

## Draga fjármagnshöft varanlega úr fjárfestingu?

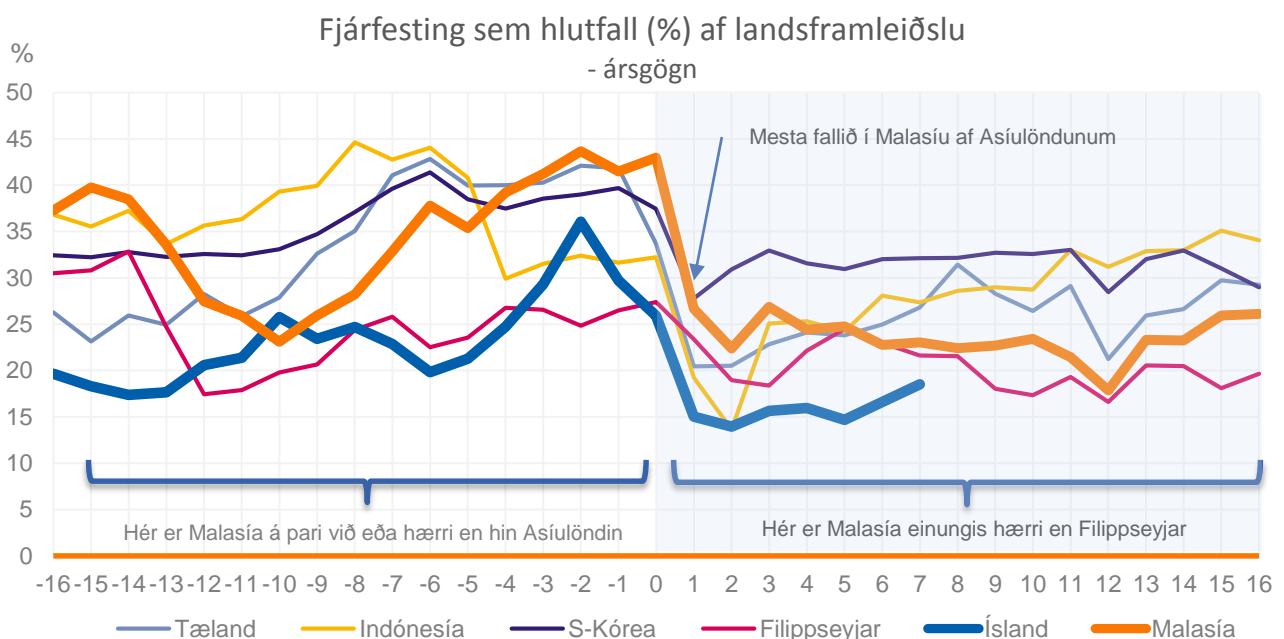
Greiningardeild Arion banka hefur talsvert fjallað um fjármagnshöft síðastliðin ár. Nýlega fjölluðum við t.a.m. um [uppgjör slitabúa](#) og hvernig hægt er að leysa úr snjóhengjuvandinum. Einnig höfum við nýverið fjallað um reynslu Kýpur og sérstaklega [Malasíu](#) í samanburði við Ísland. Þar kom fram að fjárfesting í Malasíu hafi ekki enn náð sömu hæðum og árin fyrir kreppuna í lok 10. áratugarins. Því má spyrja hvort að höftin sem sett voru á í Malasíu hafi fælt fjárfesta frá landinu?

### Fræðilega séð geta höft fælt fjárfesta í burtu löngu eftir afnám þeirra

Með því að setja á fjármagnshöft geta fjárfestar síður fært eða selt eignir sínar eins og þeir myndu annars kjósa. Þetta á við um marga fjárfesta á Íslandi í dag, innlenda sem erlenda. Ef fjárfestar eru áhættufælnir munu þeir forðast eignir innan hafta eða krefjast hærri ávöxtunar þeirra en ella. Aðilar á fjármálamörkuðum horfa oft í baksýnisspegilinn til að spá fyrir um framtíðina, enda byggja flest hagrannsókn- og fjármálalíkön a.m.k. að hluta til á atburðum í fortíðinni. Ef fjárfestar horfa í baksýnisspegilinn er því sennilegt að þeir líti svo á að land sem hefur eitt sinn sett á höft sé líklegra en önnur til að gera það aftur og/eða að sérstök áhætta fylgi því að fjárfesta í slíku landi. Því munu fjárfestar hækka ávöxtunarkröfu sína til að bæta upp fyrir þessa áhættu. Til dæmis, ef fjárfestar ráðast í framkvæmd sem skilar 2% raunávöxtun í Þýskalandi, gætu þeir krafist 4% raunávöxtunar á Íslandi fyrir sömu framkvæmd. Fjölmargir aðrir þættir hafa áhrif á hegðun fjárfesta, en ef markaðsaðilar horfa á lönd sem hafa sett á fjármagnshöft eins og lýst er hér að ofan, getur fjárfestingarstig í slíkum löndum verið lægra en ella.

