

# Er viðskiptahallinn ofmetinn?

Eftir Gunnlaug Briem

Á liðnum misserum hefur töluvert verið rætt um mikinn viðskiptahalla íslenska þjóðarbúsins sem stefni efnahagslífinu og gengi krónunnar í hættu. Skv. nýútkominni þjóðhagsspá fjármálaráðuneytisins er hann talinn hafa verið 22,4% af landsframleiðslu á árinu 2006. En er viðskiptajöfnuðurinn rétt mældur?

Skýrslugerð um viðskiptajöfnuð er í samræmi við staðal Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (IMF). Undir liðinn þáttatekjur innan viðskiptajöfnuðar fellur m.a. ávöxtun hlutafjár og er gerður greinarmunur á beinni fjárfestingu (ef hlutur í viðkomandi fyrirtæki er 10% eða stærri) og verðbréfafjárfestingu (ef hluturinn er minni en 10%).

Íslenskir lífeyrissjóðir og aðrir innlendir fjárfestar hafa á liðnum árum byggt upp talsverða eign í erlendum hlutabréfum. Í flestum tilvikum er eign innlenda fjárfestisins í viðkomandi fyrirtæki langt undir 10% mörkunum, amk. á það við um fjárfestingar lífeyrissjóðanna. Í öðrum tilvikum hafa íslensku bankarnir, fjárfestingafélög og aðrir aðilar fjárfest umtalsvert í erlendum fyrirtækjum, ýmist yfir eða undir 10%, með það að markmiði að hagnast, ýmist gegnum hlutdeild í hagnaði til lengri tíma eða með innlausn gengishagnaðar. Á sama tíma hefur eign erlendra aðila í íslenskum fyrirtækjum farið vaxandi, verðbréfafjárfesting (markaðsverðbréf) og bein fjárfesting (eigið fjármagn), sem skilgreind er sem skuld og því dregin frá þegar rætt er um nettóeign.

Samkvæmt Hagtölum Seðlabankans frá 30.9.2006 nemur nettóeign undir verðbréfafjárfestingu 500,9 mja.kr. Til samanburðar má áætla að erlend hlutabréfaeign lífeyrissjóðanna sé nú ekki fjarri 400 milljörðum króna, sem öll fellur undir verðbréfafjárfestingu. Og nettóeign undir beinni fjárfestingu nemur 287,5 mja.kr. Samtals nemur því nettó hlutabréfaeign íslenska þjóðarbúsins 788,4 mja.kr. pr. 30.9. s.l. Í fyrrnefndri þjóðhagsspá er landsframleiðslan 2006 áætluð 1.038 mja.kr. og því ljóst eignin er hátt hlutfall af landsframleiðslu.

En hvernig er afrakstur af erlendum fjárfestingum af þessu tagi, hagnaður eða tap, mældur í viðskiptajöfnuði? Í staðli IMF er ekki tekið tillit til gengishagnaðar eða –taps af verðbréfavíðskiptum við útreikning á þáttatekjum í greiðslujöfnuði, hvort sem um er að ræða verðbréfafjárfestingu eða beina fjárfestingu. Þó er ef um beina fjárfestingu er að ræða tekið tillit til hlutdeildar í hagnaði eða tapi viðkomandi félags á eignarhaldstíma. Og stöðutölur í erlendri stöðu þjóðarbúsins eru uppfærðar um áramót m.v. upplýsingar frá markaðsaðilum og áætlaðar ársfjórðungslega út frá flæði og þróun heimsvísitölu hlutabréfa.

Þannig er ljóst að afraksturinn af þessari stóru nettóeign þjóðarbúsins í erlendum hlutabréfum skilar sér ekki nema að hluta inn í viðskiptajöfnuð hverju sinni. A.m.k. að engu leyti vegna verðbréfafjárfestingar sem að mestu er í eigu lífeyrissjóðanna, og óvíst með afrakstur beinnar fjárfestingar.

Að jafnaði hafa erlend hlutabréf skilað umtalsverðri jákvæðri ávöxtun ef horft er til lengri tíma. Þannig hefur heimsvísitala hlutabréfa hækkað að meðaltali um 16,8% p.a. síðustu 3 ár og 11,5% síðustu 5 ár og hækkaði um 20,1% á árinu 2006 í USD. Þetta hefur m.a. komið fram í ágætri ávöxtun lífeyrissjóða af þessum eignaflokki undanfarin ár.

Erfiðara er að meta beinar fjárfestingar. Hér er m.a. um að ræða útrás íslenskra fyrirtækja en einnig nokkrar stöðutökur íslenskra fjárfestingafélaga. Að verulegu leyti skilar afrakstur þeirra fjárfestinga sér inn í viðskiptajöfnuð gegnum hlutdeild í rekstrarhagnaði eða –tapi á eignarhaldstímanum. En þó einungis ef eignarhluturinn er yfir 10%. En innleystur gengishagnaður við sölu umfram hlutdeildina skilar sér hins vegar ekki í viðskiptajöfnuð.

Afrakstur erlendra verðbréfaeignar virðist því viðvarandi vanmetinn í viðskiptajöfnuði svo verulegu máli skiptir í mati á viðskiptahalla. Vissulega er hann og verður ávallt sveiflukennður, og gæti jafnvel orðið neikvæður á tímabili þegar illa árar á hlutabréfamörkuðum, en til lengri tíma ætti hann að skila þjóðarbúinu tekjum sem eðlilegt hlýtur að vera að taka með í reikninginn í ljósi þess hve nettóeignin er stór og fer vaxandi. Það er sérstaklega bagalegt að ekki sé tekið tillit til afraksturs erlendra hlutabréfaeignar lífeyrissjóðanna við mat á viðskiptahalla þjóðarinnar, en arður af hlutabréfaeigninni hefur meiri þýðingu fyrir íslenska skýrslugerð um utanríkisviðskipti heldur en hjá öðrum þjóðum vegna stærra sparnaðarhlutfalls sem hlutfall af landsframleiðslu í lífeyrissjóðum hérlendis en erlendis. Sérstaklega þarf að hafa þetta í huga nú þegar hvað mest er rætt um mikinn viðskiptahalla á árinu 2006. Vanmat á afrakstri erlendu verðbréfaeignarinnar í heild telur líklega í tugum milljarða króna. Ef tekið væri tillit til þessa myndi áætlaður 22,4% viðskiptahalli minnka um mörg prósent, svo mörg að einhverjir kynnu að endurskoða mat sitt á áhættu íslenska hagkerfisins.

*Höfundur er viðskiptafræðingur og starfar við eignastýringu hjá Lífeyrissjóði verzlunarmanna.*