



7. október 2010
Ræða á morgunfundi Íslenskra verðbréfa

Arnór Sighvatsson, aðstoðarseðlabankastjóri

Leiðin úr viðjum gjaldeyrishafta

Gjaldeyrishöft á fjármagnshreyfingar samrýmast ekki alþjóðlegum skuldbindingum Íslands, þ.á m. samningnum um Evrópska efnahagssvæðið. Höftin brengla efnahagslega hvata, leiða til þess að viðskiptatækifæri glatast, draga úr erlendri fjárfestingu, hafa í för með sér óþægindi og kostnað fyrir einstaklinga, fyrirtæki og hið opinbera og eru gróðrarstía lögbrota í tengslum við sniðgöngu. Hætt er við að erfiðara verði að framfylgja haftastefnu eftir því sem fram líða stundir.

Þá eru sterk rök fyrir því að til lengri tíma litið sé mikilvægt að lífeyriskerfi landsmanna geti dreift áhættu með því að fjárfesta í erlendum eignum. Það hefur komið í ljós í þeirri kreppu sem nú stendur yfir. Því eru margar góðar ástæður fyrir því að setja ekki á gjaldeyrishöft og afnema þau sem fyrst ef þau eru til staðar.

Eigi að síður var gripið til þess ráðs að setja á gjaldeyrishöft í kjölfar þess að íslenska fjármálakerfið hrundi og það hefur tekið lengri tíma að losa um þau en reiknað var með í upphafi. Því er ástæða til að rifja upp ástæður haftanna, en þær eru jafnframt lykillinn að því að skilja hvaða skilyrði þurfi að uppfylla áður en hafist er handa við að losa um þau.

Hvers vegna gjaldeyrishöft?

Ástæður þess að gripið var til þess ráðs að setja höft á gjaldeyrishreyfingar voru þær í stuttu máli að bankakerfi, gjaldmiðill, ríkissjóður og raunar allar stofnanir og atvinnulíf Íslands voru rúin trausti í kjölfar þess að íslensku bankarnir féllu í einu mesta fjármálahruni sögunnar. Ljóst var að hrundið yrði mikið áfall fyrir ríkissjóð, þótt óljóst væri hve mikið, auk þess sem fjármögnunarþörf sjóðsins vegna tímabundins hallareksturs yrði mikil. Skörð voru höggvin í gjaldeyrisforðann í hruninu og nauðsynlegt var að verja nokkrum forða til þess að stuðla að stöðugleika á gjaldeyrismarkaði á meðan unnið væri að endurreisn bankakerfisins og leitað leiða til að fást við skuldavanda heimila og fyrirtækja. Án aukins gjaldeyrisforða gat umtalsverð erlend endurfjármögnun ríkissjóðs á komandi árum orðið torsótt eða ófær tækist ekki að endurvekja traust á alþjóðlegum mörkuðum í tæka tíð. Margt benti til þess að alþjóðlega fjármálakreppan gæti orðið langdregin, eins og komið hefur á daginn.

Því var alls óvíst hvort alþjóðlegir fjármáلامarkaðir myndu opnast ríkissjóði Íslands í tæka tíð vegna endurfjármögnunar erlendra lána sem falla á gjalddaga árin 2011 og 2012.

Það jók enn á vandann að erlendir aðilar höfðu byggt upp umtalsverðar stöður í íslenskri krónu frá árinu 2005. Reikna mátti með því að þessir aðilar myndu selja og í sumum tilfellum væru neyddir til að selja eignir sínar á hrakvirði við fyrsta tækifæri. Á meðan það ferli hefði gengið yfir hefði gengi krónu líklega farið ofan í djúpan dal, sem óvíst væri að gjaldmiðillin kæmist upp úr aftur áður en verðlag og laun aðlöguðust. Vandinn var hins vegar ekki bundinn við erlenda aðila. Innlendir aðilar, þ.á m. lífeyrissjóðir ráða yfir miklum fjármunum sem þarf að ávaxta á degi hverjum. Ef atvinnulífið er lamað og óvíst um getu ríkissjóðs til að fjármagna halla á næstu árum er óvíst að innlendir stofnanafjárfestar hefðu heldur verið reiðubúnir að festa fé í innlendum eignum. Við þau skilyrði hefði fjármögnun ríkissjóðs orðið afar torsótt, sem hefði grafið enn frekar undan stöðugleika krónunnar.

