



1. desember 2023

## Minnisblað

*Viðtakandi:* Fjármála- og efnahagsráðuneytið

*Sendandi:* Seðlabanki Íslands

### **Efni:** Áhrif af sölu eigna ÍL-sjóðs á fjármálastöðugleika o.fl.

#### **Eignasafn ÍL-sjóðs**

Í lok júní sl. voru eignir ÍL-sjóðs bókaðar á tæplega 642 ma.kr. eða um 16% af VLF. Eignir að frátöldu handbæru fé og peningamarkaðsinnlánnum voru um 616 ma.kr. eða rúmlega 15,3% af VLF.

Eignum sjóðsins má í stórum dráttum skipta upp í fjóra flokka:

**Handbært fé og peningamarkaðsinnlán:** 25,7 ma.kr. – 0,6% af VLF

**Skráð skuldabréf:** 148,0 ma.kr. – 3,7% af VLF

**Kröfur á tengda aðila:** 343,6 ma.kr. – 8,6% af VLF

**Útlán:** 124,2 ma.kr. – 3,1% af VLF

Eignasafn ÍL-sjóðs í samanburði við aðrar hagstærðir hér á landi er mjög stórt. Þannig voru eignir sjóðsins í lok júní sl. bókaðar á sambærilega fjárhæð og öll markaðsútgáfa viðskiptabankanna í krónum, um 80% af stærð gjaldeyrisforða Seðlabankans, um 60% af markaðsútgáfu ríkissjóðs í krónum og um 37% af eignasafni Landsbankans svo einhverjar stærðir séu nefndar. Eignasafn af þessari stærðargráðu verður ekki selt á skömmum tíma án verulegra áhrifa á innlenda fjármálamarkaði.

#### **Mögulegir kaupendur**

Eignasafn ÍL-sjóðs samanstendur að mestu af skráðum og óskráðum skuldabréfum (kröfur á tengda aðila eru óskráð skuldabréf) og fasteignauflánnum, sem að stærstum hluta eru verðtryggð fasteignalán með veði í íbúðarhúsnæði. Þegar horft er til hvaða fjárfestar gætu mögulega keypt eignasafn af þessari stærðargráðu er mikilvægt að horfa til mögulegra fjárfesta í viðkomandi eignaflokkum.

Lífeyrissjóðirnir og viðskiptabankarnir eru einu aðilarnir hér á landi með fasteignalánasafn af þeirri stærðargráðu sem ÍL-sjóður á. Lífeyrissjóðirnir hafa einskorðað útlán við sjóðfélaga og eru því ekki líklegir kaupendur að útlánasafni ÍL-sjóðs. Viðskiptabankarnir eru því í raun einu raunhæfu kaupendurnir og ekki er hægt að útiloka að þeir hefðu bæði áhuga og getu á að kaupa útlánasafn ÍL-sjóðs á réttu verði. Komi til þess gæti myndast hjá bönkunum þörf á að losa um eignir sem nýttar eru til lausafjárstyringar í krónum, s.s. skammtíma skuldabréf og víxlar. Það myndi að öllum líkindum

hafa veruleg áhrif á styttri endann á skuldabréfamarkaðnum. Lausafjárstaða viðskiptabankanna í krónum sveiflast nokkuð en eftir að farsóttin skall á hefur lausafjárstaða þeirra í krónum umfram lágmarkskröfur Seðlabankans verið á bilinu 200 til 320 ma.kr.

Skuldabréfasafn ÍL-sjóðs, sem inniheldur bæði skráð og óskráð skuldabréf, er mun stærra að umfangi en fasteignalánasafnið, eða tæplega 500 ma.kr. Þessi skuldabréf eru að meirihluta til verðtryggð, til meðallangs eða langs tíma og teljast í núverandi mynd ekki til hágæðalausafjäreigna (e. HQLA). Afar ólíklegt er því að viðskiptabankar eða sparisjóðir hafi áhuga á kaupum á þessum skuldabréfum. Eign þeirra á skammtíma skuldabréfum vegna lausafjárstýringar er nokkur en þau skuldabréf og víxlar verða að telja sem hágæðalausafjäreignir til að telja inn í útreiknað lausafjárhlutfall.

