgum tilvikum verið erfitt að uppfylla hina alþjóðlegu staðla. Undanfarin misseri hefur átt sér stað töluverð umræða um þessa staðla og þeir verið gagnrýndir. Hefur í þessu sambandi verið bent á að það geti skapað talsvert mismæmi ef vægi beinnar fjárfestingar annars vegar og verðbréfafjárfestingar hins vegar er mismunandi eftir löndum. Hinar mismunandi aðferðir sem notaðar eru við mat á framangreindri fjárfestingu hafa töluverð áhrif á þáttatekjujöfnuðinn en nánar verður greint frá þeim síðar. Hér á eftir er meðal annars fjallað um álitamál sem komið hafa upp víða erlendis, t.d. í Bandaríkjunum, Bretlandi, Svíþjóð og Nýja-Sjálandi. Raktar eru niðurstöður helstu rannsókna á þessu sviði og gerð grein fyrir ólíkum sjónarmiðum sem að baki liggja.

Mikill viðskiptahalli í Bandaríkjunum, hrein erlend staða talsvert neikvæð en jöfnuður þáttatekna jákvæður

Bandaríkin hafa um árabil búið við mikinn og vaxandi halla á viðskiptajöfnuði sínum. Bráðabirgðatölur benda til þess að hallinn á árinu 2006 verði ríflega 6,5% af VLF (sjá mynd 2). Þrátt fyrir að þetta virðist hóflegur halli á íslenskan mælikvarða eru áhrif viðskiptahalla af þessari stærð hjá mesta efnahagsveldi heims nokkurt áhyggjuefni. Skiptar skoðanir eru um sjálfbærni viðskiptahallans í Bandaríkjunum. Sumir telja að hann geti haldið áfram að vaxa án teljandi vandræða fyrir bandarískt efnahagslíf þrátt fyrir að viðvarandi viðskiptahalli í Bandaríkjunum hafi leitt til mikillar erlendra skuldaföfnunar. Bent er á að þrátt fyrir hallarekstur hafi jöfnuður þáttatekna í Bandaríkjunum að jafnaði verið jákvæður síðustu árin.² Hagfræðingar eru sammála um að hluta skýringarinnar sé að finna í ólíkum aðferðum við mat mismunandi fjárfestingarliða. Er þá einna helst horft til mismunandi aðferða við mat á beinni fjárfestingu og verðbréfafjárfestingu. Á meðan sumir telja, líkt og algengt er hér á landi, að mismæmið stafi af vanmati eigna, telja aðrir að útgjöldin séu vanmetin. Þótt aðstæður hér á landi séu á margan hátt ólíkar þeim vandamálum sem verið er að fást við vestanhafs má eflaust draga af þeim nokkurn lærdóm.

Umræðan um viðskiptahalla Bandaríkjanna hefur meðal annars beinst að ávöxtun af beinni fjárfestingu, en opinberar hagtölur benda til þess að bein fjárfesting Bandaríkjamanna erlendis skili rúmlega tvöfalt meiri ávöxtun en bein fjárfesting erlendra aðila í Bandaríkjunum (Gros 2006). Marktækan mun er hins vegar ekki að sjá á öðrum eignaflokkum. Eins og fram hefur komið fyrir í þessari grein er ávöxtun beinnar fjárfestingar tvíþætt. Annars vegar er um að ræða útgreiddan arð til hluthafanna og hins vegar svokallaðan endurfjárfestan hagnað. Við nánari athugun kemur í ljós að ávöxtun í formi arðgreiðslna er svipuð af beinni erlendri fjárfestingu Bandaríkjanna og af beinni fjárfestingu

2. Heildarávöxtun af erlendum eignum Bandaríkjamanna var 5,3% á fyrri helmingi ársins 2006 en aðeins 4,3% af eignum erlendra aðila í Bandaríkjunum (Higgins, Klitgaard og Tille 2006).

erlendra aðila í Bandaríkjunum. Ávöxtun í formi endurfjárfests hagnaðar er hins vegar mun hærrí í beinni fjárfestingu Bandaríkjamanna erlendis. Á árunum 1984-2004 námu þáttatekjur Bandaríkjamanna af endurfjárfestum hagnaði yfir 1.100 milljörðum Bandaríkjadala en þáttgjöld til erlendra fjárfesta námu aðeins 20 milljörðum dala á sama tímabili.

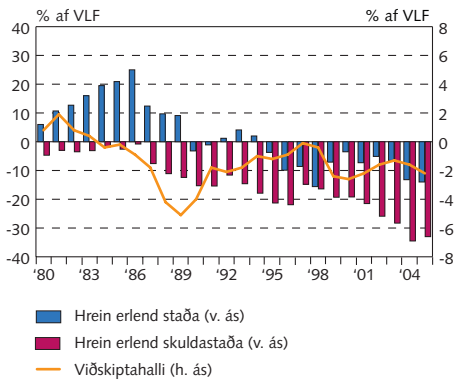
Gros (2006) leiðir að því líkur að þessi munur sé það stór að ekki sé mark takandi á opinberum tölum um endurfjárfestun hagnað. Fyrir því séu margvíslegar ástæður. Þar skiptir mestu að upplýsinga um hagnað bandarísku fjárfestingarinnar í beinni fjárfestingu erlendis er aflagð með könnunum hjá bandarískum fjárfestum. Af skattalegum ástæðum hafi þeir ekki beinan hvata af því að draga úr bókfærðum hagnaði því að hagnaðurinn er ekki skattlagður í Bandaríkjunum fyrr en hann er innlestur. Hins vegar hafi erlendir eigendur beinnar fjárfestingar í Bandaríkjunum skattalegt hagræði af því að gefa upp sem minnstan hagnað til að lágmarka skattgreiðslur (Gros 2006; Heath 2007). Það styður þessa kenningu að ávöxtun verðbréfafjárfestingar erlendra aðila í Bandaríkjunum er talsvert hærrí en ávöxtun af beinni fjárfestingu erlendra aðila í Bandaríkjunum. Ólíklegt má telja að erlendir fjárfestar í Bandaríkjunum muni til lengdar sætta sig við mun minni ávöxtun af beinni fjárfestingu í Bandaríkjunum en af sams konar fjárfestingu utan Bandaríkjanna. Í umdeildri grein varpa hins vegar Hausmann og Sturzenegger (2006a; 2006b) fram þeirri kenningu að misræmi á milli þróunar hreinnar stöðu og þáttatekna megi skýra út frá ákveðnum óefnislegum eiginleikum, sem þeir kalla huldufni (e. dark matter), sem gefur beinni fjárfestingu í Bandaríkjunum forskot á sams konar fjárfestingu í öðrum löndum. Þessir óefnislegu eiginleikar eiga m.a. að vera fólgnir í stjórnmalalegum stöðugleika og aðgangi að þekkingu. Þar af leiðandi geti Bandaríkin viðhaldið núverandi og jafnvel vaxandi viðskiptahalla við útlönd án teljandi vandræða. Gert er ráð fyrir að viðskiptahallinn muni fjármagna sig sjálfur út frá jákvæðum þáttatekjujöfnuði þrátt fyrir vaxandi skuldir.

Higgins *et al.* (2006) telja hins vegar að haldi erlend skuldasöfnun áfram með óbreyttum þunga muni versnandi neikvæð staða brátt vega þyngra en jákvæð ávöxtun af beinni fjárfestingu Bandaríkjamanna erlendis, umfram beina fjárfestingu erlendra aðila í Bandaríkjunum, sem mun þar af leiðandi hafa í för með sér vaxandi halla á þáttatekjujöfnuði.

Langvarandi viðskiptahalli í Bretlandi en samt batnar hrein erlend staða þjóðarbúsins

Bretland hefur um langt skeið búið við halla á viðskiptajöfnuði. Undanfarnir 20 ár hefur viðskiptahallinn verið að meðaltali 2% af vergri landsframleiðslu (sjá mynd 3) en á allra síðustu árum hefur hallinn á vöru- og þjónustujöfnuði aukist. Jafnframt hafa bæði eignir og skuldir þjóðarbúsins vaxið gífurlega, eða um allt að 60% af VLF á ári. Þrátt fyrir viðvarandi viðskiptahalla og mikinn vöxt erlendra eigna og skulda hefur hrein erlend staða aðeins versnað lítils háttar í hlutfalli við eignir og skuldir (Whitaker 2006). Ef erlend staða er umreiknuð á markaðsvirði kemur í ljós að erlendar eignir eru meiri en skuldir (Nickell 2006). Meginskýring þess að hrein erlend eign þjóðarbúsins eykst þótt þjóðin eyði

Mynd 3
Hrein erlend staða og
viðskiptajöfnuður Bretlands
Árlegar tölur 1980-2005



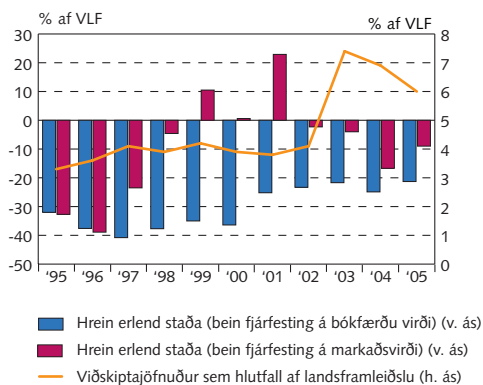
Heimildir: Lane & Ferretti (2006), OECD.

um efni fram um áratuga skeið er mismunandi samsetning og ávöxtun á eigna- og skuldahlið. Ávöxtun erlendra eigna hefur um árabíl verið um 2% hærrí að meðaltali en ávöxtun skulda. Helsta skýringin á þessari umframávöxtun er að hlutfé vegur talsvert þyngra í eignahlíðinni en í skuldahlíðinni, þar sem vaxtaberandi eignir, svo sem skuldabréf og almenn innlán, eru í meirihluta. Það sem vegur einna þyngst er að bein fjárfesting Breta erlendis hefur að jafnaði verið talsvert meiri en bein fjárfesting erlendra aðila í Bretlandi og hefur hrein eign í þessum eignaflokki verið á bilinu 200 til 300 milljarðar punda undanfarin 6 ár. Svipað og í flestum öðrum löndum hefur ávöxtun beinnar fjárfestingar verið talsvert meiri en hinna eignaflokkanna. Það eitt og sér að hlutfall beinnar fjárfestingar í eignasafninu er hærra en hlutfall beinnar fjárfestingar í skuldafafninu skýrir að hluta til þversögnina hér að framan. Það vekur hins vegar athygli að svipuð staða virðist vera uppi í Bretlandi og í Bandaríkjunum þ.e. að ávöxtun beinnar fjárfestingar Breta erlendis er talsvert hærrí en ávöxtun beinnar fjárfestingar erlendra aðila í Bretlandi. Sem dæmi um þetta má nefna að árið 2005 var ávöxtun beinnar erlendar fjárfestingar Breta erlendis um 11% en ávöxtun erlendra aðila af beinum fjárfestingum í Bretlandi var um 7%. Ef eigna- og skuldahlið beinnar fjárfestingar er leiðrétt með tilliti til markaðsverðs lækkar ávöxtunarprósenta eignahlutans niður í rúmlega 5% en skuldahlutans niður í rúm 3% samkvæmt útreikningum Nickel (2006). Þrátt fyrir það er samt um talsverðan mun að ræða Bretum í hag. Sjálfbærni viðskiptahallans er undir því komin að hlutfall hlutabréfa í beinni erlendri fjárfestingu haldist hátt og að þessi munur á ávöxtun, sem erfitt er að skýra, haldist.