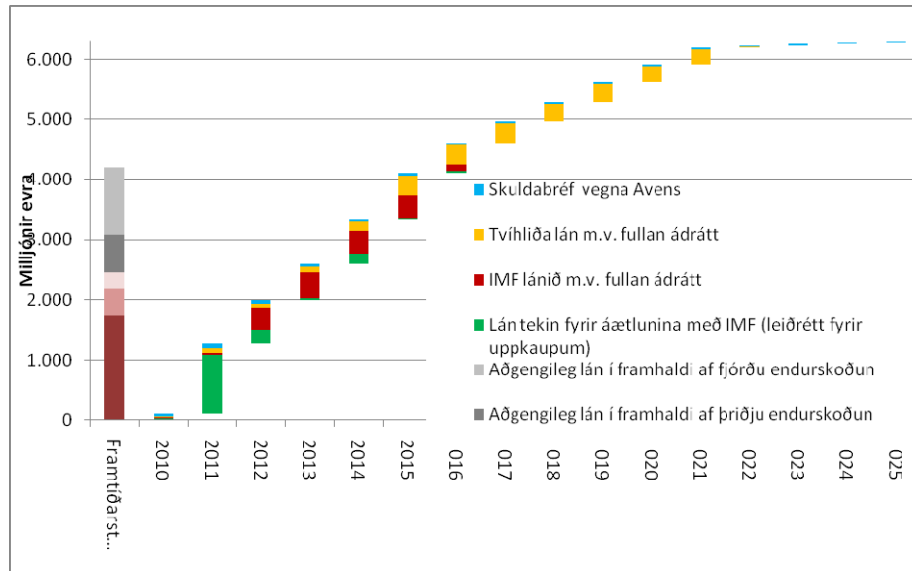
Þriðja ástæða þess að gripið var til hafta var ótraust staða þeirra fjármálafyrirtækja sem voru í burðarliðnum og annarra sem lifðu hrúnið af í skamma hríð. Efnahagsreikningur þeirra var óljós og ótraustur. Töluverður hluti innstæðna gat reynst hvikull. Efnahagur margra heimila og flestra fyrirtækja var jafnframt í uppnámi. Án stöðugleika í gengismálum yrði afar erfitt að endurskipuleggja efnahag einstaklinga, fyrirtækja og banka.

Skilyrði þess að afnema höftin

Af ofangreindu má ljóst vera að gjaldeyrishöft verða ekki afnumin að fullu fyrr en traust hefur verið endurvakið í þeim mæli að langvarandi óstöðugleiki fylgi ekki afnámi haftanna. Skoðum hver skilyrði þess eru og hvar Ísland er statt á leið sinni til að uppfylla þau:

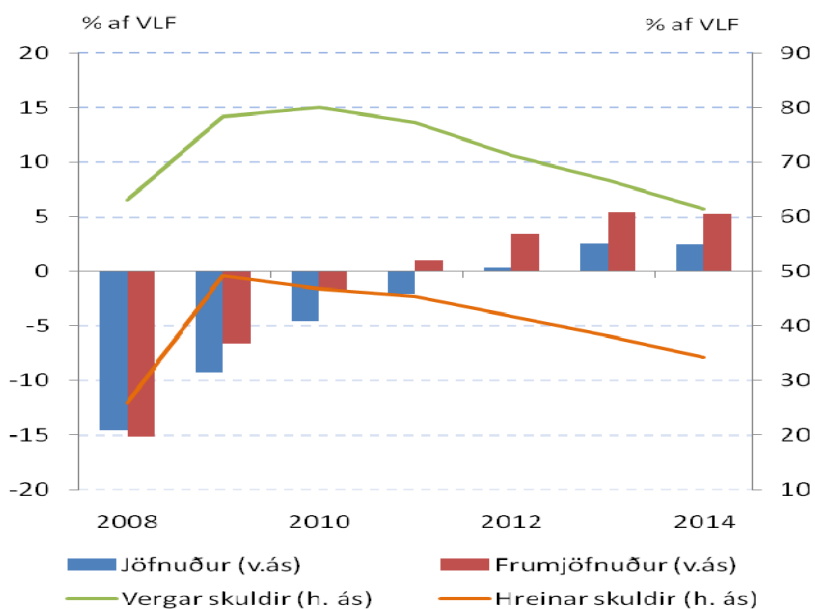
Lánafyrirgreiðsla Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og nágrannaríkja, í tengslum við efnahagsáætlun íslenskra stjórnvalda, hefur nú tryggt nægan gjaldeyrisforða til þess að endurfjármagna skuldir ríkissjóðs til næstu ára og mæta hugsanlegu útstreymi í tengslum við fyrstu aðgerðir er miða að losun hafta. Þegar dregið hefur verið á lánin að fullu verður Ísland í betri stöðu hvað varðar endurfjármögnunaráhættu en stór hluti Evrópuríkja. Þessi staða er gott veganesti þegar íslenska ríkið leitar á ný inn á erlenda fjármáلامarkaði.

