



19. ágúst 2016

## Greining á mögulegu útlæði við losun fjármagnshafta

Við losun fjármagnshafta má vænta útlæðis fjármagns vegna aukinnar beinnar fjárfestingar fyrirtækja og sakir viðleitni einstaklinga og fyrirtækja til að dreifa áhættu í eignasöfnum. Á hinn bóginn draga umtalsverður vaxtamunur gagnvart útlöndum, þróttmeira efnahagslíf en í viðskiptalöndunum, lítil verðbólga og fjármagnsinnstreymi vegna þjónustuviðskipta með tilheyrandi gengishækkun krónunnar úr hættu á umtalsverðu fjármagnsútlæði við losun haftanna.

Til þess að meta áhrif hugsanlegs fjármagnsútlæðis á þjóðarbúið, einkum greiðslujöfnuð og gjaldeyrisforða Seðlabanka Íslands, var gerð greining á þeim eignum sem líklegast er að gengið verði á ef heimili og fyrirtæki ákveða að nýta auknar heimildir til fjárfestingar erlendis til áhættudreifingar eignasafna sinna eða kaupa umtalsverðar fjárhæðir erlends gjaldeyris af öðrum ástæðum. Jafnframt voru gerð álagspróf á viðskiptabanka til þess að meta hve vel þeir væru búnir undir næstu skref í losun fjármagnshafta. Þá var einna helst litið til áhrifa mögulegs útlæðis af innlánsreikningum á lausafjárstöðu þeirra. Í þessari greinargerð verður farið yfir helstu niðurstöður greininganna.

Greiningin á mögulegri þróun við losun fjármagnshafta, sem byggir á mismunandi forsendum um vilja einstaklinga og fyrirtækja til áhættudreifingar erlendis og væntingum þeirra um þróun á gjaldeyris- og fjármálamörkuðum, bendir til þess að þjóðarbúið þoli töluvert fjármagnsútlæði enda er gjaldeyrisforðinn stór og útlit fyrir áframhaldandi innstreymi gjaldeyris á komandi árum. Auk þess er lausafjárstaða viðskiptabankanna sterk og benda álagspróf til þess að lausafjárhlutfall þeirra muni áfram verða yfir reglubundnu lágmarki Seðlabankans. Eigi að síður er ljóst að yrði fjármagnsútlæði í líkingu við þá sviðsmynd sem gerir ráð fyrir mestu útlæði, sem er ósennilegt en þó mögulegt, yrði álagið á gjaldeyrismarkaðinn, fjármálafyrirtæki og þjóðarbúskapinn í heild það mikið að varhugavert væri að opna enn frekar fyrir frelsi til fjármagnshreyfinga fyrr en jafnvægi hefur komist á markaði á ný. Niðurstaðan undirstrikar gildi þeirrar stefnu að losa um höftin í áföngum.

### Innlendar lausar eignir

Í lok júní 2016 voru heildarinnlán í innlánsstofnunum rúmlega 1.720 ma.kr., þar af um 1.710 ma.kr. í innlánnum í viðskiptabönkum. Um 40% innlána í bönkunum eru í eigu einstaklinga.<sup>1</sup> Samþjöppun í innlánnum einstaklinga er lítil. Tíu stærstu innlánseigendur í hverjum banka eiga um 1% af heildarinnlánunum. Um 66% af innlánnum einstaklinga eru lægri en 16,5 m.kr. Aðeins fjórir einstaklingar eiga innlán sem eru yfir 1 ma.kr. og um 200 einstaklingar eiga innlán yfir 100 m.kr.

---

<sup>1</sup> Innlánsgreiningin hér byggir á innlánsstöðum frá fjórum viðskiptabönkum. Kennitölur eru ekki tengdar á milli banka. Því er mat á útlæði við álag meira en vænta má ef takmörk verða sett um fjármagnshreyfingar einstakra kennitalna.

Fyrirtæki eiga 26% innlána í bönkunum. Þau eru nokkuð dreifð. Tíu hæstu innlán fyrirtækja nema samtals 75 ma.kr. hjá viðskiptabönkunum fjórum. Meirihluti stærstu innlánseigendanna í þessum flokki er annað hvort þegar með undanþágur frá fjármagnshöftum eða um er að ræða fyrirtæki sem eiga sér langa rekstrarsögu á Íslandi.