Afgangur á viðskiptajöfnuði í Svíþjóð en hrein erlend staða batnar lítið

Ólíkt Bretlandi og Bandaríkjunum hefur Svíþjóð um árabíl haft talsverðan afgang á viðskiptajöfnuði (sjá mynd 4), en síðustu árin skýrist hann einkum af hagstæðum vöru- og þjónustujöfnuði. Þessi afgangur hefur hins vegar ekki skilað sér í aukningu erlendra eigna umfram skuldir. Uppsafnaður afgangur á viðskiptajöfnuði á tímabilinu 1989-2005 nam um 995 milljörðum sænskra króna (SEK). Á sama tímabili batnaði hrein erlend staða hins vegar aðeins um ríflega 50 milljarða SEK. Samkvæmt rannsóknum Blomberg og Falk (2006) og Lane (2006) skýrist þetta einna helst af mismunandi ávöxtun eigna og skulda og breytingum á gengi sænsku krónunnar. Þar sem bæði erlendar eignir og skuldir hafa margfaldast á nokkrum árum hefur viðskiptajöfnuður hlutfallslega sífellt minni áhrif á þróun hreinnar erlendar stöðu. Áhrif gengisbreytinga sænsku krónunnar og hlutfallsleg þróun hlutabréfaverðs í Svíþjóð miðað við erlenda markaði yfirgnæfa framlag viðskiptajafnaðarins til erlendu stöðunnar.³ Í árslok 2005 nam hrein erlend eign Svía um 2.600 milljörðum SEK. Ef gengi sænsku krónunnar hefði veikst um

Mynd 4
Hrein erlend staða og
viðskiptajöfnuður Svíþjóðar
Árlegar tölur 1995-2005



Heimildir: OECD, Sænski seðlabankinn.

3. Þess ber jafnframt að geta að sænski seðlabankinn skráir beina fjárfestingu á markaðsvirði en ekki á bókfærðu virði eins og Seðlabanki Íslands gerir. Sé bein fjárfesting skráð á bókfærðu virði kemur í ljós að hrein staða í lok tímabilsins 1989-2005 er í raun yfir 300 milljörðum sænskra króna lakari en í upphafi þess. Sé miðað við þessa útreikninga, eins og staðlar Alþjóðagjaldeyrissjóðsins segja til um, eru áhrif viðskiptajafnaðar enn minni á hreina erlendu stöðu sænska þjóðarbúsins en niðurstöður Blomberg og Falk benda til.

8% hefði það haft í för með sér að hreinar erlendar eignir ykjast um 208 milljarða SEK en til samanburðar var afgangur af viðskiptajöfnuði Svía árið 2005 um 188 milljarðar SEK. Að sjálfsögðu hefði það öfug áhrif ef sænska krónan styrktist. Eignir erlendra aðila í Svíþjóð eru hins vegar að stærstum hluta í sænskum krónum og því hafa breytingar á verðmæti þeirra mældar í erlendum gjaldeyri ekki áhrif á hreina erlenda stöðu.

Verðbréfaeign erlendra aðila í sænskum hlutabréfum er talsvert meiri en eign Svía í hlutabréfasafni þeirra. Hlutabréf í Svíþjóð hafa hins vegar hækkað hlutfallslega meira í verði en hlutabréf á erlendum mörkuðum. Framlag þessa liðar til hreinnar stöðu hefur því verið óhagstætt mestallt tímabilið. Samantekið hafa þessir þættir haft þau áhrif að hrein erlend staða sænska þjóðarbúsins hefur ekki batnað í samræmi við mikinn afgang á viðskiptajöfnuði undanfarin ár.

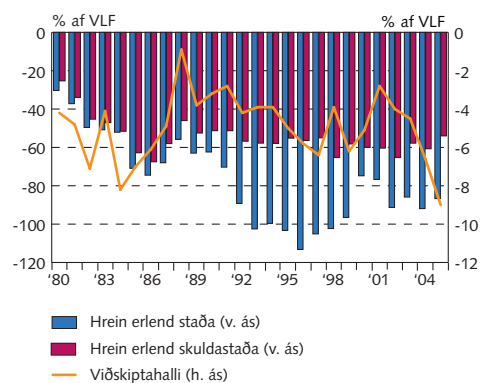
Þróun mála á Nýja-Sjálandi er svipuð og á Íslandi

Þróun efnahagsmála á Nýja-Sjálandi á síðustu árum hefur að ýmsu leyti verið svipuð þróuninni hér á landi (sjá m.a. viðauka 2 í *Peningamálum* 2007/1). Viðskiptahallinn hefur vaxið ár frá ári og nam um 9% af VLF árið 2005 (sjá mynd 5). Andstætt því sem gerst hefur í þeim löndum sem fjallað var um hér að framan hefur þróun hreinnar erlendar stöðu þjóðarbúsins hins vegar verið í takt við þróun viðskiptahallans (sjá t.d. Medina, Munro og Soto (2006)). Hrein erlend staða var neikvæð um sem nemur 89% af VLF árið 2005 og jöfnuður þáttatekna neikvæður um 7% af VLF (Edwards 2006). Meginþáttur viðskiptahallans, ólíkt Íslandi þar til nýlega, hefur verið halli á þáttatekjum, en ekki á vöru- og þjónustuviðskiptum. Mikið streymi erlends fjármagns inn í landið skýrist að miklu leyti af nánnum tengslum þess við Ástralíu, en meginhluti beinnar erlendar fjárfestingar kemur þaðan. Fjárfesting hefur verið mikil í fjármálafyrirtækjum og öðrum geirum þar sem hagnaður hefur verið mikill undanfarin ár. Þetta hefur skilað sér í miklu útstreymi í gegnum liðinn endurfjárfestur hagnaður sem aftur hefur haft mjög neikvæð áhrif á jöfnuð þáttatekna. Svipað og í Svíþjóð hefur ávöxtun erlendra eigna verið talsvert lægri en ávöxtun erlendra skulda, en heildarávöxtun erlendra eigna hefur verið að meðaltali um 3% undanfarin ár en í kringum 6% á erlendum skuldum (Edwards 2006).

Sameiginleg einkenni

Af dæmunum sem rakin eru hér að framan má draga nokkurn lærdóm fyrir Ísland. Eftir því sem erlendar skuldir og eignir hækka geta smávægilegar breytingar á arðsemi einstakra undirflokka haft mikil áhrif á jöfnuð þáttatekna. Þar sem samsetning eigna- og skulda er sjaldan eins getur mismunandi ávöxtun þeirra leitt til jákvæðs jafnaðar þáttatekna þótt hrein staða við útlönd sé neikvæð (eða öfugt), sé hún ekki mjög neikvæð. Sökum mismunandi vægis beinnar fjárfestingar og hlutabréfa í eignasafni einstakra landa getur verðþróun þeirra haft umtalsverð áhrif á þróun hreinnar erlendar stöðu landa, enda ólíklegt að þróun eignaverðs, gengis og vaxta fylgist ávallt að. Því meiri verða áhrifin sem eignir og skuldir eru meiri. Margföldun eigna og skulda getur því ýmist haft veruleg áhrif á hreina erlenda stöðu eða lítil sem engin, eins og í tilfalli Bretlands.

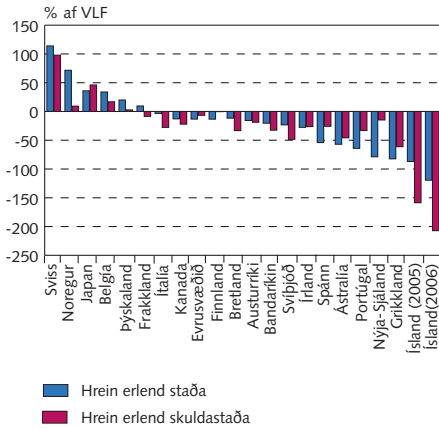
Mynd 5
Hrein erlend staða og viðskiptajöfnuður Nýja-Sjálands
Árlegar tölur 1980-2005



Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Lane & Ferretti (2006), OECD.

Mynd 6

Hrein erlend staða og hrein erlend skuldastaða nokkurra þróaðra ríkja í árslok 2005¹



1. Tölur fyrir Ísland einning fyrir árið 2006.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, heimasiður erlendra seðlabanka og hagstofa, Seðlabanki Íslands.

Alþjóðlegur samanburður

Í alþjóðlegum samanburði sker Ísland sig nokkuð úr, hvort heldur skoðuð er hrein erlend skuldastaða sem hlutfall af vergri landsframleiðslu eða hrein áhættufjárfesting í hlutfalli af vergri landsframleiðslu (sjá myndir í viðauka).

Hrein erlend eignastaða margra helstu iðnríkjana er ekki ósvipuð eignasamsetningu fjárfestingarsjóða (e. hedge funds) (Lane og Milesi-Ferretti 2006). Með því er átt við að hrein erlend skuldastaða er neikvæð en hrein staða í erlendri áhættufjárfestingu⁴ er jákvæð. Með öðrum orðum, flest helstu iðnríki heimsins eru nettó lántakendur í erlendum lánnum og nota þessa fjármuni að hluta til að fjárfesta í fyrirtækjum og verðbréfum erlendis. Af helstu iðnríkjum heimsins (G7) er það aðeins Japan sem sker sig úr með jákvæða erlenda skuldastöðu (þar sem hrein erlend áhættufjárfesting var -2,2% af VLF árið 2004 og hrein erlend skuldastaða var 22,5% af VLF árið 2004,⁵ sjá myndir í viðauka).

Í tilfelli Íslands er áhættufjárfesting innlendra aðila erlendis mun meiri en samsvarandi eignir erlendra aðila á Íslandi. Hrein staða áhættufjárfestingar er því jákvæð. Hlutfall áhættufjárfestingar Íslands af vergri landsframleiðslu er mjög hátt. Aðeins eitt land hefur hærra hlutfall af vergri landsframleiðslu bundið í erlendri áhættufjárfestingu, en það eru Sameinuðu Arabísku Furstadæmin (sjá mynd b í viðauka).

Próun eigna og skulda síðustu árin

Til að fá skýrari mynd af skuldastöðu Íslands er nauðsynlegt að líta nánar á samsetningu eigna og skulda.