Gjaldeyrisforði og afborganir:



Nú liggja fyrir fjárlög sem miða að afgangi á frumjöfnuði á næsta ári og samkvæmt áætlunum verður afgangur á ríkissjóði í heild árið 2013. Skuldir hins opinbera munu samkvæmt áætlun ná hámarki á þessu ári. Aðhald í ríkisfjármálum er hornsteinn þeirrar stefnu að endurvekja lánstraust ríkissjóðs og þar með skapa forsendur fyrir afnám hafta og sjálfbærum stöðugleika í gengismálum. Því er lykilatriði að ekki verði hvikað frá settum markmiðum.

Afkoma og skuldir ríkissjóðs 2008 - 2014¹



1. Skuldir eru án mögulegra Icesave skuldbindinga.
 Heimild: Fjármálaráðuneytið.

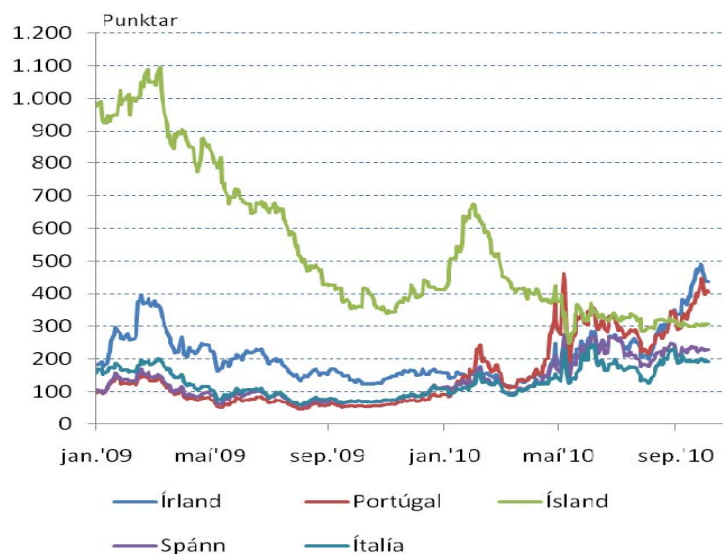
Fjármálakerfið er nú í betri stöðu til að standast sviptingar í lausafjárstöðu sem gætu fylgt afnámi hafta en fyrir nokkrum mánuðum. Eftir síðasta dóm Hæstaréttar hefur stórum áhættuþætti verið aflétt, sem gerði erfitt um vik að meta lausafjárstöðu bankanna. Samkvæmt viljayfirlýsingu stjórnvalda mun Fjármálaeftirlitið yfirfara áætlanir bankanna til að mæta áhrifum dómsins fyrir 15. nóvember.

Áhættan sem eftir stendur tengist einkum krónuinnstæðum erlendra banka og innstæðum gömlu bankanna. Áður en höftin eru afnumin að fullu hvað varðar þessar innstæður þyrfti að binda eins mikið og hægt er af þessu fjármagni til lengri tíma og skipuleggja uppgjör gömlu bankanna þannig að það raski ekki jafnvægi á gjaldeyrismarkaði.

Aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum eru enn erfiðar, en þó á heildina litið betri en þær voru fyrir ári, að ekki sé talað um fyrir tveimur árum. Vandí Grikklands, Írlands, Portúgals og Spánar á sviði ríkisfjármála hefur þó aukið á flótta fjárfesta í hlutfallslegt öryggi lágvaxtalanda. Íslenskra stjórnvalda bíður nú það vandasama verkefni að sýna fram á að Ísland sé betri fjárfestingarkostur en önnur skuldug Evrópuríki. Framvinda efnahagsáætlunarinnar er smám saman að leggja grunn að öflugri sókn á þessu sviði, en til þess að hún takist þarf að halda fast við markmið hennar. Það fjármagn sem nú bíður átekta í skjóli lágvaxtalanda mun um síðir leita á gjöflli mið. Þegar dregur úr

flótta fjárfesta í öryggi lágvaxtalanda og þeir fara að horfa eftir betri ávöxtun þurfa íslensk stjórnvöld að vera reiðubúin að beina augum þeirra að Íslandi.

Próun skuldatryggingarálags á rikissjóð í
alþjóðlegu samhengi
Daglegar tölur 1. janúar 2009 - 5. október 2010

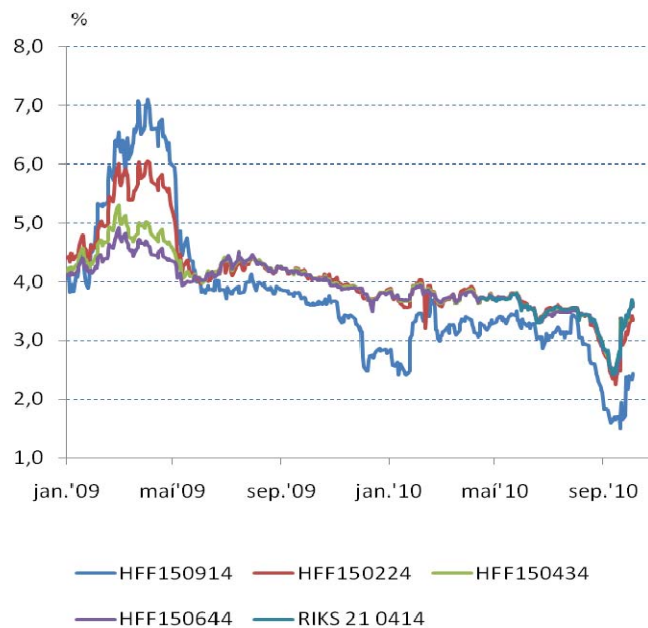


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Tilvist gjaldeyrishafta, en jafnframt fyrirhuguð losun þeirra, setur peningastefnunefnd Seðlabankans og þá sem eiga viðskipti á skuldabréfamarkaði í nokkurn vanda. Þegar höftin hverfa þarf áhættuleiðréttur vaxtamunur milli Íslands og viðskiptalandanna að vera nægur til þess að krónueignir geti talist viðunandi fjárfestingarkostur í samanburði við aðrar eignir. Á hinn bóginn eru sterk rök fyrir verulegri lækkun vaxta, að því gefnu að gjaldeyrishöft dugi til að halda gengi krónunnar stöðugu. Hvert sé æskilegt vaxtastig á hverjum tíma ræðst því m.a. af því hvenær byrjað verður að losa um höftin. Bæði markaðsaðilar og peningastefnunefndin standa frammi fyrir óvissu um það hvenær og í hvaða áföngum hægt er að losa um höftin. Það er í anda gagnsærrar framkvæmdar peningastefnu að peningastefnunefndin geri grein fyrir því hvernig þessi óvissa hefur áhrif á ákvarðanir hennar. Nefndin hefur þannig gert grein fyrir ýmsum þáttum sem hafa áhrif á möguleika þess að halda því ferli áfram sem hófst í nóvember í fyrra. Óvissan um dóm Hæstaréttar og þriðju endurskoðun efnahagsáætlunarinnar jók líkur á að það gæti dregist töluvert á langinn að hægt væri að taka næstu skref. Aðilar á skuldabréfamarkaði virtust skilja þessa töf með nokkru róttækari hætti en peningastefnunefndin