Erlendir aðilar (einstaklingar og lögaðilar með lögheimili utan Íslands) eiga um 5% heildarinnlána.

Um 13% af innlánnum bankanna eru í erlendum gjaldmiðli. Bankarnir eiga lausar eignir í erlendum gjaldmiðlum (ríkisskuldabréf með hárrí lánshæfiseinkunn og innlán) sem nemur þessum innlánnum. Úttektir innlána í erlendum gjaldmiðlum myndu því ekki valda bönkunum vanda þar sem einungis yrði um samdrátt á efnahagsreikningi þeirra að ræða. Fjármálastöðugleika yrði því ekki raskað og áhrif á greiðslujöfnuð yrðu engin.

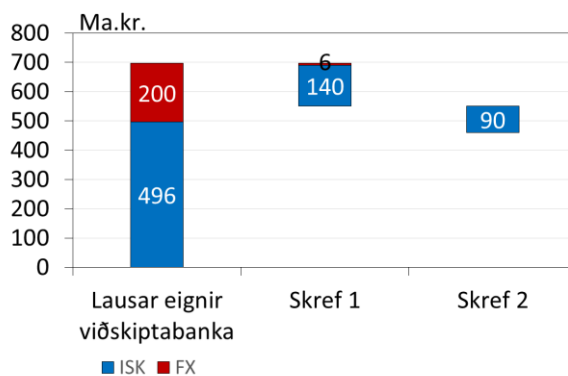
### Álagspróf á lausafjárstöðu viðskiptabanka - innlánaútlæði

Ýmis álagspróf hafa verið gerð til að meta hve vel bankarnir eru búnir undir útlæði innlána. Mynd 1 sýnir eina af sviðsmyndunum. Hún myndar jafnframt grunn að þeim sviðsmyndum sem notaðar voru í greiningu á áhrifum mögulegs fjármagnsútlæðis á greiðslujöfnuð þjóðarbúsins og gjaldeyrisforðann.

Sviðsmyndin miðast við þær heimildir sem felast í frumvarpinu um losun fjármagnshafta sem lagt var fram 17. ágúst sl. Gert er ráð fyrir að hámarks fjármagnshreyfing á hverja kennitölu sé 30 m.kr. og að fyrirtæki og heimili sem eiga yfir 100 m.kr. í innstæðum nýti þá heimild að fullu. Þá er gert ráð fyrir að aðilar sem eiga undir 100 m.kr. en yfir 1 m.kr. taki út 10% af innstæðum sínum, en ákveðnir hópar svo sem erlendir aðilar fá herra álag. Seinna skref sviðsmyndarinnar miðar við heimildir frá næstu áramótum. Hámarks leyfilegur fjármagnsflutningur verður þá 100 m.kr.

Mynd 1

Álag sem felur í sér umtalsverðar úttektir innlána<sup>1</sup>



1. Lífeyrissjóðir taka ekki út innlán. Engin eignasala eða samdráttur útlána. Gögn eru á móðurfélagsgrunni.  
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tafla I Innlánaútlæði		ISK	FX
	Lausar eignir viðskiptabanka	496 ma.kr.	200 ma.kr.
Skref 1	Hámarks fjármagnshreyfing 30 m.kr.	140 ma.kr.	6 ma.kr.
Skref 2	Hámarks fjármagnshreyfing hækkar í 100 m.kr.	90 ma.kr.	
Samtals		230 ma.kr.	6 ma.kr.

Niðurstaðan er sýnd fyrir fjóra viðskiptabanka samanlagt. Lausar eignir sem viðskiptabankar halda til að uppfylla lausafjárreglur Seðlabankans eru tæplega 700 ma.kr. Miðað við að úttektarfjárhæð sé að hámarki 30 m.kr. og óhindrað útlæði 10% nemur mögulegt útlæði 140 ma.kr. Hækki úttektarfjárhæðin í 100 m.kr. nemur mögulegt innlánaútlæði 90 ma.kr. til viðbótar. Samanlagt útlæði nemur þá um 15% af öllum innstæðum einstaklinga og fyrirtækja. Þessar sviðsmyndir gera því ráð fyrir töluverðu útlæði innlána. Til samanburðar má nefna að við allt aðrar og sýnu lakari aðstæður en á Íslandi nú lækkuðu innlán á Spáni, Írlandi og Portúgal um 8-10% frá júlí 2011 til júlí 2012 og innlán í grískum bönkum lækkuðu um 19% á sama tímabili. Eftir skref 1 er lausafjárhlutfall viðskiptabankanna samanlagt herra en reglur Seðlabankans gera ráð fyrir, sér í lagi fyrir erlenda gjaldmiðla.