Erlendar eignir

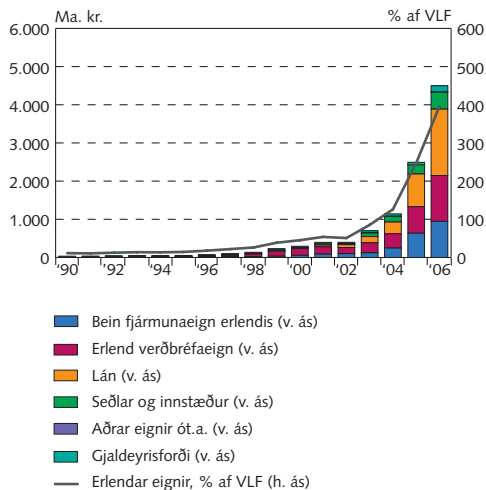
Árið 1995 námu eignir Íslendinga erlendis alls um 14,5% af vergri landsframleiðslu. Árið 2006, aðeins ellefu árum síðar, námu erlendar eignir um 396% af VLF og hafa því meira en tuttuguogsexfaldast mælt í hlutfalli við verga landsframleiðslu (sjá mynd 7). Samsetning erlendra eigna hefur einnig breyst talsvert á tímabilinu. Gjalddeyriforði og viðskiptakröfur voru áður veigamikill hluti af heildareignum erlendis en skipa nú aðeins lítinn sess. Þess í stað hefur hlutfall erlendra lána aukist gífurlega og reiknast nú um 39% af heildareignum erlendis. Hlutdeild erlends hlutfjár í eignasafninu hefur einnig næstum tvöfaldast og er nú tæplega fimmtungur af erlendum eignum. Hlutfé í íslenskum fyrirtækjum í eigu erlendra aðila vegur hins vegar aðeins 6% í heildarskuldum. Bein fjármunaeign Íslendinga erlendis nam alls um 946 ma.kr. í árslok 2006 og var því um 21% af heildareignum erlendis.

Útlán innlendra lánastofnana til erlendra aðila eru einn stærsti einstaki þátturinn í framangreindri aukningu. Árið 2001 námu þessi útlán um 44 ma.kr. en voru árið 2006 um 1.740 ma.kr. Erlend verð-

Mynd 7

Erlendar eignir þjóðarbúsins

Árlegar tölur 1990-2006



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

- Hugtakið áhættufjárfesting er í þessu samhengi skilgreint sem samtala beinnar fjárfestingar og fjárfestingar í hlutfé og hlutfjárstöðum (e. equity investment).
- Þessar upplýsingar miðast við gagnagrunn Lane og Milesi-Ferretti (2006) sem er stærsti gagnagrunnurinn með sambærileg gögn yfir hreina erlenda stöðu flestra ríkja heimsins. Nýjustu gögnin ná hins vegar aðeins fram til ársins 2004. Gögn sem höfundar hafa tekið saman fyrir árið 2005 benda til þess að hrein skuldastaða Þýskalands hafi einnig verið jákvæð árið 2005 (sjá mynd 6).

Tafla 1 Samsetning erlendra eigna Íslendinga 1995 og 2006

	Staða beinnar fjárfestingar (eign)	Hlutafé	Skulda-skjöl	Lán	Seðlar og innstæður	Viðskipta-kröfur	Gjaldeyrisforði
1995	19%	11%	10%	0%	13%	13%	34%
2006	21%	20%	6%	39%	10%	0%	4%

bréfaeign lífeyrissjóða hefur aukist mikið og nam rúmlega 442 ma.kr. í árslok 2006 eða um 10% af heildareignum Íslendinga erlendis og um 37% af heildareign Íslendinga í erlendum verðbréfum.

Umfangsmikil fjárfesting annarra innlendra aðila í fyrirtækjum og verðbréfum skýrir afganginn af eignaukningunni. Bein fjármunaeign innlendra aðila erlendis og hlutdeild hlutafjár í erlendri verðbréfaeign nam alls um 974 ma.kr. umfram áhættufjárfestingu erlendra aðila á Íslandi í árslok 2006.

Fjárfesting innlendra aðila í erlendum fyrirtækjum hefur verið einna umfangsmest á sviði banka- og fjármálastarfsemi, en tekur jafnframt til fyrirtækja á sviði verslunar og þjónustu, matvælaframleiðslu, lyfjaframleiðslu og samgangna. Bein fjármunaeign innlendra aðila erlendis nam alls 635 ma.kr. í árslok 2005 og þar af nam bein fjármunaeign viðskiptabankanna þriggja og eins fjárfestingarbanka um 144 ma.kr. Bein fjármunaeign erlendra aðila á Íslandi nam hins vegar alls um 286 ma.kr. í árslok 2005 og þar af nam bein fjármunaeign í einum viðskiptabanka og í einum fjárfestingarbanka um 61 ma.kr.

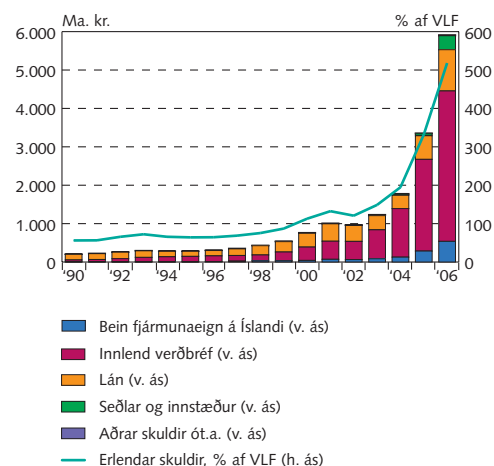
Erlendar skuldir

Alls námu erlendar skuldir Íslendinga í árslok 2006 um 518% af VLF en voru í lok ársins 2005 um 332% af VLF (sjá mynd 8). Hér er um verulega aukningu að ræða en hluti skuldaaukningarinnar skýrist af veikingu krónunnar á árinu 2006 en hún veiktist gagnvart erlendri mynt um 18,8%. Erlendar skuldir innlánsstofnana voru 82% af erlendum skuldum Íslendinga. Erlendar skuldir hins opinbera námu 263 ma.kr. í árslok 2006 og aðrir geirar (aðrar lánastofnanir og atvinnufyrirtæki) skulduðu erlend lán að fjárhæð 516 ma.kr.

Skuldaaukningin er að verulegu leyti spegilmynd erlendu eignaukningarinnar. Íslensku bankarnir hafa að stórum hluta haft milligöngu um útvegum erlends fjármagns til innlendra fjárfesta en bankarnir hafa einnig sjálfir verið umsvifamiklir í fjárfestingu erlendis. Auk þess hefur talsverður hluti af erlendri skuldaaukningu bankanna fjármagnað innlend útlán sem að hluta til hafa verið nýtt af innlendum fjárfestum til fjárfestingar erlendis. Erlend skuldaaukning verður hins vegar ekki rakin til ríkis og sveitarfélaga þar sem hið opinbera greiddi þvert á móti upp talsvert af erlendum skuldum á tímabilinu.⁶

6. Árið 2000 námu erlendar skuldir hins opinbera um 167 ma.kr. Árið 2005 voru þær komnar í um 172 ma.kr. en á sama tíma jukust erlendar skuldir þjóðarbúsins í heild um 2.592 ma.kr. Árið 2006 jukust erlendar skuldir hins opinbera um 91 ma.kr. og munar þar mestu að ríkissjóður tók undir lok ársins lán til að styrkja gjaldeyrisforðann. Á sama tíma jukust erlendar skuldir þjóðarbúsins í heild um 2.569 ma.kr. Erlendar skuldir innlendra innlánsstofnana hafa aukist í takt við stækkandi efnahagsreikninga þeirra. Alls námu erlendar skuldir innlendra innlánsstofnana í lok ársins 2006 um 4.220 ma.kr. en voru 453 ma.kr. í árslok 2002.

Mynd 8
Erlendar skuldir þjóðarbúsins
Árlegar tölur 1990-2006



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Tafla 2 Samsetning erlendra skulda Íslendinga 1995 og 2006

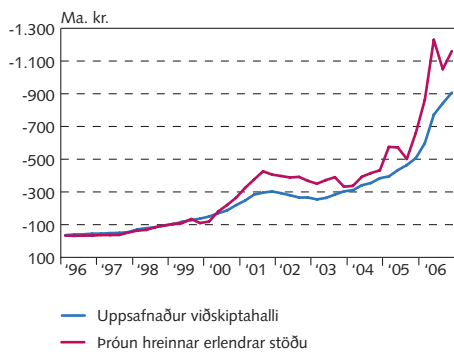
	Staða beinnar fjárfestingar (skuld)	Hlutafé	Skulda-skjöl	Lán	Seðlar og innstæður	Viðskipta-skuldir	Aðrar skuldir
1995	3%	0%	48%	46%	0%	2%	1%
2006	9%	6%	63%	16%	6%	0%	0%

Hrein erlend staða hefur versnað meira en viðskiptahallinn gefur tilefni til

Afgangur á viðskiptajöfnuði er vísbending um að hluti af sparnaði landsmanna hafi verið notaður til að fjárfesta erlendis eða til þess að greiða niður erlendar skuldir. Sé hins vegar halli á viðskiptajöfnuði eru landsmenn aftur á móti að eyða um efni fram og safna erlendum skuldum. Með réttu ætti uppsafnaður viðskiptajöfnuður því að endurspeglast nákvæmlega í þróun hreinnar erlendar stöðu þjóðarbúsins. Nokkuð gott samræmi var á milli uppsafnaðs viðskiptahalla og hreinnar erlendar stöðu þjóðarbúsins fram til ársins 2000 (sjá mynd 9). Fram til ársins 1995 var erlendri lántöku og eignamyndun stýrt af opinberum aðilum og lítið um hvort tveggja beina fjárfestingu erlendis og fjárfestingu í erlendum verðbréfum. Með EES-samkomulaginu varð gjörbreyting á heimildum innlendra aðila til erlendra fjárfestinga. Í tengslum við einkavæðingu bankanna, sem hófst á ný árið 1998 og lauk árið 2003, jukust bæði eignir og skuldir innlendra aðila erlendis gífurlega.

Þróun skuldastöðunnar frá og með árinu 2000 er talsvert óhagstæðari en uppsafnaður viðskiptajöfnuður virðist gefa tilefni til. Mynd 9 sýnir uppsafnaðan viðskiptahalla ásamt þróun hreinnar erlendar stöðu frá árinu 1996, en það ár var um það bil jafnvægi í viðskiptum Íslands við útlönd. Helsta skýringin á þessu ósamræmi liggur í virðisbreytingum eigna og skulda. Á árunum 2000-2002 var til að mynda talsvert verðfall á erlendum hlutabréfamörkuðum sem ætla má að hafi rýrt virði erlendar verðbréfaeignar Íslendinga um rúmlega 72 ma.kr. Á móti vegur að á sama tíma jókst virði erlendra verðbréfa í krónum talið um sem nemur rúmlega 21 ma.kr. vegna veikingar krónunnar.

Mynd 9
Uppsafnaður viðskiptahalli og þróun hreinnar erlendar stöðu



Heimildir: Útreikningar höfunda, Seðlabanki Íslands.

Hverju hafa erlendar eignir skilað í þjóðarbúið?