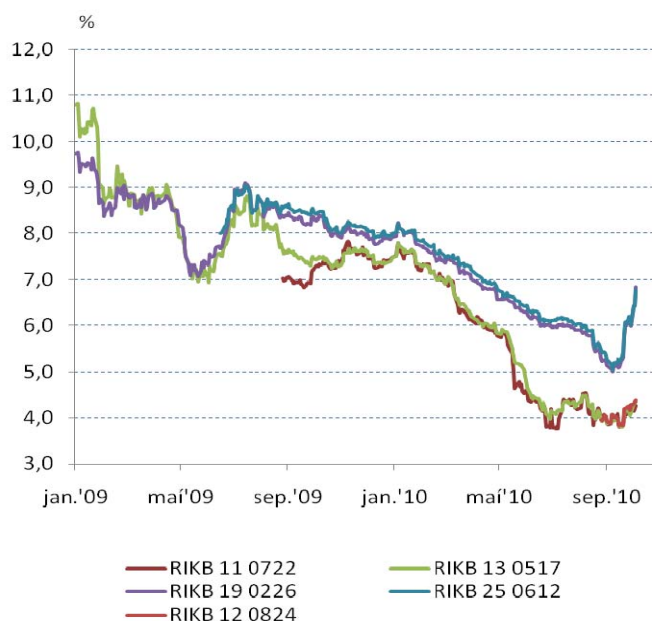
sjálf, sem ýtti undir lækkun ávöxtunarkröfu skuldabréfa sem hófst nokkru áður. Fyrirgreind óvissa hafði minnkað þegar peningastefnunefndin kom saman í september og var greint frá því mati nefndarinnar í yfirlýsingu hennar. Jafnframt var gefið til kynna að óhjákvæmilegt væri að taka tillit til þess við næstu vaxtaákvarðanir. Í þessu fólst ekki stefnubreyting heldur var um að ræða viðbrögð við breyttum aðstæðum.

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa
Daglegar tölur 2.janúar 2009 - 6. október 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra skuldabréfa Daglegar tölur 2.janúar 2009 - 6. október 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Ein af forsendum þess að hægt sé að losa um höftin án þess að það valdi óstöðugleika er að viðunandi jafnvægi sé í utanríkisviðskiptum Íslands og helst afgangur. Þetta skilyrði er nú þegar til staðar í þeim mæli að Seðlabankinn hefur hafið regluleg gjaldeyriskaup á markaði. Þegar horft er framhjá þrotabúum hinna föllnu banka er umtalsverður viðskiptaafgangur. Þegar slitameðferð lýkur verður til nettóskuld innlendra aðila við erlenda. Hún verður þó væntanlega ekki nægilega stór til þess að eyða undirliggjandi viðskiptaafgangi. Vandinn liggur því ekki fyrst og fremst í viðskiptajöfnuði heldur fjármagnsjöfnuði. Greiðslur innlendra aðila af erlendum lánum verða líklega meiri en innstreymi vegna nýs lánsfjár eða annarrar fjárfestingar svo lengi sem aðgengi Íslands að erlendum lánsfjármörkuðum er ófullkomið og efnahagsbati lætur á sér standa. Nýlegt skuldabréfaútbod Landsvirkjunar bendir þó til þess að erlendir lánsfjármarkaðir séu ekki lokaðir, þótt fá fyrirtæki séu í þeirri stöðu að geta aflað lánsfjár á þeim og kjörin séu ekki eins og best verður á kosið.

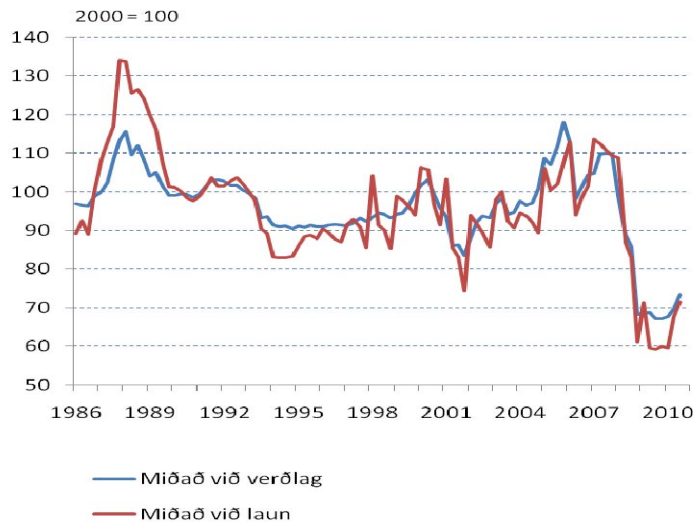
Erlend staða þjóðarbúsins
1. ársfj. 2008 - 2. ársfj. 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Fyrir því má færa gild rök að æskilegt sé að hefja losun gjaldeyrishafta á meðan raungengi krónunnar er enn tiltölulega lágt. Ef raungengið er fremur lágt eru minni líkur á að stór hópur eigenda krónueigna líti á losun hafta sem sölutækifæri og líklegt er að fleiri erlendir fjárfestar en ella líti á losun hafta sem tækifæri til þess að eignast krónur (þeirra sem vilja selja). Enn er raungengi krónunnar nokkuð undir líklegri meðalstöðu til lengri tíma lítið þótt það hafi hækkað nokkuð undanarið ár.