Ýmsar rannsóknir um skemmri tíma áhrif fjármagnshafta benda til þessa að þau geti verið góð lausn á greiðslujafnaðarvanda í þróunarlöndum eða sem viðbragð við fjármála- og gjaldeyriskrísu. Sumar þeirra benda enn fremur til þess að áhrifin á erlenda fjárfestingu séu óveruleg. Það sem oft vantar í slíkar rannsóknir eru áhrifin til lengri tíma, en skortur á slíkum rannsóknum er fyrst og fremst vegna þess hve dæmin eru fá. Í tilfalli hafta sem viðbragðs við fjármagnsútlæði í fjármálakreppu er Malasía nánast eina dæmið þar sem hægt er að kanna lengri tíma áhrif. Einn af þeim fáu sem hefur gert það er [Goh \(2005\)](#) sem komst að þeirri niðurstöðu að dregið hafi úr fjármagnsflæði einkaaðila eftir að höftin voru losuð.

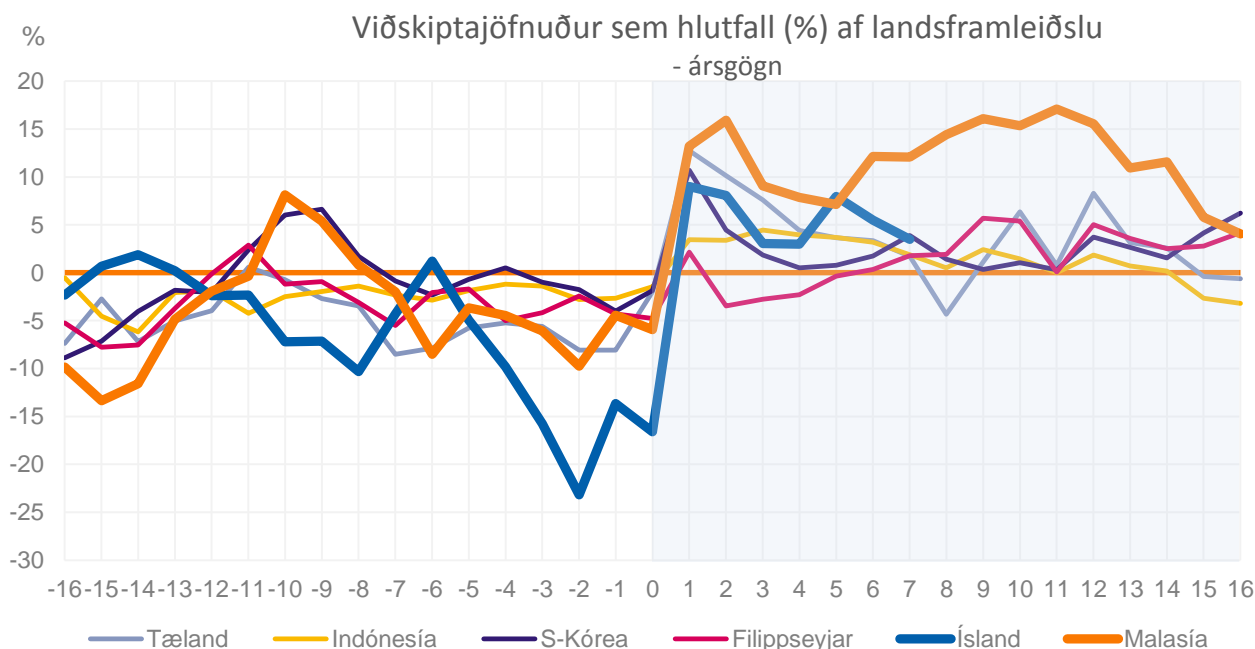
### Fjárfesting minnkaði meira í Malasíu en annars staðar í Asíu eftir kreppuna