Hér að framan hefur verið fjallað um eignamyndun og skuldasoðun Íslendinga erlendis. Bent hefur verið á að eignir og skuldir hafa aukist mikið á allra síðustu árum og að það eitt og sér hafi í för með sér aukið vægi þáttatekna í viðskiptajöfnuði. Með þessa þróun í huga er áhugavert að skoða ávöxtun þessara eigna í eigu innlendra aðila og samsvarandi þróun skulda (sjá mynd 10).

Hafa tekjur af erlendum eignum hækkað í samræmi við aukningu þeirra?

Athygli vekur að um 41% af erlendum eignum þjóðarbúsins er það sem flokka má sem áhættufjárfestingu, þ.e. bein fjárfesting og hlutafé í verðbréfafjárfestingu. Aðeins um 14,6% skulda falla hins vegar undir þessa skilgreiningu. Eins og rakið var hér að framan er aðeins eitt land sem hefur hærra hlutfall af vergri landsframléiðslu sinni bundið í erlendri áhættufjárfestingu. Fyrirfram mætti því ætla að arðsemi af erlenda eignasafninu sé hærri en af erlenda skuldafafninu.

Tafla 3 Meðalávöxtun eigna og skulda árin 1996-2006

	Ávöxtun eigna (%)	Ávöxtun skulda (%)	Mismunur (%)
Fjárfesting alls	3,5	4,8	-1,3
Bein fjárfesting	7,5	12,7	-5,2
Eigið fjármagn	9,1	15,7	-6,6
Lán milli tengdra félaga	3,0	4,5	-1,5
Verðbréf ¹	1,4	4,6	-3,2
Hlutfé	0,9	2,5	-1,6
Skuldaskjöl	4,4	4,7	-0,3
Aðrar eignir/skuldir	3,7	3,9	-0,2

1. Könnun á ávöxtun erlendra verðbréfaeignar er gerð með fyrirspurnum til stærstu fagfjárfestanna.

Eins og sjá má á samanburðinum í töflu 3 er ávöxtun eigna í beinni fjárfestingu bæði Íslendinga erlendis og erlendra aðila á Íslandi áberandi hærri en ávöxtun í öðrum eignaflokkum. Þessi niðurstaða fæst m.a. vegna þess að bein fjármunaeign er færð á bókfærðu verði og breytist því ekki í takt við þróun á hlutabréfamörkuðum. Miðað við hækkun eigna bæði héraðs og erlendis má leiða líkur að því að þessar eignir í beinni fjárfestingu kunni að vera talsvert vanmetnar með tilliti til markaðsvirðis. Önnur skýring á hárrí ávöxtun eigna í beinni fjárfestingu er að þetta eru almennt áhættusamari eignir en aðrar. Því sé eðlilegt að meðalávöxtun þeirra sé hærri en á öðrum eignum til að bæta fjárfestum það upp að taka á sig aukna áhættu. Hins vegar hefur meðalávöxtun af beinni erlendra fjárfestingu erlendra aðila á Íslandi verið mun hærri en ávöxtun af beinni fjárfestingu Íslendinga erlendis, öfugt við þróun þáttatekna í Bandaríkjunum og Bretlandi.

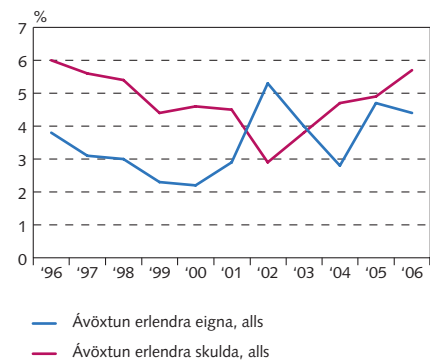
Á tímabilinu 1996-2006 var meðalávöxtun af beinni fjárfestingu Íslendinga erlendis um 7,5%. Ávöxtun erlendra aðila af beinni fjárfestingu í innlendum fyrirtækjum var hinsvegar 12,7% og virðist því muna 5,2 prósentum í ávöxtun (tafla 3). Þessi niðurstaða sýnir að meðalávöxtun af beinni fjárfestingu Íslendinga erlendis er sýnu lakari en ávöxtun erlendra aðila af beinni fjárfestingu á Íslandi. Þegar haft er í huga að bein fjárfesting Íslendinga erlendis er hlutfallslega stærri hluti af eignum þjóðarbúsins en bein fjárfesting erlendra aðila er af skuldum þjóðarbúsins er ljóst að þessi munur í ávöxtun vegur þungt í viðskiptajöfnuði Íslands. Rekja má framangreindan munur á ávöxtun til þess að samanlagður rekstrarhagnaður erlendra fyrirtækja í eigu innlendra aðila var mun minni en samanlagður rekstrarhagnaður innlendra fyrirtækja í eigu erlendra aðila.

Þótt hagnaðurinn hafi verið minni af rekstrinum erlendis en héraðs er ekki þar með sagt að hagnaðurinn hafi verið lítill, sérstaklega þegar haft er í huga að það var ekki fyrr en árið 2000 að bein fjárfesting innlendra aðila erlendis fór að aukast verulega. Margar af beinum fjárfestingum Íslendinga erlendis eru því tiltölulega nýjar af nálinni en nokkur ár kunna að líða þar til settum markmiðum í rekstri þessara keyptu fyrirtækja er náð. Taprekstur nokkurra erlendra félaga í eigu innlendra aðila á tímabilinu 1996-2006 er ein meginástæða þess að meðalávöxtunin af beinni fjárfestingu Íslendinga erlendis var lakari en meðalávöxtun erlendra aðila af beinni fjárfestingu á Íslandi. Góður hagnaður innlendra fyrirtækja í eigu erlendra aðila á árunum 2004-2006 hefur að sama skapi mikil áhrif á meðalávöxtunina.

Mynd 10

Ávöxtun erlendra eigna og skulda

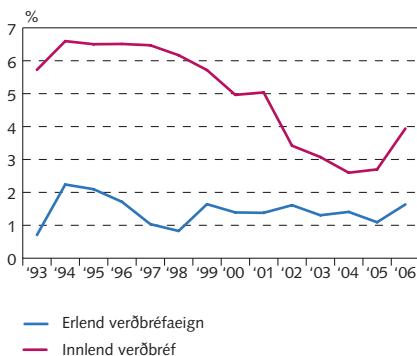
Ávöxtun af meðalstöðu



Heimildir: Útreikningar höfunda, Seðlabanki Íslands.

Mynd 11

Ávöxtun á erlendri verðbréfaeign og íslenskum verðbréfum í eigu erlendra aðila
Ávöxtun af meðalstöðu



Heimildir: Útreikningar höfunda, Seðlabanki Íslands.

Tafla 4 Meðalávöxtun eigna og skulda árið 2006

	Ávöxtun eigna (%)	Ávöxtun skulda (%)	Mismunur (%)
Fjárfesting alls	4,5	5,7	-1,2
Bein fjárfesting	9,9	23,2	-13,3
Eigið fjármagn	11,3	29,0	-17,7
Lán milli tengdra félaga	2,6	3,3	-0,7
Verðbréf	1,6	4,0	-2,4
Hlutfé	1,2	1,2	0,0
Skuldaskjöl	3,5	4,3	-0,8
Aðrar eignir/skuldir	3,7	4,1	-0,4

Árið 2004 var meðalávöxtun Íslendinga af beinni fjárfestingu erlendis 7,6% og árið 2005 var ávöxtunin 13,5% sem er frekar hátt miðað við þau lönd sem fjallað er um í þessari grein. Ávöxtunin lækkaði aftur árið 2006 og var þá 9,9% (sjá töflu 4). Meðalávöxtun beinnar fjárfestingar erlendra aðila á Íslandi var öllu hærri þessi ár, eða 32,4% árið 2004, 31% árið 2005 og 23,2% árið 2006. Til samanburðar má nefna að ávöxtun beinnar erlendar fjárfestingar Bandaríkjamanna var 8% á fyrri helmingi ársins 2006 en bein fjárfesting erlendra aðila í Bandaríkjunum skilaði hins vegar 5,1% ávöxtun (Higgins, Klitgaard og Tille 2006).

Fróðlegt er að skoða meðalávöxtun af verðbréfafjárfestingu samborið við meðalávöxtun af beinni fjárfestingu. Eins og fram kemur í töflu 3 var meðalávöxtun af verðbréfafjárfestingu innlendra aðila erlendis á tímabilinu 1996-2006 einungis um 1,4% samborið við um 4,6% meðalávöxtun erlendra aðila af innlendra verðbréfafjárfestingu (sjá mynd 11). Sé hins vegar einungis litið til ársins 2006 hefur bilið minnkað en er enn óhagstætt íslenskum fjárfestum um sem nemur 2,4 prósentum (sjá töflu 4). Þessi munur skýrist eingöngu af hærri vöxtum af innlendum skuldaskjölum en erlendum því að ávöxtun innlands og erlends hlutfjárj af verðbréfasafninu var hin sama á árinu 2006.

Við samanburð á meðalávöxtun af beinni fjárfestingu við verðbréfafjárfestingu er mikilvægt að hafa í huga mismunandi aðferðafræði við mælingu ávöxtunar sem gerir það að verkum að ávöxtun af beinni fjárfestingu er að jafnaði mun hærri en ávöxtun af verðbréfafjárfestingu. Skipta þar mestu máli annars vegar lágur arðgreiðslur og hins vegar það að ekki er tekin með hækkun á markaðsverði.

Eru tekjur af fjárfestingu innlendra aðila of- eða vantaldar í greiðslujöfnuði við útlönd ?

Á síðustu árum hafa nokkur innlend félög í eigu erlendra aðila, að hluta til eða öllu leyti, skilað methagnaði. Vöxtur beinnar fjárfestingar innlendra aðila erlendis hefur verið með því mesta sem gerist í heiminum og erlend verðbréfafjárfesting innlendra aðila stórukist. Allt þetta og ýmislegt fleira hefur gerst á sama tíma og viðvarandi halli hefur verið á viðskiptum Íslands við útlönd. Skal því engan undra að þessi þróun hafi kallað á margs konar vangaveltur meðal erlendra og innlendra sérfræðinga um það hvort hallinn gefi rétta mynd af erlendri stöðu þjóðarbúsins. Þessar vangaveltur hafa bæði beinst að gjalda- og tekjuhlutanum í jöfnuði þáttatekna og eru teknar saman í töflu 5.

Tafla 5 Álitafni um mat á jöfnuði þáttatekna

<ul style="list-style-type: none"> Lágar arðgreiðslur í verðbréfafjárfestingu og ekki tekið tillit til hækkunar markaðsverðs. 	<ul style="list-style-type: none"> Endurfjárfestur hagnaður í beinni fjárfestingu.
<ul style="list-style-type: none"> Bókfærð eign í erlendum hlutdeildar- og dótturfélögum. 	<ul style="list-style-type: none"> Erlend eignarhaldsfélög í eigu innlendra aðila.
<ul style="list-style-type: none"> Bókun viðskiptavildar við kaup á erlendum félögum. 	<ul style="list-style-type: none"> Kaup innlendra aðila (einstaklinga) á fasteignum á erlendri grund.