Tafla II Áhrif á lausafjárhlutföll banka	FX	Samtals
Lausafjárhlutfall fyrir útlæði	451%	157%
Fjármagnshreyfing 30 m.kr.	439%	138%
Fjármagnshreyfing 100 m.kr.	432%	128%

Við strangara álag en lýst er hér að ofan, eða 15% útlæði (í stað 10%) fyrir kennitölur sem hafa vænt útlæði sem ekki takmarkast af fjárhæðatakmörkunum, var útlæði um 230 ma.kr. í fyrra skrefinu og rúmlega 80 ma.kr. til viðbótar við skref 2. Lausafjárhlutföll viðskiptabankanna fjögurra í heild eru hér enn yfir reglubundnum lágmarkum Seðlabankans.

## Verðbréfasjóðir

Í lok júní voru heildareignir verðbréfasjóða tæplega 600 ma.kr. Af þeim voru um 400 ma.kr. í eigu einstaklinga og fyrirtækja. Ef 10-15% eigna sjóðanna verður beint í erlenda fjárfestingu myndi útlæði nema um 40-60 ma.kr. ef ekki er tekið tillit til fjárhæðatakmörkanna sem gilda í fyrstu tveimur losunarskrefunum. Gögn frá rekstrarfélögum fjárfestingasjóða sýna að 65% af eignum einstaklinga og fyrirtækja í sjóðum eru í eigu aðila sem eiga 100 m.kr. eða meira.<sup>2</sup> Hámarksfjárhæð á fjármagnsflutninga mun því verða nokkuð takmarkandi á fjármagnsflutninga sjóða og er tekið tillit til þess í sviðsmyndum fyrir greiðslujafnaðargreiningu.

Eignir verðbréfasjóða eru að miklum meirihluta innlend verðbréf. Verðþróun á innlendum verðbréfamörkuðum mun því hafa umtalsverð áhrif á hvenær og í hve ríkum mæli sjóðirnir fjárfesta erlendis. Líklegt er að sjóðir muni smám saman fjárfesta erlendis í takt við þróun á verðbréfamörkuðum og gjaldeyrismarkaði.

<sup>2</sup> Viðskiptabankar falla hér undir eina kennitölu en líklegt er að á bak við þá kennitölu séu fjöldi viðskiptavina svo þessi tala er eitthvert ofmat.

## Verðbréf

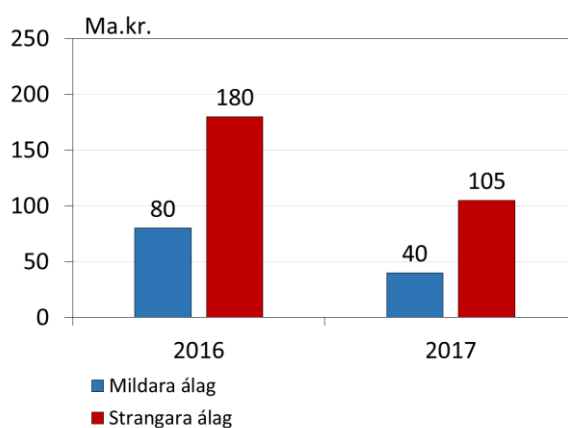
U.þ.b. 12% verðbréfa eru í milliliðalausri eigu einstaklinga og fyrirtækja, samtals 387 ma.kr., þar af eru 237 ma.kr. hlutabréf. Auðseljanleg verðbréf eru því um 150 ma.kr. Sé gert ráð fyrir 10-15% útflæði, næmi útflæðið 15-22 ma.kr.