Raungengi
1. ársfj. 1986 - 2. ársfj. 2010

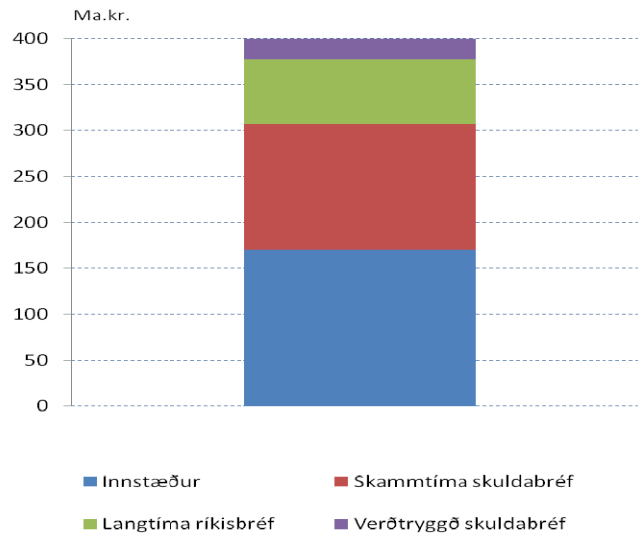


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Eftir því sem efnahagsbati glæðist batna skilyrðin til þess að losa um höftin. Efnahagsbata fylgir aukið innstreymi erlends fjármagns í formi lána eða beinnar fjárfestingar. Umtalsverð bein erlend fjárfesting gæti skapað hagstæð skilyrði til þess að losa um höftin. Þótt vísbendingar um að bati hafi hafist þegar á fyrri árs helmingi þessa árs eða undir lok hins síðasta hafi reynst villuljós þá bendir margt til þess að botni samdráttarins sé u.þ.b. náð og að vöxtur hefjist á síðari helmingi þessa árs. Hversu hraður efnahagsbatinn verður veltur þó mjög á því í hve ríkum mæli tekst að laða erlent fjármagn til landsins í útflutningsskapandi fjárfestingu.

Eitt af meginmarkmiðum efnahagsáætlunar stjórnvalda er að efla traust á innlent efnahagslíf og efnahagsstjórn. Ef fullt traust væri nú þegar til staðar væri hægt að leysa höftin strax í dag. Mönnun verður tíðrætt um ótrausta hengju fjárfestingar erlendra aðila sem fallið gæti yfir íslenska gjaldeyrismarkaðinn um leið og höftin sem halda henni í skorðum hverfa eða veikjast til muna. Þótt umfang heftrar krónueignar erlendra aðila sé í grófum dráttum þekkt stærð er margt á huldu um endanlega eigendur þeirra. Hópur svokallaðra ópolinmóðra fjárfesta er ekki föst stærð heldur afar breytileg eftir væntingum um framvindu efnahagsmála á Íslandi annars vegar og aðstæðum á alþjóðamörkuðum hins vegar. Samkomulagið sem gert var við seðlabankann í Lúxemburg, og færði umtalsvert magn krónueigna yfir í hendur innlendra langtímafjárfesta, auðveldar að hefja losun hafta. Samningurinn eykur forða og færir eignir í hendur á aðilum sem síður eru líklegir til að selja við fyrsta tækifæri.

Krónueignir erlendra aðila



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Hvernig skal afnema höftin?

