



15. desember 2011

## Rökfræði áætlunarinnar um losun gjaldeyrishafta

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri. Erindi flutt á fundi  
Viðskiptaráðs 15. desember 2011.

Góðir fundarmenn.

Hinn 25. mars sl. birti Seðlabankinn áætlun um losun gjaldeyrishafta, þar sem gert var ráð fyrir að höftin yrðu losuð í tveimur áföngum. Í hinum fyrri yrði sjónum beint að því viðfangsefni að koma óstöðugum krónueignum, einkum í eigu erlendra aðila, í hendur fjárfesta sem vilja taka stöðu með krónunni til lengri tíma litið. Í hinum síðari yrðu höftin losuð að öðru leyti. Áætlunin er þó fremur fáorð um síðari áfangann, enda getur margt breyst á þeim tíma sem mun líða þar til hann getur hafist. Nánari útfærsla hans verður því að bíða. Í framsögu minni mun ég því beina athyglinni að fyrri áfanganum og leitast við að útskýra hvers vegna einstök skref hans eru tekin í þeirri röð sem lýst er í áætluninni.

Grunnvandinn sem áætlunin um losun gjaldeyrishafta reynir að leysa er skortur á trausti; á innlent efnahagslíf, gjaldmiðil landsins og greiðslugetu ríkissjóðs. Traust í samskiptum manna og fyrirtækja, innlendra sem erlendra, er ein dýrmætasta auðlind hvefrrar þjóðar. Mikilvægi þessarar auðlindar kemur aðeins fyllilega í ljós þegar hún hefur þornað upp.

Ástæða þess að traust gegnir þvílíku lykilhlutverki í gangverki efnahagslífsins er að traust hvers og eins er háð trausti allra hinna. Áhlaup á innstæður banka og skammtímafjármögnun ríkissjóða á evrusvæðinu nýlega eru skýrt dæmi um þetta. Enginn vill verða síðastur til að ná innstæðu út úr fallvöltum banka, eða til að selja skuldabréf ríkis sem stefnir í greiðsluþrot, eða gjaldeyri þess lands sem stendur frammi fyrir gjaldeyriskreppu og hugsanlega ósjálfbærri skuldabyrði, jafnvel þótt hún sé því aðeins ósjálfbær að aðrir fjárfestar *telji* hana ósjálfbæra. Gjalddeyrishöftin stöðvuðu áhlaupið á gjaldmiðil Íslands. Um leið grófu þau að vissu leyti undan trausti til lengri tíma litið, þ.e.a.s. trausti fjárfesta á að



Íslenskt efnahagslíf og ríkisfjármál geti náð jafnvægi og sjálfbærni án haftanna, vitandi að hið viðkvæma jafnvægi sem myndast að baki haftanna byggist á því að stór hópur fjárfesta er neyddur til þess að eiga krónueignir. Traust á milli aðila í viðskiptum getur nefnilega aðeins myndast í frjálsum viðskiptum, en ekki viðskiptum sem eru þvinguð.

Sem betur fer eru þó ekki allir fjárfestar sama marki brenndir. Sumir fjárfestar skilja mæta vel að á bak við rykmökkinn sem þyrlandist upp við hrun íslenska fjármálakerfisins liggur land umtalsverðrar tækifæra. Hrein skuldastaða landsins gæti orðið lægri en í áratugi, þegar öll kurl verða komin til grafar, og hrein skuldastaða ríkissjóðs, þrátt fyrir háar vergar skuldir, bendir til þess að hægt sé að ná þeim hratt niður aftur, að því tilskildu að haldið verði fast við þá aðhaldsáætlun sem lögð hefur verið fram. Náttúruauðlindir landsins eru óskaddaðar af fjármálahruninu og mannauðurinn að mestu leyti.

Vandinn sem við stöndum frammi fyrir er ekki fyrst og fremst skuldavandi heldur greiðsluflæðisvandi, sem að hluta til má rekja til þess að fjárfestar sem eiga frystar krónueignir annað hvort vilja ekki eiga þessar eignir lengur vegna þess að þá skortir traust á íslenskt efnahagslíf, eða geta það ekki vegna þess að reglur eða fjárfestingarstefna sem þeir starfa eftir leyfir það ekki.