Tafla III Eigendur verðbréfa						
	Skuldabréf	%	Hlutabréf	%	Samtals	%
<b>Bankar og sparisjóðir</b>	227.994	10%	54.813	5%	282.807	8%
<b>Einstaklingar</b>	30.895	1%	51.627	5%	82.522	2%
<b>Erlendir aðilar</b>	318.065	14%	179.438	17%	497.503	15%
<b>Fyrirtæki, önnur</b>	118.981	5%	185.524	17%	304.505	9%
<b>Lífeyrissjóðir</b>	1.179.167	52%	432.019	40%	1.611.186	48%
<b>Ríki og sveitarfélög</b>	81.718	4%	32.650	3%	114.367	3%
<b>Verðbréfa- og fjárfestingasjóðir</b>	182.352	8%	119.844	11%	302.195	9%
<b>Annað</b>	137.903	6%	17.812	2%	155.715	5%
<b>Samtals</b>	2.277.075	100%	1.073.726	100%	3.350.801	100%

## Heildarútflæði

Miðað við ofangreindar forsendur og að vilji einstaklinga og fyrirtækja til áhættu-dreifingar nemi um 10% af innlánnum, verðbréfum og eign þeirra í sjóðum nemur heildarútflæði vegna þeirra 285 ma.kr. Miðað við að hámarksfjárhæð hvernar kennitölu nemi 30 ma.kr. til loka árs 2016 en 100 m.kr. eftir það yrði heildarútflæði árið 2016 um 180 ma.kr. Ljóst er að útflæðið yrði nokkuð framhlaðið, enda verður stór hluti einstaklinga ekki háður ofangreindum fjárhæðartakmörkunum vegna þess að 99% þeirra eiga minna en 50 m.kr. í lausu fé. Ef aðeins er miðað við að einstaklingar fjárfesti erlendis sem nemur 20% af eign þeirra í sjóðum og 10% af beinni eign þeirra í verðbréfum nemur heildarútflæðið 120 ma.kr. og þar af 80 ma.kr. út fyrir lok árs 2016.

Mynd 2  
Mögulegt fjármagnsútflæði undir álagi, tvær sviðsmyndir



Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Skattagögn

Af ofangreindum gögnum verður ekki ráðið hve miklum sparnaði hver einstaklingur hefur yfir að ráða. Því er líklegt að sviðsmyndir byggðar á þeim gögnum ofmeti útlæði svo lengi sem takmörk á fjárhæð fjármagnsflutninga eru bundin við hverja kennitölu. Til að greina betur mögulegt útlæði er stuðst við skattagögn. Gögn fyrir heimili sýna stöðuna í árslok 2015 en gögn fyrir fyrirtæki ná aðeins til ársloka 2014. Af gögnunum má ráða að einstaklingar eiga laust fé, þ.e.a.s. innstæður og ríkisskuldabréf, að andvirði u.þ.b. 900 m.kr. Einungis 0,3% þessara einstaklinga eiga lausar eignir umfram 100 m.kr. og 99% einstaklinga eiga minna en 50 m.kr í lausum eignum. Í lok árs 2014 áttu tæplega 2% fyrirtækja handbært fé umfram 100 m.kr.

	Fjöldi	Hlutfall af fjölda	Samtals fjárhæð lausra eigna m.kr.	Meðalfjárhæð lausra eigna m.kr.
< 1 m.kr.	175.816	63,3%	53.530	0,3
< 10 m.kr.	260.306	93,8%	320.615	1,2
< 50 m.kr.	275.440	99,2%	622.927	2,3
< 100 m.kr.	276.834	99,7%	717.864	2,6
>100	772	0,3%	190.753	247,1
Allir	277.606	100,0%	908.617	3,3

Mögulegt heildarútlæði telst u.þ.b. 60-100 m.kr. lægra þegar skattagögnin eru lögð til grundvallar en að öðru leyti miðað við samskonar forsendur og í matinu að framan. Ólíkt fyrra matinu felur greining byggð á skattagögnum fremur í sér vanmat á útlæði miðað við gefnar forsendur. Gögnin um lausafjáreign fyrirtækja eru nokkuð gömul auk þess sem hætta er á að nokkuð vanti í skil fyrirtækja á ársreikningum hjá skattinum. Líklegt er að lausafjáreign heimila sé vanmetin sem nemur hlutdeildarskírteinum í sjóðum.