Á 10. áratugnum, eða fram til ársins 1998, var gríðarlega hátt fjárfestingarstig í Austur-Asíu og þá sérstaklega í Malasíu þar sem fjárfesting nam allt að 45% af vergri landsframleiðslu. Eftir að fjármálakreppan skall á með fullum þunga á seinni hluta ársins 1997 dró mjög úr fjárfestingu þar í landi, eins og sést á myndinni hér að ofan<sup>1</sup>. Samdrátturinn varð meiri en í þeim löndum í álfunni sem urðu hvað verst úti í kreppunni og þurftu að leita á náðir Alþjóðagjaldeyrissjóðsins<sup>2</sup>. Þá hefur Malasía einnig verið eftirbátur hinna landanna hvað varðar fjárfestingu síðan 1998. Meðaltal fjárfestingar á ári, sem hlutfall af landsframleiðslu, féll áberandi mest í Malasíu eftir viðmiðunarárið, 1997, miðað við árin 16 þar á undan. Þetta er sérstaklega athyglisvert í ljósi þess að höftin í Malasíu voru losuð tiltölulega hratt og voru nær öll farin innan þriggja ára. Ef við skoðum Ísland sést að þróunin hér er mjög svipuð því sem var í Malasíu, enda er fjárfesting hér enn sögulega lág. Sem betur fer gera spár ekki ráð fyrir því að fjárfesting á Íslandi staðni jafn mikið og í Malasíu, en þó er spurning hvort að reynsla Malasíu sé ekki víti til varnaðar?

## Endurspeglar viðskiptaafgangur Malasíu fælingarmátt fjármagnshafta?

Hægt er að skilgreina viðskiptajöfnuð sem þjóðhagslegan sparnað að frádreginni fjárfestingu innanlands. Eftir kreppuna í Malasíu stóð þjóðhagslegur sparnaður nánast í stað, á meðan verulegur samdráttur varð í fjárfestingu, sem birtist í miklum viðskiptaafgangi síðasta eina og hálfra áratuginn eða svo. Þegar afgangur er á viðskiptajöfnuði þýðir það annað tveggja, að gjaldeyrisforði landsins sé að byggjast upp, eða að það sé hreint fjármagnsflæði út úr landinu. Gjaldyrisforði Malasíu jókst í kjölfar kreppunnar þar í landi eins og við ræddum í [Markaðspunkti fyrir stuttu síðan](#), en einnig virðist hafa verið nokkuð um hreint fjármagnsútfærði. Það þýðir að aðilar sem voru fyrir með fjárfestingar sínar í Malasíu hafa verið að sækja út úr hagkerfinu síðustu ár. Það sem er einnig áhugavert er að viðskiptaafgangur Malasíu hefur verið mun meiri en í samanburðarlöndunum og aftur hér svipar þróuninni mjög til Íslands.



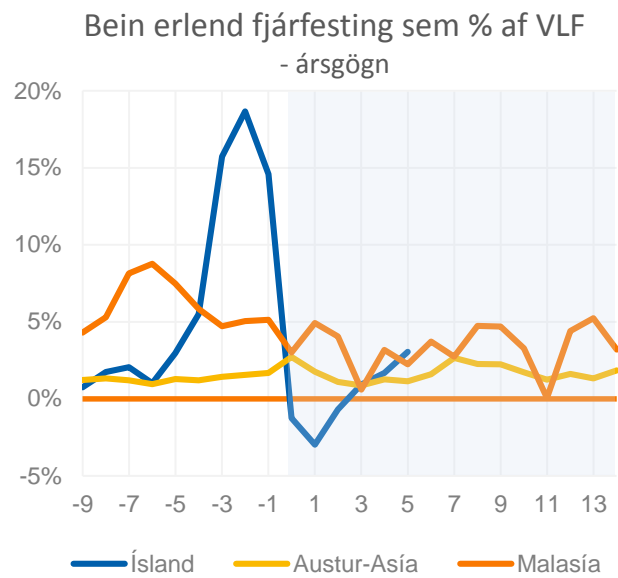
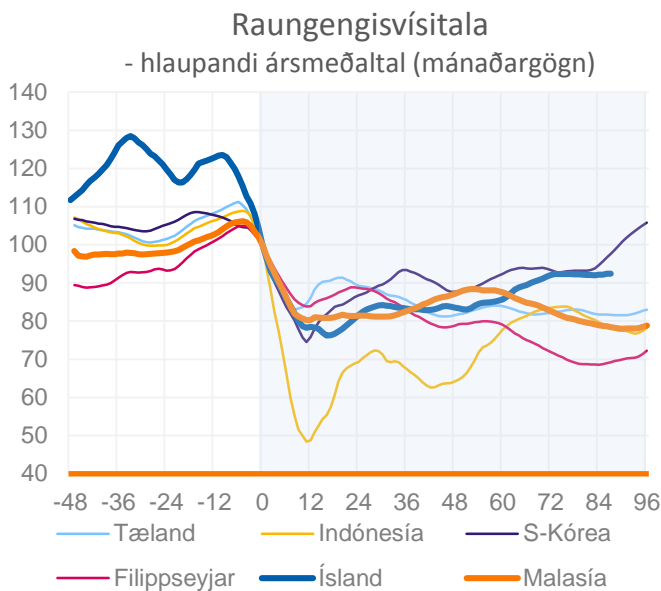
Heimild: IMF-WEO. Ár=0 er 2008 hjá Íslandi og 1997 hjá Asíulöndunum. Árið 2015 hjá Íslandi er byggt á spá Greiningardeildar