Ef þetta er kjarni vandans, en ekki undirliggjandi skuldavandi, blasir við að tvær meginleiðir eru mögulegar til þess að koma á jafnvægi á gjaldeyrismarkaði og losa um höftin: Hin fyrri felst í því að Seðlabankinn verji takmörkuðum gjaldeyrisforða sínum til þess kaupa upp óstöðugar eignir, hin síðari í því að gera óstöðugar eignir stöðugri með því að skapa vettvang fyrir langtímafjárfesta til þess að kaupa þær fyrir erlendan gjaldeyri.

Vandinn við fyrri leiðina er sá að hún leiðir til þess að skuldir einkaaðila færast yfir á hið opinbera, a.m.k. tímabundið. Gjaldyrisforðinn er skuldsettur og aðgerðin felur í sér að eignir í forða minnka en skuldirnar standa eftir. Hrein skuldastaða hins opinbera versnar því.

Vandinn við síðari leiðina er að til skamms tíma litið er framboð af krónum of mikið miðað við fjárfestingargetu langtímafjárfesta. Sé hún framkvæmd með of miklum hraða gæti gengi krónunnar því lækkað verulega, a.m.k. tímabundið, eða að gengið yrði um of á gjaldeyrisforðann. Að auki eru ýmis fjárfestingarverkefni afar þurftarfrek á gjaldeyri vegna innflutnings. Því gæti krónan fallið og gjaldeyris streymt úr landi, þótt næg fjárfestingarverkefni væru til staðar.

Þetta er vandinn sem áætlunin um losun gjaldeyrishafta reynir að leysa. Áhersla er lögð á að verja gjaldeyrisforðann með því að



breyta, að því marki sem hægt er, skammtímakröfum á innlenda aðila í langtímafjárfestingu. Seðlabankinn hefur milligöngu-hlutverk, en útboðsfyrirkomulagið leiðir til þess að aðeins lítill hluti gjaldeyrisforðans er undir í hverjum viðskiptum. Útboðsaðferðin tryggir jafnframt að tilfærslur á lausafé í bankakerfinu verði ekki svo miklar að stöðugleika þess verði teft í tvísýnu. Gjalddeyrisforðinn er einnig varinn með því að gera þá kröfu til fjárfesta að þeir komi með gjaldeyri inn í landið og skipti honum á innlendum gjaldeyrismarkaði til þess að vega á móti gjaldeyrisútlæði sem oft fylgir nýrri fjárfestingu.

Annað mikilvægt markmið áætlunarinnar er að tryggja skammtímafjármögnun ríkissjóðs. Þrátt fyrir að verulegur árangur hafi náðst við að koma böndum á halla ríkssjóðs eftir fjármálahrunið og stöðva ósjálfbæra skuldaföfnun má ekki vanmeta hve fjármögnun hans er enn sem komið er háð gjaldeyrishöftunum. Meira en helmingur og í sumum tilvikum  $\frac{3}{4}$  hlutar stofns útistandandi skammtímaskuldabréfa ríkissjóðs er í höndum erlendra aðila. Ávöxtunarkrafan á skuldabréf ríkissjóðs er nú nokkru lægri en í þeim löndum evrusvæðisins sem glíma við mikinn skuldavanda um þessar mundir og raunávöxtun verulega lægri. Ekki er víst að svo væri án gjaldeyrishaftanna. Yrðu höftin losuð í dag er líklegt að vextirnir myndu hækka verulega, jafnvel þótt töluverður hluti fjárfesta sem eiga þessi skuldabréf sé tiltölulega rólegur innan haftanna. Án haftanna þyrfti því frekari aðhaldsaðgerðir hins opinbera til þess að ná þeim markmiðum sem sett hafa verið á næsta ári.

Því er lykilatriði að lengja eftir því sem kostur er í fjármögnun ríkissjóðs áður en höftin hverfa. Þegar hefur náðst nokkur árangur á þessu sviði. Meðallánstími innlendra skuldabréfa ríkissjóðs hefur lengst úr 3 árum í 7 ár. Síðastliðið vor keyptu innlendir lífeyrissjóðir o.fl. nokkurt magn langra verðtryggðra ríkisskuldabréfa með því að nýta sér fyrstu útboð áætlunarinnar, sem voru eingöngu helguð fjárfestingu í löngum ríkisskuldabréfum. Markmiðið var að lengja í fjármögnun ríkissjóðs og draga þar með úr áhættu.