## Lífeyrissjóðir

Auknar fjárfestingaheimildir lífeyrissjóða á undanförunum mánuðum hafa dregið úr uppsafnaðri fjárfestingaþörf sem var fyrir hendi vegna fjármagnshaftanna. Mögulegt er að útlæði vegna erlendra fjárfestinga sjóðanna verði á bilinu 60-80 m.kr. á ári. Vaxtamunur við útlönd og góðir fjárfestingarkostir innanlands, þá sérstaklega í innlendum húsnæðis-lánnum, dregur verulega úr væntu útlæði vegna erlendar fjárfestingar lífeyrissjóða.

## Áhrif á greiðslujöfnuð og gjaldeyrisforða

Til þess að meta áhrif útlæðis á greiðslujöfnuð þjóðarbúsins og gjaldeyrisforða Seðlabanka Íslands voru settar fram nokkrar sviðsmyndir. Hér eru tvær þeirra sýndar og taka þær mið af ofangreindum útreikningum á mögulegu útlæði við losun fjármagnshafta. Annars vegar er gert ráð fyrir verulegu útlæði, án þess þó að um óskipulegan fjármagnsflotta sé að ræða, og hins vegar gert ráð fyrir mildara útlæði. Túlka má þessar tvær sviðsmyndir sem efri og neðri mörk fyrir fjármagnsútlæði sem ætla má að hafi einhverja vigt í líkindadreifingunni. Matið er þó varfærið eins og nánar er útskýrt síðar.

Í töflu V má sjá helstu forsendur og niðurstöður sviðsmyndanna. Í báðum sviðsmyndum er gert ráð fyrir áframhaldandi auknum sértækum heimildum lífeyrissjóðanna til fjárfestingar erlendis. Í sviðsmynd 1, sem gengur lengra en hin seinni, er gert ráð fyrir að til viðbótar við útlæði lífeyrissjóða nemi útlæði einstaklinga og fyrirtækja rúmlega 10% af heildareign þeirra í innlánnum, verðbréfum og hlutdeildarskírteinum sjóða eða til samræmis við útreikninga að framan. Sviðsmynd 2 er aftur á móti mildari og gerir ráð fyrir að útlæði verði 20% af eign einstaklinga og fyrirtækja í sjóðum, 10% af beinni verðbréfaeign þeirra en ekkert útlæði verði af núverandi eign þeirra í innstæðum.

Við mat á áhrifum mögulegs útlæðis í kjölfar losunar fjármagnshafta á greiðslujöfnuðinn er horft til þróunar gjaldeyrisforðans við fast gengi og hann settur í samhengi við ýmis forðaviðmið. Þetta er gert til hagræðis við túlkun á niðurstöðum og samanburð við fyrri greiðslujafnaðaráætlanir en felur ekki í sér neinn ásetning eða vísbendingu um breytta gengisstefnu. Er þetta nánar útskýrt í greinargerð með frumvarpinu. Tafla V sýnir breytingar á forða samkvæmt hvorri sviðsmynd fyrir sig. Gjaldyrisforði Seðlabanka Íslands er nú sögulega stór. Í lok júlí nam hann 721 ma.kr. Þar af voru 475 ma.kr. fjármagnaðir innanlands. Hlutfall forða og forðaviðmiðs Alþjóðagjaldyrisssjóðsins, svokallað RAM-forðaviðmið (e. Reserve Adequacy Metric) sem tekur mið af margvíslegum þáttum er hafa áhrif á greiðslujöfnuð þjóða og gætu gefið vísbendingu um mögulegt útlæði fjármagns miðað við söguleg gögn, er áætlað hafa verið 160% í lok júlí. Það er yfir því 150% hlutfalli sem Seðlabankinn og Alþjóðagjaldyrisssjóðurinn telja nauðsynlegt í aðdraganda losunar fjármagnshafta.