Endurfjárfestur hagnaður í beinni fjárfestingu

Lágar arðgreiðslur í verðbréfafjárfestingu og meiri hagnaður erlendra aðila af rekstri innlendra félaga en hagnaður af rekstri erlendra félaga í eigu innlendra aðila undanfarin ár hefur orðið til þess að liðurinn endurfjárfestur hagnaður í beinni fjárfestingu fær sífellt meiri athygli. Með framangreint í huga er ekki úr vegi að skoða tilurð þessa hugtaks og hagrænt gildi endurfjárfests hagnaðar.

Það var ekki fyrr en árið 1997 að liðurinn endurfjárfestur hagnaður var tekinn inn sem einn af undirliðum talna um beina fjárfestingu í tölum Seðlabanka Íslands.⁷ Í desemberhefti Hagtalna mánaðarins árið 1997 segir nánar um þetta:

„Athygli er vakin á að viðskiptajöfnuður fyrri ára hefur verið endurskoðaður, þar sem endurfjárfesting hagnaðar af beinni fjárfestingu í atvinnurekstri hefur verið bætt við þáttatekjur. Fram til þessa hafa einungis arðgreiðslur verið taldar til þáttatekna, en nú er hagnaðurinn allur talinn sem arður af beinni fjárfestingu. Arður af beinni fjárfestingu er því færður í uppgjör greiðslujafnaðar þegar hann fellur til en ekki einungis þegar hann kemur til útborgunar. Hlutdeild innlendra fjárfesta í hagnaði erlendra fyrirtækja eru þáttatekjur en til gjalda færast hagnaðarhlutur erlendra aðila í innlendum fyrirtækjum. Endurfjárfestur hagnaður að frádregnum arðgreiðslum er mótbókaður í fjármagnsjöfnuði og talinn með beinni fjárfestingu. Mikið tap fyrirtækja með erlendri eignaraðild á Íslandi á árunum 1990-1993 minnkar viðskiptahalla þjóðarinnar um 1-2 ma.kr. á ári. Á síðustu árum hefur hagnaður þeirra verið meiri en tekjur af fjárfestingum Íslendinga í útlöndum, sem rýrir viðskiptajöfnuðinn.“

Á allra síðustu árum hefur hlutfall endurfjárfests hagnaðar hækkad gríðarlega í tölum um beina fjárfestingu erlendra aðila á Íslandi. Á sama tíma hefur hlutfall endurfjárfests hagnaðar í beinni fjárfestingu innlendra aðila erlendis hækkað minna. Þessa þróun má sjá í töflu 6. Skýringin á þessu er sú að samanlagður hagnaður innlendra fyrirtækja, sem eru í eigu erlendra aðila að hluta til eða öllu leyti, hefur verið mun meiri en samanlagður hagnaður af rekstri erlendra fyrirtækja í eigu innlendra aðila að hluta til eða öllu leyti.

Tap fyrirtækja með erlendri eignaraðild á Íslandi á árunum 1999-2002 minnkaði viðskiptahalla þjóðarinnar á þessum árum. Árin 2004-2006 var samanlagður hagnaður innlendra félaga í eigu erlendra aðila mun meiri en samanlagður hagnaður erlendra félaga í eigu innlendra

7. Margar þjóðir áttu í erfiðleikum með þetta hugtak og gátu lengi vel ekki mælt endurfjárfestun hagnað því að upplýsingar um hann koma ekki fram í greiðslukerfum (ITRS).

Tafla 6 Endurfjárfestur hagnaður og áhrif hans á viðskiptajöfnuð

	Endurfjárfestur hagnaður		Nettó	Viðskiptajöfnuður að undanskildum endurfjárfestum hagnaði
	Íslendinga erlendis	Erlendra aðila á Íslandi		
1990	365	-762	1.127	-8.834
1991	114	-2.016	2.130	-18.119
1992	141	-1.833	1.973	-11.515
1993	194	-1.366	1.560	1.349
1994	-194	778	-972	9.492
1995	-187	160	-347	3.737
1996	360	931	-571	-8.129
1997	41	1.441	-1.400	-8.059
1998	138	1.127	-988	-38.812
1999	1.212	-3.794	5.006	-47.927
2000	419	-1.552	1.971	-71.410
2001	4.449	-2.394	6.843	-40.208
2002	12.547	-3.267	15.814	-3.279
2003	13.914	5.836	8.078	-48.193
2004	9.527	31.487	-21.960	-69.023
2005	54.302	61.794	-7.492	-157.296
2006	75.283	86.568	-11.285	-300.321

Allar upphæðir eru í milljónum króna.

aðila að hluta til eða öllu leyti en það rýrði á hinn bóginn viðskiptajöfnuðinn verulega, ekki síst árið 2005.

Þáttatekjur samanstanda af arði og endurfjárfestum hagnaði sem rekja má til beinna fjárfestinga auk áfallinna vaxta af annarri fjárfestingu. Endurfjárfestur hagnaður er því af svipuðum toga og áfallnir vextir þ.e.a.s. verið er að mæla áfallinn arð sem greiddur verður út síðar. Hagnaðurinn styrkir eigið fé fyrirtækis þar til að hann er greiddur út sem arður, eða í síðasta lagi við sölu fyrirtækis. Endurfjárfestur hagnaður er mældur ársfjórðungslega. Aukið umfang þáttatekna hefur leitt til aukinna sveiflna í greiðslujafnaðaruppgjörinu.⁸

Með endurfjárfestum hagnaði í beinni fjárfestingu er verið að mæla áunnar tekjur sem styrkja eigið fé fyrirtækis og þar með markaðsvirði. Að jafnaði er þess að vænta að samhengi sé á milli eigin fjár og markaðsvirðis fyrirtækis, þótt markaðsverð endurspegli einnig væntan hagnað. Hagnaður fyrirtækis sem ekki er greiddur út sem arður er því bókaður sem þáttatekjur annars vegar og fjárfesting í fjármagnsjöfnuði hins vegar. Ef greiddur er út arður ætti markaðsvirði fyrirtækisins að öllu jöfnu að lækka.

Öðru máli gegnir um verðbréfafjárfestingu⁹ því þá eru arðgreiðslur einungis bókaðar sem tekjur en ekki tekið tillit til endurfjárfestingar sem birtast ætti í hækkun markaðsvirðis hlutabréfa. Hér ber þó að hafa í huga að það kann að reynast tímafrekt og um leið flókið

8. Sérfræðingar sænska seðlabankans eru þeirrar skoðunar að ekki eigi að reikna á hverjum ársfjórðungi heildarhagnað út frá niðurstöðu rekstrarreiknings heldur þess í stað heildarhagnað án verðbreytinga og söluhagnaðar. Kosturinn við þá aðferð er sá að hún dregur úr sveiflum. Á móti kemur að þessi aðferð kallar að öllum líkindum á ársfjórðungslegar upplýsingar úr bókhaldi fyrirtækja svo að hægt sé að stilla upp nýjum rekstrarreikningi án sveifluliða sé þörf á því.

9. Fjárfesting á undir 10% hlut í hlutabréfum og hlutdeildarskirteinum í verðbréfasjóðum.

að meta endurfjárfestingu út frá efnahagsreikningum viðkomandi sjóða, sérstaklega þegar um er að ræða stórt verðbréfasafn, t.d. hlutdeildarskírteini erlendra verðbréfasjóða. Það mætti t.d. fara þá leið að meta gengishækkun hlutabréfa til tekna, þótt því gætu fylgt miklar sveiflur, en það hefur ekki verið gert. Fram til þessa hefur sá háttur hefur verið á hafður að endurmeta reglulega stöðu eigna miðað við markaðsverð. Af framangreindu má ráða að ólíkum aðferðum er beitt við mat á tekjum af beinni fjárfestingu annars vegar og af verðbréfafjárfestingum hins vegar. Þessar ólíku aðferðir sem fram koma í handbók Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um greiðslujöfnuð og erlenda stöðu geta haft mikil áhrif og þá sérstaklega ef erlend verðbréfaeign þjóðar er mikil.

Hreinn endurfjárfestur hagnaður í þáttajöfnuði var neikvæður á árunum 2004-2006 eftir að hafa verið jákvæður í fimm ár þar á undan (tafla 6). Jöfnuður þáttatekna í heild var einnig óhagstæður á árunum 2004-2006 (sjá mynd 13) og helgast það einna helst af því að hrein staða við útlönd var neikvæð.

Þrátt fyrir að tekjur af beinum fjárfestingum Íslendinga erlendis séu umtalsverðar hafa þær ekki dugað til að veða upp á móti gjöldum til erlendra aðila af fjárfestingum þeirra í innlendum félögum sem skráð eru í Kauphöll Íslands eða eru óskráð. Þess ber að geta að há arðgreiðsla eins innlends fyrirtækis sem eingöngu er í eigu eins erlendis aðila hafði mikil áhrif á endurfjárfestun hagnað ársins 2003.

Mikill hagnaður margra innlendra fyrirtækja hafði áhrif á tölur um endurfjárfestun hagnað árin 2004-2006. Ekki eru öll fyrirtæki sem erlendir aðilar hafa fjárfest í hér á landi skráð í Kauphöll Íslands,¹⁰ en þróun úrvalsvísitölunnar (sjá mynd 12) gefur vísbendingu um góða afkomu margra innlendra fyrirtækja á sl. árum. Hinn mikli hagnaður á síðustu árum hefur skilað erlendum fjárfestum góðum arði. Þótt mikill hagnaður sé jafnan gleðiefni þá hefur hann neikvæð áhrif á jöfnuð þáttatekna.

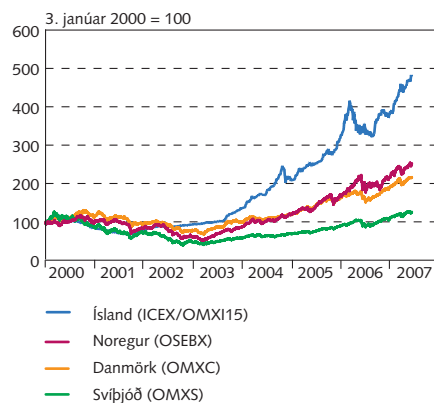
Erlend eignarhaldsfélög í eigu innlendra aðila eignast hlut í innlendum félögum

Allt frá árinu 1998 en þó sérstaklega frá árinu 2005 hefur sú þróun verið áberandi að fjölmörg erlend (eignarhalds)félög sem eru að einhverju leyti í eigu innlendra aðila hafi eignast verðmætan eignarhlut í fyrirtækjum í Kauphöll Íslands¹¹. Hlutur slíkra félaga í beinni fjárfestingu á Íslandi hefur vaxið umtalsvert á síðustu árum og sú skoðun m.a. verið sett fram að horfa eigi framhjá tilkynningum er varða slík félög ef þau virðast tengjast innlendum aðilum á einn eða annan hátt. Vegna þessa er rétt að geta þess að við mat á beinni fjárfestingu er fylgt aðferðafræði Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (IMF) og Efnahags- og framfarastofnunarinnar (OECD) sem m.a. mælir fyrir um það að við greiningu á innlendum og erlendum aðilum skuli miða við lögheimili þeirra. Við uppgjör beinnar fjárfestingar er m.a. litið til tilkynninga frá félögum í Kauphöll Íslands.