Þótt hlé hafi orðið á útboðum um sinn og dregið hafi úr áhuga lífeyrissjóða eftir verðfall á erlendum hlutabréfamörkuðum sl. sumar gætir nú vaxandi áhuga erlendra aðila á þessum fjárfestingarkosti og hann verður áfram í boði samhliða svokallaðri fjárfestingarleið, þar sem fjárfestum gefst kostur á að kaupa krónur á fjárfestingargengi til þess að fjárfesta í innlendu atvinnulífi, gegn sölu á samsvarandi fjárhæð erlends gjaldeyris á innlendum gjaldeyrismarkaði.

Fjárfestingarleiðin, sem kynnt var til sögunnar í smáatriðum 18. nóvember síðastliðinn, hefur verið kynnt á öðrum vettvangi og ég



ætla ekki að lýsa tæknilegri útfærslu hennar hér. Útfærsla þessara aðgerða miðar að því að þær verði hlutlausar gagnvart forða til skamms tíma en jákvæðar til lengri tíma lítið. Þetta er gert með skilyrði um að helmingi gjaldeyris sem fjárfest er fyrir verði skipt á innlendum gjaldeyrismarkaði og með kröfu um 5 ára bindingu.

Bundnar eru vonir við að aðgerðin muni binda umtalsverðan hluta þeirra aflandskróna sem kvikastar eru. Hve stóran hluta ræðst einkum af því hve umfangsmikil fjárfestingarverkefni verða í boði og hvert umfang kvikra eigna er í reynd. Hvort tveggja er háð mikilli óvissu. Vonir standa til þess að fjárfestingarleiðin muni virka sem hvati til þess að laða að erlenda fjárfestingu.

Það er hins vegar misskilningur að stefnan miði að því að leysa út nær allan aflandskrónustabbann með erlendri fjárfestingu. Til þess þyrfti fjárfestingu sem óraunsætt er að eigi sér stað á næstu tveimur árum. Hins vegar má binda vonir við að hægt sé að leysa út kvikustu eignirnar með þessum hætti. Það er afar mikilvægt, þótt enginn viti raunar hve stór hluti þessara eigna er kvikur. Ljóst er að lítill hluti erlendu aðilanna er reiðubúinn að selja eignirnar á því gengi sem nú býðst á aflandskrónumarkaðinum. Útboðin í vor freistuðu ekki þeirra sem eiga skammtímaskuldabréf ríkissjóðs. Hugsanlega munu margir reynast langtímafjárfestar í þeim skilningi að þeir munu ekki losa um stöður sínar þótt verði í útboðunum nálgast hið opinbera gengi, heldur endurfjárfesta svo lengi sem vaxtamunur er meiri en nemur metinni áhættu. Hvort þannig er háttað munu útboðin leiða í ljós.

Vegna þess að óraunsætt er að losa nema takmarkaðan hluta aflandskrónueigenda úr stöðum sínum með útboðsleiðinni lætur áætlunin ekki staðar numið við þær aðgerðir. Gert er ráð fyrir því að þegar dregur úr hvata til þátttöku í þessum verkefnum, t.d. vegna þess að fjárfestar telja gengið í útboðum ekki nægilega hagstætt til að vega á móti 5 ára bindingu eða vegna þess að fjárfestingarverkefnin eru einfaldlega ekki nægilega umfangsmikil, verði lagt útgöngugjald á skammtímafjármagnshreyfingar. Þetta skref yrði hins vegar ekki stigið nema aflandskrónugengið hafi nálgast gengi krónunnar á innlendum markaði verulega, sem væri skýr vísbending um aukinn stöðugleika þessara eigna.

Ýmsir hafa gagnrýnt þessa röð viðburða og lagt til að útgöngugjaldið yrði lagt á strax. Það myndi að þeirra mati gefa umtalsverðar tekjur í ríkissjóð og færi á að losa um höftin að fullu mun fyrr en nú er gert ráð fyrir. Því er til að svara að hætt er við að eftir því sem tekjur ríkissjóðs yrðu meiri yrði álagið á gjaldeyrisforðann einnig meira. Ekki er jafn auðvelt að stýra umfangi viðskiptanna með þessum hætti til þess að tryggja að ekki verði óhóflegt álag á forðann, lausafjárstöðu bankanna eða skammtímafjármögnun ríkissjóðs.