Veiking raungengis getur útskýrt mikinn viðskiptaafgang þar sem meira fæst fyrir útflutningsvörur og innflutningsvörur verða dýrari, sem dregur úr eftirspurn innanlands. Veiking gengisins virðist útskýra að hluta til hvernig Malasía fór úr viðskiptahalla í viðskiptaafgang við kreppuna, en þó ekki hvernig Malasía hafði mun meiri viðskiptaafgang en hin Asíulöndin. Sérstaklega þar sem gengisfall Malasíu var mjög svipað og meðalgengisfall hinna landanna.

Ekki eru allar vísbendingar sem hníga að því að höftin í Malasíu hafi haft slæm áhrif til lengri tíma. T.d. hefur hagvöxtur þar síðustu 16 ár verið nokkuð svipaður og í samanburðarlöndunum auk þess sem bein erlend fjárfesting kemur einnig vel út í þeim samanburði. Þó er athyglisvert að sjá að bein erlend fjárfesting sem hlutfall af landsframleiðslu var mun meiri í Malasíu á árunum fram að kreppu og hefur ekki náð sömu hæðum og í byrjun 10. áratugarins. Hafa ber í huga að hagkerfi Malasíu hefur vaxið mikið síðan þá og hefur því bein erlend fjárfesting verið að aukast, en ekki jafn hratt eða hraðar en hagkerfið sjálft.

<sup>1</sup> Þessi lækun er tölfræðilega marktækt meiri í Malasíu heldur en í samanburðarlöndunum skamkvæmt *diff-in-diff* hagrannsóknalíkani.

<sup>2</sup> Filippseyjar fengu aðstoð en þó ekki formlegan björgunarpakka.



Heimildir: IMF-IFS. BIS. Greiningardeild. Mánuður=0, og vísitala=100 á mynd vinstra megin, miðast við nóvember 2008 á Íslandi og desember 1997 annars staðar.

## Enn ein vísbendingin um að höftin þarf að losa sem fyrst

Við þessa einföldu greiningu hér að ofan er margt að athuga og henni þarf að taka með nokkrum fyrirvara. T.d. eru margir aðrir þættir sem ráða því hversu mikið er fjárfest innan hagkerfis og því kann að vera að fjárfestingarstigið í Malasíu hafi verið hagkvæmt á síðustu árum. Einnig er erfitt að draga sterkar ályktanir þar sem ekki liggja fyrir samanburðarhæf gögn um í hverju var fjárfest í Malasíu og samanburðarlöndum.

Þrátt fyrir það eru fræðin, eins og áður segir, mjög skýr hvað þetta varðar – ótti við fjármagnshöft þýðir áhættu, sem birtist í hærri ávöxtunarkröfu og minni fjárfestingu. Þetta gæti hafa verið tilfellið í Malasíu og auðvelt væri að sýna fram á að þeim mun lengur sem höft eru við lýði þá myndi áhættuálag hækka. Skilaboðin með þessu eru einföld: Hugsanleg skaðleg áhrif fjármagnshæfta á fjárfestingu til lengri tíma er enn ein vísbendingin um að því fyrr sem höft verða losuð á Íslandi, því betra.

### Greiningardeild Arion banka

Anna Hrefna Ingimundardóttir  
anna.ingimundardottir@arionbanki.is

Elvar Ingi Möller  
elvar.moller@arionbanki.is

Hrafn Steinarsson  
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

Konráð S. Guðjónsson  
konrad.gudjonsson@arionbanki.is

Stefán Broddi Guðjónsson  
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

### Forstöðumaður

Regína Bjarnadóttir  
regina.bjarnadottir@arionbanki.is  
444-6969

[Hér má finna fyrirvara](#)