Áhugi erlendra aðila á innlendum skuldabréfamarkaði hefur verið takmarkaður á undanförunum árum. Til að mynda eiga erlendir aðilar einungis um 4% af innlendri markaðsútgáfu ríkissjóðs í krónum. Geta einkafjárfesta á borð við einstaklinga, fyrirtæki eða tryggingarfélag til að kaupa umtalsverðan hluta af skuldabréfasafni ÍL-sjóðs er ekki til staðar.

Verðbréfa- og fjárfestingasjóðir hafa átt undir högg að sækja síðustu mánuði og orðið fyrir nokkru útlæði fjármagns. Þannig áttu þessi sjóðir í lok september sl. um 160 ma.kr. af innlendri markaðsútgáfu ríkissjóðs og hafði sú eign lækkað um 10 ma.kr. á sl. 12 mánuðum. Alls áttu skuldabréfa- og blandaðir sjóðir um 295 ma.kr. af skuldabréfum í lok september sl. Geta þeirra til að stækka það skuldabréfsafn umtalsvert við núverandi aðstæður er ekki til staðar.

Lífeyrissjóðirnir eru stærstu fjárfestarnir á innlenda skuldabréfamarkaðnum til meðallangs og langs tíma. Þeir eiga tæplega 40% af innlendri markaðsútgáfu ríkissjóðs og eiga yfir helming af þeim skuldabréfum sem teljast til meðallangs eða langs tíma. Eignahlutfall þeirra er hærra í verðtryggðum skuldabréfum ríkissjóðs en óverðtryggðum. Fjárfestingargeta lífeyrissjóðanna til nýfjárfestinga, þ.e. innflæði fjármagns í sjóðina umfram útlæði, er talið vera um 100 til 110 ma.kr. á ári. Þeir hafa á undanförunum árum nýtt þetta fjármagn fyrst og fremst til kaupa á erlendum gjaldeyri til fjárfestinga erlendis. Ljóst er þó að lífeyrissjóðirnir hafa fjárhagslega getu til að kaupa hluta af skuldabréfasafni ÍL-sjóðs.

Fjárhagsleg geta innlendra aðila til að kaupa eignasafn ÍL-sjóðs er á heildina lítið takmörkuð. Eignasafnið er af þeirri stærðargráðu og það verður ekki selt á skömmum tíma án þess að hafa veruleg áhrif á innlenda fjármála- og eignamarkaði. Mögulegur sölutími miðað við fjárhagslega getu þeirra aðila sem eru á markaðnum hleypur á árum en ekki mánuðum. Líklegt er að slík eignasala myndi gera markaðsfjármögnun annarra aðila á sama tíma krefjandi. Einnig verður að hafa í huga að stærstur hluti af skuldabréfaeign

ÍL-sjóðs eru óskráð, óstöðluð og lítt seljanleg skuldabréf. Finnist kaupandi að slíkum eignum, er líklegt að seljandi þurfi að sætta sig við að selja þær með verulegum afföllum.

### **Sambærileg eignasala**

Á síðustu árum hefur í nokkur skipti þurft að loka fyrir innlausnir sérhæfðra sjóða til að tryggja jafnræði hlutdeildarskírteinishafa. Þeir sjóðir hafa verið af stærðargráðunni 10% af eignasafni ÍL-sjóðs og minni. Í flestum tilvikum hefur verið reynt við slit þeirra sjóða að bíða eftir að verðbréf og kröfur komi á gjalddaga í stað þess að selja þær til að lágmarka áhrif á fjármálamarkaði og hámarka endurheimtur hlutdeildarskírteinishafa.