10. Nafnið Kauphöll Íslands breyttist yfir í OMX þann 3. apríl 2007 þegar Kauphöllin sameinadist OMX Nordic Exchange.

11. Á Íslandi er oftast talað um eignarhaldsfélög þótt slík félög geti verið ansi fjölbreytileg. Sum af þessum félögum gætu fallið undir skilgreininguna að vera „Special Purpose Entities“ (SPEs) en önnur gætu fallið undir það að vera „offshore enterprises“. Sjá Glossary of FDI terms, <http://www.oecd.org/dataoecd/56/1/2487495.pdf>.

Mynd 12
Hlutabréfaverð á Norðurlöndunum
Daglegar tölur 3. janúar 2000 - 18. maí 2007



Heimild: Reuters EcoWin.

Aukið frjálsræði til fjármagnsflutninga á grundvelli EES-samningsins auk breytinga á laga- og stofnanaumhverfi fjármálamarkaðarins og á hagkerfinu í heild því samfara hefur haft mikil áhrif á umfang og eðli beinnar fjárfestingar. Eftir að fjármagnsflutningar voru gefnir frjálssir í ársbyrjun 1995 fór smám saman að bera á eignarhaldsfélögum sem stofnuð voru á erlendri grund en voru að einhverju eða að mestu leyti í eigu innlendra aðila. Segja má að fjárfesting Scandinavian Holding S.A. sem keypti um 24,1% hlut í Fjárfestingarbanka atvinnulífsins hf. við einkavæðingu bankans árið 1998 hafi gefið tóninn í þessu sambandi.

Á síðustu tveimur árum hafa sífellt fleiri innlendir aðilar sem eiga 10% eða stærri eignarhlut í fyrirtækjum skráðum í Kauphöll Íslands eða í óskráðum félögum flutt eignarhald á hlut í innlendum fyrirtækjum yfir í erlend eignarhaldsfélög. Það hafði t.d. mikil áhrif á tölur um beina fjárfestingu innlendra aðila erlendis árið 2005 og beina fjárfestingu erlendra aðila á Íslandi að innlendir aðili flutti eignarhald á hlut í nokkrum skráðum félögum í Kauphöll Íslands yfir í erlent félag. Áhrif þessa á jöfnuð þáttatekna komu þannig fram að hlutur hins „erlenda“ fjárfestis af miklum hagnaði innlenda félagsins (bæði í formi útgreidds arðs og endurfjárfests hagnaðar) var skráður sem tekjur og fjárfesting þess lands sem eignarhaldsfélagið var með lögheimili í. Vegna þess að erlenda eignarhaldsfélagið var í eigu móðurfélags á Íslandi þá skilaði hagnaður þess félags sér hins vegar inn í uppgjör móðurfélagsins á Íslandi og sem þáttatekjur í greiðslujöfnuði. Þarna á sér því stað ákveðin „hringrás“. Slíkur flutningur á eignarhaldi þarf einnig að endurspeglast í flæði fjármagns. Því hefur verið aflað upplýsinga um bókfært verð þess hlutar sem færður er í erlent félag og fjárhæðin jafnframt mótbókun sem bein erlend fjárfesting í innlenda félaginu.

Árið 2006 var tilkynnt um flutning á eignarhaldi á eignarhlut í nokkrum verðmætum innlendum félögum yfir í erlend eignarhaldsfélög og mun það að óbreyttu hafa töluverð áhrif á jöfnuð þáttatekna á komandi árum. Að baki þessum tilkynningum um flutning á eignarhaldi liggur í flestum tilvikum sú skýring að Ísland sé frábrugðið mörgum Evrópulöndum að því leyti að hagnaður af sölu hlutabréfa er skattlagður hér, en er það ekki víða annar staðar í Evrópu, til dæmis í Hollandi.

Færst hefur í vöxt að íslensk fyrirtæki og einstaklingar færi hlutabréfaeign sína til útlanda beinlínis í því skyni að komast hjá því að greiða skatt af söluhagnaði hlutabréfa, sem er skattskyldur hér á landi en þó eru ákveðnar frestunarheimildir fyrir hendi. Söluhagnaður hlutabréfa er hins vegar almennt undanþeginn skattlagningu í öðrum Evrópuríkjum að ákveðnum skilyrðum uppfylltum. Sem dæmi má nefna Noreg, Svíþjóð, Danmörku og Holland. Þrátt fyrir að slíkur hagnaður sé skattfrjálss í mörgum Evrópulöndum hefur Holland orðið fyrir valinu hjá mörgum innlendum aðilum á síðustu misserum. Ástæðan fyrir því að Holland er vinsælla en önnur lönd er sú að hollensku reglurnar eru rýmri og þægilegri en annars staðar auk þess sem boðið er upp á annars konar skatthaggræði. Lágt tekjuskattsþrep á fyrirtæki á Íslandi virðist því ekki duga eitt og sér þegar innlendir fjárfestar taka ákvörðun um hvar lögheimili félaga þeirra eigi að vera.¹²

12. Sjá einnig umræðu um þetta í MBL. 11. jan. bls. 12 (viðskipti og atvinnulíf) og 25. jan. 2007, bls. 8 (viðskipti/athafnalíf).

Sú skoðun hefur verið sett fram að líta eigi framhjá slíkum flutningi á eignarhaldi en ýmis álitæfni koma upp í því sambandi. Fyrst ber að nefna að oft á tíðum eru ekki fyrirbyggjandi nákvæmar upplýsingar um hverjir eru eigendur erlendu eignarhaldsfélaganna. Innlendir aðilar, stundum með lögheimili á Íslandi koma oftast fram fyrir hönd þessara félaga en upplýsingar um eignarhald í slíkum félögum er stundum erfitt að nálgast. Helgast það m.a. af því að lögheimili þessara félaga er erlendis og því þarf að beina fyrirspurnum þangað eða til þeirra einstaklinga sem komið hafa fram fyrir hönd félaganna en lögheimili þessara einstaklinga er ýmist héraðs erlendis eða erlendis. Upplýsingar um nákvæmt eignarhald í slíkum eignarhaldsfélögum koma einna helst fram þegar útbúin er útboðslýsing fyrir skráð félag í Kauphöll Íslands en nokkur tími kann að líða frá þeim tíma er erlent eignarhaldsfélag fjárfestir í skráðu félagi og þar til að útbúin er útboðslýsing vegna hlutfjárútbóðs.

Hafa ber í huga að flest erlend eignarhaldsfélög í eigu innlendra aðila eru gerð upp eins og þau væru íslensk félög og því skilar afkoma þeirra sér inn í afkomu íslenska móðurfélagsins að fullu. Meginbreytingin er sú að eignarhaldið á hlutum í innlendum félögum er vistað í erlendum eignarhaldsfélögum. Vistun hlutabréfanna erlendis hefur engin áhrif á uppgjör móðurfélagsins hér heima.¹³

Eins fram hefur komið geta áhrif þess að flytja eignarhlut í innlendum félögum til útlanda verið mikil þegar kemur að tölum um beina fjárfestingu. Í því sambandi ber einnig að hafa í huga að í þeim skýrslum sem birtust um íslenskt efnahagslíf árið 2006 var vakin athygli á kross- eignarhaldi í íslenskum fyrirtækjum og á því hversu fá fyrirtæki væru ráðandi í atvinnugreinum Íslendinga.¹⁴ Árið 2004 áttu 8 fyrirtæki 78% beinnar fjármunaeignar Íslendinga erlendis, þar af eitt fyrirtæki 35%.

Lágar arðgreiðslur og ekki tekið tillit til hækkunar markaðsverðs í verðbréfafjárfestingu

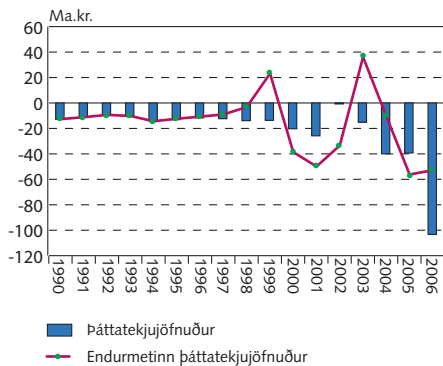
Algengt er að hlutfélög og verðbréfasjóðir greiði ekki arð til fjárfesta heldur felst ávinningur þeirra í mögulegri hækkun á markaðsvirði bréfanna. Þau fyrirtæki sem greiða út arð miða arðgreiðslur við nafnverð hlutabréfanna sem gerir lága prósentu af markaðsvirði þeirra, samanber hlutfall arðgreiðslna í samanburði við markaðsverð (e. dividend yield). Ágætt dæmi um þetta er að lífeyrissjóðirnir hafa sýnt miklu hærri ávöxtun af erlendra verðbréfaeign sinni en tölur í töflu 3 gefa til kynna. Í útreikningum lífeyrissjóðanna er stærsti hluti ávöxtunarinnar hækkun á markaðsvirði en ekki arðgreiðslur.

Eins og vikið var að hér að framan er ekki meðtalin sú hækkun sem orðið getur á markaðsvirði verðbréfafjárfestingar. Þetta er í samræmi við þá aðferðafræði sem fram kemur í handbók Alþjóðagjald-eyrissjóðsins um greiðslujöfnuð og erlenda stöðu (IMF 1993) en þar

13. Lagt hefur verið fram lagafrumvarp nr. 685/2007 um tekjuskatt (söluhagnaður á hlutabréfum) fyrir Alþingi þar sem söluhagnaður af hlutabréfum í eigu félaga hefði orðið skattfrjálst að uppfylltum vissum skilyrðum. Með samþykkt þess hefði ávinningurinn af því að flytja eignarhald á hlutabréfum í erlend eignarhaldsfélög minnkað mikið eða horfið. Ekki náðist samkomulag um afgreiðslu lagafrumvarpsins fyrir þinglok í mars 2007.

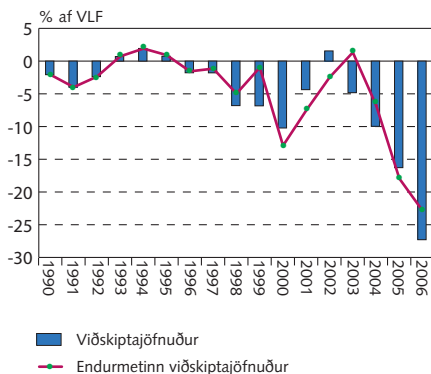
14. Sjá t.d. skýrslu Merill Lynch „Icelandic banks: credit curves to steepen“ frá 20. september 2006.