Meginvandinn er þó sá að um leið og útgöngugjaldið er lagt á er búið að eyða hvatanum fyrir langtímafjárfesta til þess að kaupa krónurnar af hinum aðþrengdu fjárfestum. Mismunurinn á milli gengis krónunnar á innlendum gjaldeyrismarkaði, sem er hvati þessara viðskipta, myndi renna í ríkissjóð. Þar með minnka líkur á að hægt sé að leysa vandann innan einkageirans, án þess að gengið sé á gjaldeyrisforða þjóðarinnar. Þeir sem leggja mikla áherslu á skaðsemi gjaldeyrishafta hljóta einnig að hafa nokkrar áhyggjur af því að miklar tekjur af útgöngugjaldinu geti virkað sem hvati fyrir stjórnvöld að hafa höftin sem lengst.

Ég gat þess áðan að erlendir eigendur skuldabréfa ríkissjóðs hefðu ekki sýnt á sér neitt fararsnið í þeim útboðum sem haldin voru fyrir á árinu og að hugsanlegt sé að sumir þeirra muni halda áfram að fjárfesta í skuldabréfum ríkissjóðs til lengri tíma. Þar með er ekki sagt að þeir vilji ekki selja þegar kemur að almennri losun gjaldeyrishafta, vegna gjaldeyrisáhættu sem kynni að vera til staðar við slík tímamót.

Til þess að draga úr slíkum sölubrýstingi og auka traust á ferlinu er gert ráð fyrir því að fjárfestum sem eiga skammtímaskuldabréf ríkissjóðs verði boðin skipti á skuldabréfum í erlendum gjaldmiðlum. Þannig verður þeim gert kleift að losa sig undan gjaldmiðlaáhættunni tímabundið þótt þeir sitji eftir með skuldaraáhættu á ríkissjóð. Ótímabært er að segja til um líftíma þeirra skuldabréfa sem boðin yrðu. Hann mun ráðast af aðstæðum þegar þar að kemur. Því betur sem stjórnvöld standa sig í því að snúa við skuldaþróun hins opinbera, því líklegra er að fjárfestar verði reiðubúnir að kaupa bréf til langs tíma og því betur er ríkissjóður varinn fyrir áhrifum skammtímasveiflna í gengi sem gætu fylgt losun gjaldeyrishafta. Innleiðing varúðarreglna verður einnig mikilvægur þáttur í undirbúningi endanlegrar losunar hafta.

Ágætu fundarmenn.

Gjaldeyrishöftin eru skaðleg. Það vita þeir best sem þurfa að framfylgja þeim. Þau eru enn skaðlegri sé þeim ekki framfylgt. Ópolinmæði þeirra sem vilja sjá tímasettar áætlanir um losun hafta á skemmri tíma en nú er reiknað með er skiljanleg. Tímasett áætlun myndi hins vegar ekki endilega leiða til þess að höftin hyrfu fyrr en ella, a.m.k. ef ekki væri þeim mun ríkari vilji til að taka mikla áhættu. Ég fagna hins vegar uppbyggilegri gagnrýni og skoðanaskiptum af því tagi sem þessi fundur er dæmi um og hvet fleiri til að viðra skoðanir sínar. Áætlunin um losun gjaldeyrishafta er að mínu mati byggð á skynsamlegum rökum, sem ég hef rakið lauslega hér að framan. Hún er hins vegar ekki meitluð í stein og á endanum eru það rök reynslunnar sem mestu máli skipta. Áætlunina má útfæra með ýmsum hætti og laga að reynslunni. Góðar hugmyndir um það eru vel þegnar. Að svo stöddu held ég



hins vegar að farsælast sé að fylgja eftir þeirri meginstefnu sem mörkuð hefur verið, með ríkri áherslu á að varðveita gjaldeyrisforðann, stöðugleika fjármálakerfisins og fjármögnun ríkissjóðs.