Eitt dæmi er um að vinda ofan eignasafni hér á landi á síðustu árum sem er af sambærilegri stærðargráðu og eignasafni ÍL-sjóðs. Það voru eignir sem að Seðlabanki Íslands tók yfir í fjármálaáfallinu og voru færðar yfir í Eignasafn Seðlabanka Íslands (ESÍ). Þær eignir voru að kröfuvirði í árslok 2009 tæplega 30% af VLF. Það tók um áratug að vinda ofan af því eignasafni án þess að það hefði verulega neikvæð áhrif á innlenda fjármálamarkaði eða á fjármálastöðugleika. Stór hluti af úrvinnslu þess eignasafns snérist um innheimtu en ekki sölu eigna á markaði. Á sama tíma og verið var að vinda ofan af því eignasafni var verulegt fjármagn fast hér á landi innan fjármagnshafta og fjárfestingarkostir færri en ella. Leiða má að því líkum að höftin hafi hjálpað nokkuð til við að vinda ofan af eignasafni ESÍ. Sambærilegar aðstæður eru ekki til staðar nú.

### **Sölutími**

Áhrif af sölu eigna ÍL-sjóðs á fjármálastöðugleika hér á landi velta að verulegu leyti á því hversu langan tíma eignasalan má taka. Verði eignirnar seldar í flýti (e. fire sale) má gera ráð fyrir að áhrifin á innlenda fjármála- og eignamarkaði verði mikil. Ávöxtunarkröfur hækki mikið, eignaverð lækki verulega og neikvæð áhrif verði á fjármálastöðugleika. Verði eignirnar hins vegar seldar smá saman yfir mjög langan tíma (>10 ár) er mögulegt að áhrif á verðmyndun á markaði verði takmörkuð. Hafa verður hins vegar í huga að það getur reynst hamlandi fyrir verðmyndun á markaði ef vitað er af væntanlegu framboði sem smá saman mun koma inn á markað eins og var raunin í tengslum við eignasölu ESÍ. Þess vegna gæti verið hagstæðara upp á endurheimtur úr eignasafni ÍL-sjóðs að bíða eftir því að verðbréf og kröfur komi á gjalddaga í stað þess að selja þær.

### **Áhrif á fjármálastöðugleika, fjárfestavernd og peningalegt aðhald**

Margt bendir til að sala eigna ÍL-sjóðs á skömmum tíma sé illframkvæmanleg nema með miklum afföllum frá bókfærðu verði eignanna. Salan myndi hafa ruðningsáhrif á innlendum fjármála- og eignamörkuðum. Ávöxtunarkröfur hækki, eignaverð lækki og áhrif á fjármálastöðugleika verði neikvæð. Líklegt er að fjármögnun annarra aðila á markaði á sama tíma verði mjög erfið, þar með talið stórra fyrirtækja,

ríkissjóðs og viðskiptabankanna. Kerfislega mikilvægu viðskiptabankarnir þrír eru með milli 600 og 700 ma.kr. útistandandi í markaðsskuldabréfum í krónum. Verði innlend markaðsfjármögnun þeirra takmörkuð mánuðum saman vegna eignasölu ÍL-sjóðs er ljóst að það hefði verulega neikvæð áhrif á getu þeirra til að styðja við viðskiptavini, heimili og fyrirtæki, og kæmi óumflýjanlega fram í lægri hagvexti síðar meir.

Huga þarf einnig að vanda opinna verðabréfasjóða og sérhæfðra sjóða fyrir almenna fjárfesta sem gætu þurft að loka fyrir innlausnir viðskiptavina meðan unnið er að slitum ÍL sjóðs en hlutdeildarskírteinishafar í þeim sjóðum sem um ræðir og markaðssettir hafa verið sem öruggir fjárfestingarkostir eru oftast en ekki einstaklingar sem leita eftir minnstu mögulegu áhættu við val á fjárfestingum.

Eru þá ótalin áhrifin á peningalegt aðhald af sölu eignasafns ÍL-sjóðs, á meðan salan stendur yfir. Sé skiptastjóri ekki þeim mun fljótari að koma söluandvirði eigna aftur til kröfuhafa er hér um að ræða tímabundna herðingu á peningalegu aðhaldi sem fá eða engin fordæmi eru fyrir. Líklegt er einnig að gengi krónunnar myndi gefa verulega eftir þar sem kröfuhafar ÍL-sjóðs, sem nær allir eru innlendir aðilar, eignast skyndilega mikið magn reiðufjár í krónum sem þeir myndu líklega vilja fjárfesta með í öðrum eignum, bæði innlendum og erlendum.