Mynd 13
Jöfnuður þáttatekna með og án
verðbreytinga á hlutabréfum¹



1. Rekstrarframlög talin með þáttatekjum.
Heimildir: Útreikningar höfunda, Seðlabanki Íslands.

Mynd 14
Viðskiptajöfnuður með og án
verðbreytinga á hlutabréfum



Heimildir: Útreikningar höfunda, Seðlabanki Íslands.

segir að ekki skuli tekið tillit til gengishagnaðar eða taps af verðbréfa-
viðskiptum við útreikning á þáttatekjum í greiðslujöfnuði, hvort sem
um er að ræða verðbréfafjárfestingu eða beina fjárfestingu.¹⁵ Ýmis
vandamál myndu fylgja því að taka gengissveiflur á erlendum verð-
bréfum með við útreikning á jöfnuði þáttatekna. Sumir telja að það sé
óaskilegt að mæla gengissveiflur því að ef niðursveifla yrði á mörk-
uðum þyrfti að mæla neikvæða ávöxtun.

Tiltölulega auðvelt er hins vegar að áætla hver áhrifin yrðu ef
þessi atriði væru tekin með við útreikning á þáttatekjujöfnuði. Á mynd
13 má annars vegar sjá þróun jafnaðar þáttatekna á tímabilinu 1990-
2006 og hins vegar áætlun á því hvernig þróunin hefði getað verið ef
verðbreytingar á hlutabréfum væru reiknaðar með sem ávöxtun. Hér
eru verðbreytingarnar reiknaðar sem afgangsstærð út frá breytingum á
stöðustærðum (sem færðar eru á markaðsvirði), árlegum flæðistærðum,
gengi krónunnar og öðrum leiðréttingum. Eins og sjá má á myndinni
er fremur lítt munur á þessum tveimur stærðum framan af tímabilinu
en frá árinu 1997 má sjá mun meiri sveiflur í þróun hins endurmetna
jafnaðar þáttatekna en í hinni hefðbundnu mælingu. Jafnframt er ljóst
að hreinar þáttatekjur eru ýmist mun jákvæðari eða mun neikvæðari
á einstökum tímabilum og því alls ekki gefið að önnur aðferðafræðin
gefi endilega hagstæðari mynd af þróun hreinna þáttatekna frekar en
hin. Á mynd 14 má sjá hver áhrifin eru á viðskiptajöfnuðinn ef tekið er
tillit til hækkunar verðbréfa í jöfnuði þáttatekna. Af þessum útreikning-
um að dæma var viðskiptahallinn talsvert ofmetinn árið 2006. Sé tekið
tillit til verðhækkunar hlutabréfa í ávöxtun verðbréfafjárfestingar var
hallinn um 22,3% af VLF í stað 27,7%. Hins vegar var viðskiptahallinn
talsvert vanmetinn árið 2005 og á tímabilinu 2000-2003.

Fæst dóttur- og hlutdeildarfélag innlendra aðila erlendis eru skráð á hlutabréfamörkuðum

Sett hefur verið fram sú skoðun að bein fjármunaeign innlendra aðila
sé vanmetin vegna þess að hún sé metin á bókfærðu virði en ekki
markaðsvirði, eins og gert er ráð fyrir í stöðlum Alþjóðagjaldeyrissjóðs-
ins. Fæst dóttur- og hlutdeildarfélag innlendra aðila erlendis eru skráð
á erlenda hlutabréfamarkaði. Því er erfitt að meta hvaða áhrif aðrar
aðferðir hefðu á tölur um beina fjárfestingu.

Ef bein fjármunaeign erlendra aðila í innlendum fyrirtækjum sem
nú er færð á bókfærðu virði yrði færð á áætlað markaðsvirði myndi
eign erlendra aðila í innlendum fyrirtækjum líklega aukast talsvert. Hlut-
fall markaðsvirðis skráðra innlendra félaga í eigu erlendra aðila og eig-
in fjár, þ.e. V/E-hlutfallið (eða Q-gildið), gefur vísbendingu um hvort
meiri munur sé á markaðsvirði og bókfærðu virði hér á landi en í öðr-
um löndum. Töluverður hluti beinnar fjármunaeignar erlendra aðila er
hins vegar í óskráðum félögum. Alcan á Íslandi hf., Norðurál ehf. og
Alcoa á Íslandi ehf. eru t.d. ekki skráð í Kauphöll Íslands. Fjárfesting í
stóriðju og málmiðnaði var um 38 ma.kr. af 252 ma.kr. innlendri fjár-
munaeign erlendra aðila í árslok 2005.

15. Handbók Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um greiðslujöfnuð og erlenda stöðu er nú til endur-
skoðunar. Skilgreiningar og aðferðir við mat á beinni fjárfestingu og verðbréfafjárfestingu
eru meðal þess sem gæti breyst (Sjá m.a. IMF (2004)). Engin niðurstaða er hins vegar
komin í þessa vinnu ennþá.

Yfirverð afskrifað

Flæði beinnar fjárfestingar á tilteknu ári þarf ekki að endurspeglast í muninum á fjármunaeign í upphafi og lok árs. Ástæðan er sú að stöðustærðir eru gerðar upp á bókhaldsgrunni en flæðistærðir á greiðslugrunni. Mismunur á flæði- og stöðustærðum skýrist m.a. af því að nokkuð hefur verið um það að innlendir aðilar borgi meira fyrir eignarhluti en sem nemur verðmæti þeirra samkvæmt ársreikningi. Helgast þetta m.a. af mati á viðskiptavild sem síðar er afskrifuð. Aðrar verðbreytingar, t.d. gengisbreytingar íslensku krónunnar, hafa einnig áhrif. Sem dæmi um þetta má nefna að árið 2004 keypti innlent félag annað erlent félag fyrir um 86 ma.kr. Eigið fé erlenda félagsins var hins vegar aðeins um 58 ma.kr. og því varð töluvert misræmi annars vegar á milli kaupverðsins, sem ásamt fleiri þáttum myndar flæðistærðina, og hins vegar bókfærðs eigin fjár, sem ásamt lánum myndar beinu fjármunaeignina.

Kaup Íslendinga á íbúðum á erlendri grund

Í umræðunni um hugsanlegt vanmat á eignum Íslendinga erlendis hefur verið nefnt að vitað er um töluverðan fjölda Íslendinga sem fjárfest hafa í íbúðarhúsnæði s.s. á Spáni og í Flórída í Bandaríkjunum. Með reglum Seðlabanka Íslands um kaup á fasteignum erlendis, sem öðluðust gildi 1. september 1990, var innlendum aðilum heimilt að kaupa fasteignir erlendis. Kaupverð fasteigna mátti í fyrstu ekki vera hærra en 3,75 m.kr. Fjárhæðarmörkin voru hækkuð 1. janúar 1991 og enn ári seinna, en voru felld niður 1. janúar 1993. Gerð var könnun á fjárfestingu Íslendinga í fasteignum erlendis árin 1991 og 1992. Árið 1994 var aftur gerð könnun á fasteignakaupum Íslendinga erlendis, en gögnin reyndust ófullkomin. Í greiðslujöfnuði við útlönd er nettóflæði vegna fasteignakaupa mælt út frá gjaldeyrisstraumum samkvæmt upplýsingum innlendra innlánsstofnana um erlend viðskipti (ITRS) en það eru ekki stórar stærðir nú orðið samanborið við beina fjárfestingu í atvinnurekstri. Erfitt hefur reynt að meta umfang slíkra fasteignaviðskipta m.a. vegna þess að fasteignakaup eru ekki tilgreind sérstaklega á skattframtölum og því ekki hægt að keyra út fyrirspurn um fjölda framtalinna fasteigna erlendis. Hægt væri að meta umfangið með því að framkvæma úrtakskönnun skattframtala eða viðtækari könnun meðal heimila og fyrirtækja. Ef slík fasteignakaup yrðu mæld brúttó kæmu að líkindum fram í dagsljósið töluverðar eignir innlendra aðila erlendis. Skuldahliðin myndi hins vegar einnig hækka þar sem fasteignakaup eru gjarnan fjármöggnuð með lánsfé, en þau eru í mörgum tilfellum allt að 80-90% af kaupverði.

Tekjur af erlendri verðbréfaeign lífeyrissjóðanna líklega

vanmetnar en breytingar á markaðsvirði koma fram í stöðutölum

Eins og vikið var að hér að framan er mikill munur á mældum tekjum lífeyrissjóðanna af fjárfestingu þeirra í erlendum verðbréfum og breytingum á áætlaðri erlendri verðbréfaeign þeirra. Þær arðgreiðslur sem lífeyrissjóðirnir hafa gefið upp af erlendri verðbréfaeign sinni hafa almennt verið mjög lágar. Mæld ávöxtun í greiðslujöfnuði hefur verið um 2% en lífeyrissjóðirnir hafa verið að birta tölur um 10-20% ávöxtun af erlendri verðbréfaeign. Er þá meðtalin hækkun markaðsvirðis í krónum talið. Lífeyrissjóðirnir hafa gefið þær skýringar á lágum arð-

greiðslum að þær séu ekki algengar á alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Breytingar á markaðsvirði koma hins vegar fram í stöðutölum, þ.e.a.s. í yfirlitinu um erlenda stöðu þjóðarbúsins. Ýmsir hafa sett fram þá skoðun að heppilegt væri að markaðshækkun/lækkun verðbréfa kæmi fram í ársfjórðungslegu uppgjöri greiðslujafnaðar þannig að breytingar á markaðsvirði verðbréfa endurspegluðust einnig í því uppgjöri í stað þess að koma eingöngu fram í stöðutölunum milli ára.

Samantekt

Mikill halli hefur verið á viðskiptum Íslands við útlönd síðustu árin og jókst hlutdeild þáttatekjuhallans verulega árið 2006. Ýmis álitamál vakna við söfnun upplýsinga um þáttatekjur og -gjöld og tengsl þeirra við undirliggjandi stærðir eigna og skulda. Ýmsir telja þáttatekjuhallann hér á landi stórlega ofmetinn. Þótt þáttatekjur yrðu mældar öðruvísi er ekki víst að það hefði eins mikil áhrif á viðskiptahallann og sumir gera sér í hugarlund. Ástæðan er sú að áhrifin koma fram bæði á eigna- og skuldahlíð. Hins vegar má telja líklegt að eignir innlendra aðila erlendis séu nokkuð vanmetnar með þeim aðferðum sem nú tíðkast. Bein fjárfesting innlendra aðila erlendis hefur verið mjög mikil á undanförunum árum og sumir þeirra fjármagnað þá fjárfestingu að miklu leyti með lánsfé. Vegna þess að skuldirnar eru nokkuð vel þekktar en verðmæti eignanna meiri vafa undirorpið og fylgt nokkuð íhaldssömum aðferðum við mat á verðmæti þeirra þá gæti nokkurt misræmi verið til staðar. Hið sama á við um mat á beinni fjármunaeign erlendra aðila á Íslandi. Það er þó lægri fjárhæð og því gætu hrein áhrif verið nokkur.