Tafla V Þróun gjaldeyrisforða við losun fjármagnshafta<sup>1</sup>

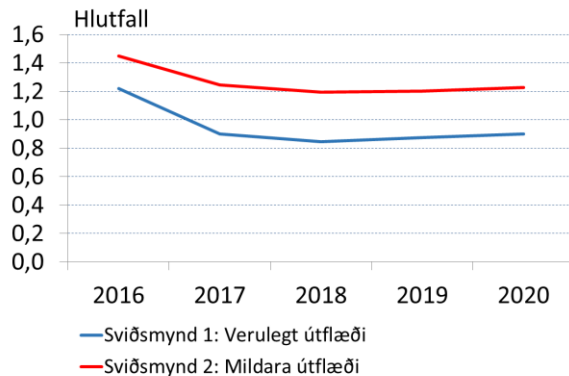
		2016	2017	2018	2019	2020
<b>Sviðsmynd 1:</b> <b>Verulegt</b> <b>útlæði</b>	Útlæði einstaklinga og fyrirtækja (ma.kr.)	180	105	0	0	0
	Staða gjaldeyrisforða (ma.kr.)	531	432	406	453	474
	Hlutfall forða og RAM-forðaviðmiðs	1,22	0,90	0,84	0,87	0,90
<b>Sviðsmynd 2:</b> <b>Mildara</b> <b>útlæði</b>	Útlæði einstaklinga og fyrirtækja (ma.kr.)	80	40	0	0	0
	Staða gjaldeyrisforða (ma.kr.)	631	598	574	623	646
	Hlutfall forða og RAM-forðaviðmiðs	1,45	1,24	1,19	1,20	1,23

1. Sviðsmynd 1 gerir ráð fyrir að vilji einstaklinga og fyrirtækja til áhættudreifingar nemi rúmlega 10% af eign þeirra í innlánnum, verðbréfum og hlutdeildarskírteinum sjóða. Í sviðsmynd 2 nemur vilji þeirra 20% af eign í sjóðum og 10% af eign þeirra í verðbréfum.

Mat á mögulegu útlæði við losun fjármagnshafta felur í sér að greiðslujöfnuður gæti orðið fyrir töluverðum áhrifum. Hvort áhrifin koma fram er háð vilja fyrirtækja og einstaklinga til áhættudreifingar erlendis og væntingum um þróun á gjaldeyris- og fjármálamörkuðum. Miðað við núverandi stöðu efnahagsmála og þróun á innlendum og erlendum mörkuðum er líklegt að útlæði verði minna en sviðsmyndirnar gefa til kynna. Tafla V og mynd 3 sýna hvernig hlutfall forða og RAM-forðaviðmiðsins lækkar nokkuð snarpt og verður á bilinu 1,22-1,45 í lok árs 2016. Þá lækkar það einnig árið 2017 niður í 0,90-1,24 en tekur svo að hækka eftir það. Af framangreindu virðist ljóst að þjóðarþúið þoli töluvert fjármagnsútlæði þar sem hlutfallið lækkar ekki úr hófi þrátt fyrir forsendur um verulegt útlæði í sviðsmynd 1.

### Mynd 3

#### Þróun hlutfalls gjaldeyrisforða og forðaviðmiðs (RAM)<sup>1</sup>



1. RAM er viðmið AGS á hagkvæmstu stærð forða (e. Reserve Adequacy Metric).

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Áhrif losunar fjármagnshafta á þróun forða ráðast að miklu leyti af erlendum gjaldeyristekjum þjóðarþúsins til framtíðar. Seðlabankinn hefur keypt erlendan gjaldeyri á markaði að andvirði 250 ma.kr. það sem af er ári og í fyrra keypti bankinn gjaldeyri sem nam u.þ.b. 270 ma.kr. Haldi fram sem horfir ætti mögulegt útlæði ekki að verða of íþyngjandi fyrir þjóðarþúið.<sup>3</sup> Verði gjaldeyrisinnstreymi yfir losunarferlið áþekkt því sem það hefur verið undanfarin misseri mun hlutfall forða og RAM-forðaviðmiðsins ekki lækka eins mikið og sviðsmyndin gefur til kynna. Þá má gera ráð fyrir að forðinn nái RAM-viðmiðinu á einu til tveimur árum, þrátt fyrir verulegt fjármagnsútlæði.

<sup>3</sup> Almennt er gætt varfærni við matsgerðina. Í því samhengi er vert að nefna að greiðslujafnaðarlíkanið tekur mið af spá Seðlabanka Íslands um þróun helstu hagstærða og þar með spá um viðskiptajöfnuð. Á undanförunum árum hefur viðskiptaafgangur þjóðarþúsins verið nokkuð minni heldur en áætlað gjaldeyrisinnstreymi og kaup Seðlabankans á erlendum gjaldeyri gefa til kynna. Greiðslujafnaðargreiningin gefur því varfærið mat á þróun gjaldeyrisforðans á spátímabilinu.