Seðlabanki Íslands fylgir alþjóðlegum stöðlum við uppgjör greiðslujafnaðar. Eins og rakið hefur verið er töluverður munur á aðferðum sem notaðar eru við mat á ávöxtun beinnar fjárfestingar annars vegar og verðbréfafjárfestingar hins vegar. Álitamál er hvort heppilegt væri að breyta alþjóðlegum stöðlum t.d. þannig að tekið væri tillit til hækkunar markaðsverðs hlutabréfa. Því má halda fram að það skjóti skökku við hve litlar tekjur hafa verið mældar af verðbréfafjárfestingu í ljósi þess hve eftirspurn eftir erlendum verðbréfum hefur verið mikil á síðustu árum. Ef tekið yrði fullt tillit til breytinga á markaðsvirði þá gæti það hins vegar kallað fram miklar sveiflur í greiðslujöfnuði sem ekkert hafa með greiðslufæði til og frá landinu að gera. Því er engin augljós lausn í sjónmáli sem tryggt gæti fullt samræmi milli þróunar þáttatekna og -gjalda og undirliggjandi stærða eigna- og skulda.

Hlutfall beinnar fjármunaeignar Íslendinga sem fært er á bókfærðu virði er ríflega tvöfalt hærra en hlutfall beinnar fjármunaeignar erlendra aðila í heildar skuldum þjóðarbúsins (sjá töflu 1 og 2). Að því gefnu að bókfært verð sé lægra en raunverulegt markaðsvirði (eins og margt bendir til) er halli á hreinni erlendri stöðu þjóðarbúsins ofmetinn. Hinsvegar er erfitt að meta nákvæmlega umfang hins hugsanlega ofmats þar sem meginpartur beinnar fjármunaeignar er í fyrirtækjum sem ekki eru skráð á hlutabréfamarkaði. Þrátt fyrir að ekki sé til aðferð til að reikna „markaðsverðmæti“ óskráðra fyrirtækja er þó hægt að beita ýmsum aðferðum til að fá fram niðurstöður sem líta má á sem nálganir á markaðsvirði. Til viðbótar við þær hagtölur sem nú eru birtar yfir erlenda stöðu þjóðarbúsins væri til dæmis hægt að birta einnig stöðutölur um beina fjármunaeign íslendinga erlendis og erlendra aðila

hér á landi út frá uppreiknuðu kostnaðarverði (e. current cost method) annarsvegar og áætluðu markaðsverði (e. market value method) hinsvegar. Í þessu samhengi væri t.d. hægt að taka mið af þeirri aðferðafræði sem beitt er í Bandaríkjunum (sjá t.d. Kozlow 2002).

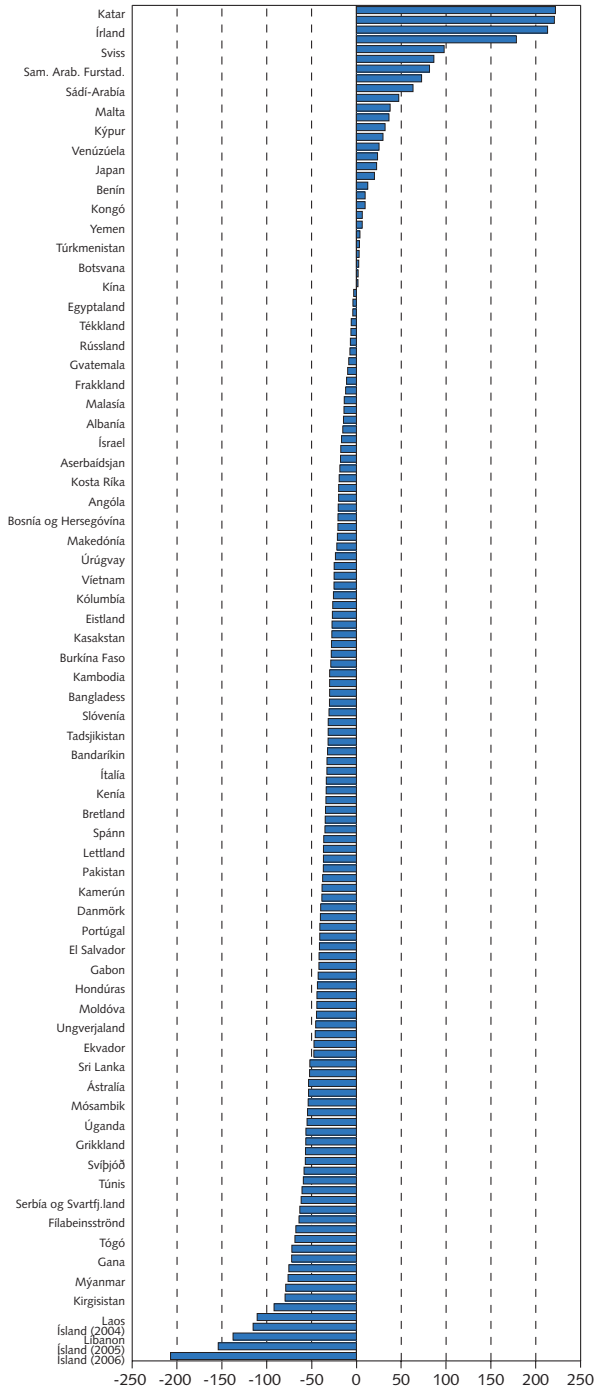
Heimildir

- 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.
- Edwards, Sebastian. (2006). External imbalances in New Zealand. *Current Account and External Financing* – Tenth Annual Conference of the Central Bank of Chile.
- Gros, Daniel. (2006). Why the US Current Account Deficit is Not Sustainable. *International Finance* 9 (2):241-260.
- Hausmann, Ricardo og Federico Sturzenegger. (2006a). Global Imbalances or Bad Accounting? The Missing Dark Matter in the Wealth of Nations. *CID Working Paper*, Harvard University (124).
- Hausmann, Ricardo og Federico Sturzenegger. (2006b). Why the US Current Account Deficit is Sustainable. *International Finance* 9 (2):223-240.
- Heath, Alexandra. (2007). What explains the US net income balance? Vol. 223, *BIS Working Papers*: Bank for International Settlements.
- Higgins, Matthew, Thomas Klitgaard og Cédric Tille. (2006). Borrowing without Debt? Understanding the U.S. International Investment Position. Federal Reserve Bank of New York *Staff Reports* (no. 271).
- IMF. (1993). *Balance of Payments Manual*. 5th ed. Washington DC.: International Monetary Fund.
- IMF. (2004). *Revision of the Balance of Payments Manual*, 5th ed. (Annotated Outline). Washington, DC.: International Monetary Fund.
- Kozlow, Ralph. (2002). Valuing the Direct Investment Position in U.S. Economic Accounts. Fifteenth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics BOPCOM-02/29.
- Lane, Philip R. (2006). The Swedish External Position and the Krona. Sveriges Riksbank *Working Paper Series* (200):43.
- Lane, Philip R. og Gian Maria Milesi-Ferretti. (2006). The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004. *IMF Working Paper* (WP/06/xx).
- Medina, Juan Pablo, Anella Munro og Claudio Soto. (2006). What drives the Current Account in Commodity Exporting Countries? The case of Chile and New Zealand. *Current Account and External Financing* – Tenth Annual Conference of the Central Bank of Chile.
- Nickell, Stephen. (2006). The UK Current Account Deficit and All That. Bank of England *Quarterly Bulletin* 46 (2).
- Whitaker, Simon. (2006). The UK international investment position. Bank of England *Quarterly Bulletin* (Q3):290-296.

Viðauki 1

Mynd A

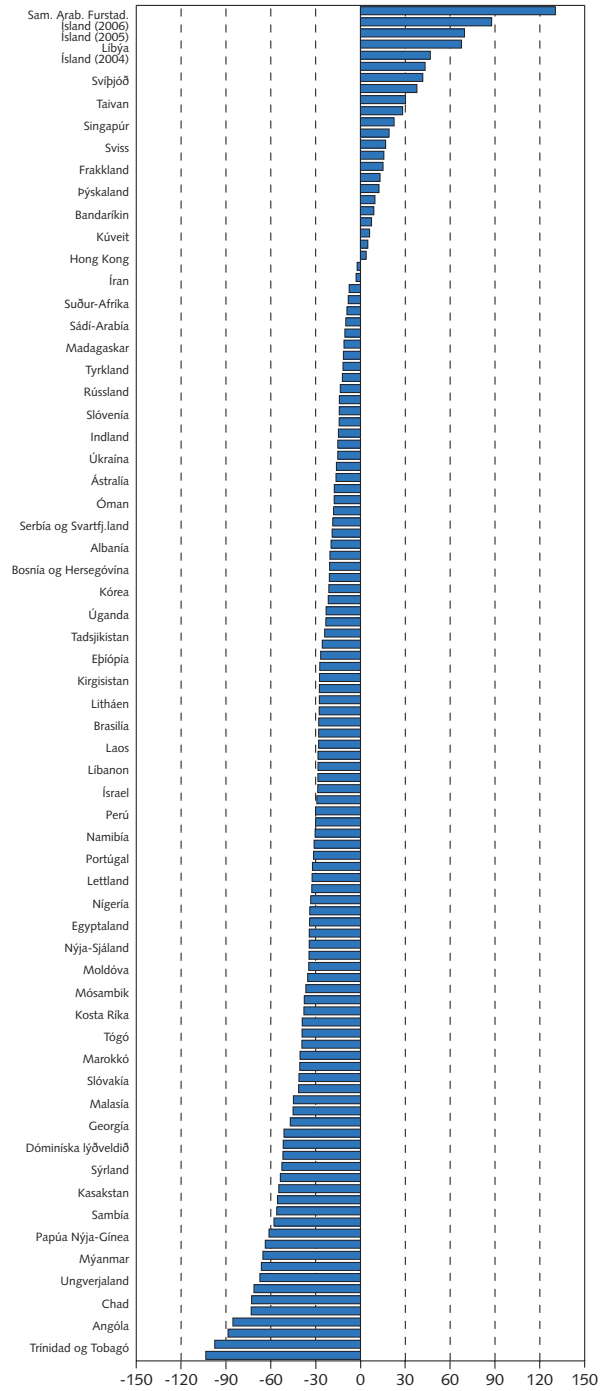
Hrein skuldastaða í hlutfalli við VLF
Samanburður 139 landa árið 2004¹



1. Gögn fyrir Ísland yfir tímabilið 2004-2006. Lúxemborg (2880% af VLF) og Brúnei (720% af VLF) eru undanskilin á myndinni.
Heimildir: Lane og Ferretti (2006), Seðlabanki Íslands.

Mynd B

Hrein staða áhættufjárfestingar í hlutfalli við VLF
Samanburður 122 landa árið 2004¹



1. Gögn fyrir Ísland yfir tímabilið 2004-2006. Írland er undanskilið á myndinni (-240% af VLF).
Heimildir: Lane og Ferretti (2006), Seðlabanki Íslands.