Í ágúst 2009 lagði Seðlabankinn fram áætlun um afnám gjaldeyrishafta. Hún var ekki tímasett heldur fjallaði um skilyrði og áfangaskiptingu. Áætlunin var gerð við nokkuð aðrar aðstæður en nú ríkja og þarf því að endurskoða frá grunni. Fyrsti áfangi áætlunarinnar, losun hafta á innstreymi fjármagns, kom til framkvæmda í byrjun nóvember 2009. Áætlað var að í næsti áfanga áætlunarinnar yrði hafist handa við að losa um höft á útstreymi, fyrst á viðskipti með langtímaskuldabréf. Það skref hefur enn ekki verið tekið og þarf að huga vel að útfærslunni með tilliti til stöðugleika áður en svo verður. Áfangar áætlunarinnar voru ekki tímasettir, en óhætt er að segja að framkvæmd hennar hafi tafist miðað við það sem vænst var í upphafi. Það má m.a. rekja til þess að afgreiðsla efnahagsáætlunarinnar dróst á langinn og óvissu sem skapaðist í kjölfar dóms Hæstaréttar. Í viljayfirlýsingu vegna annarrar endurskoðunar áætlunarinnar var kveðið á um að næstu skref í átt til losunar hafta yrðu tekin í fyrsta lagi að þriðju endurskoðun lokinni. Henni er nú lokið. Þegar lán sem afgreiðslunni fylgja skila sér til ráðstöfunar á næstu mánuðum, og þegar fyrir liggur mat Fjármálaeftirlitsins á áætlunum fjármálafyrirtækja í kjölfar Hæstaréttardómsins, um miðjan nóvember, sbr. viljayfirlýsingu vegna þriðju endurskoðunar efnahagsáætlunar, er tímabært að huga nánar að næstu skrefum.

Áður en þau skref eru tekin þarf þó að vinna töluvert undirbúningsstarf er miðar að því að draga úr líkum á því að óstöðugleiki verði á gjaldeyris- og skuldabréfamarkaði. Seðlabankinn mun á næstu mánuðum ráðfæra sig við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn, aðra ráðgjafa og stjórnvöld um næstu skref og taka áætlunina frá því í ágúst 2009 til gagn Gerrar endurskoðunar. Vegna þess að dregist hefur að losa um höftin eru aðstæður, sem fyrr segir, að sumu leyti aðrar en reiknað var með þegar upphafleg áætlun var sett fram. M.a. er verðbólga nú umtalsvert minni og vextir lægri. Þá eru horfur um eflingu gjaldeyrisfordans háðar minni óvissu en áður. Því er ástæða til að endurskoða aðgerðaröð áætlunarinnar í ljósi breyttra aðstæðna og þróunar á markaði, eins og fram kom í yfirlýsingu peningastefnufndar í ágúst. Meðal þess sem kemur til álita er að grípa til aðgerða er miða að því að létta á þrýstingi frá eigendum frystra innstæðna og krónubréfa áður en hafist er handa við að losa um höft á langtímaskuldbindingar. Í áætluninni frá síðasta ári var gert ráð fyrir að þetta skref yrði ekki tekið fyrir en eftir að höftum á langtímaskuldbindingum hefði verið aflétt, a.m.k. að einhverju marki. Tilvist óstöðugs skammtímafjármagns skapar hins vegar ákveðna hættu þegar fyrstu skrefin eru tekin. Meðal þess sem kemur til álita er að efna til útboða þar sem erlendum aðilum sem eiga krónueignir gefst kostur á að skipta á þeim og skuldabréfum í erlendum gjaldmiðli, sem gengið geta kaupum og sölum án takmarkana, fyrir í ferlinu en áður var reiknað með. Einnig kæmi til greina að leggja á stíglækkandi útgönguskatt, samhliða eða síðar. Þriðja leiðin til þess að losa um frystar krónueignir er að beina þeim í innlenda langtímafjárfestingu. Því miður er erfitt á þessu stig að fullyrða hvort, hvenær, hvernig eða í hvaða röð þessar lausnir koma til framkvæmda. Það mun m.a. ráðast af niðurstöðu þeirrar vinnu sem nú stendur yfir.

Erlendir eigendur frystra skammtímaeigna eru ekki einu aðilarnir sem huga þarf að þegar losað er um gjaldeyrishöftin. Innlendir stofnanafjárfestar munu gegna mikilvægu hlutverki í því að koma á sjálfbærum stöðugleika, ekki síst lífeyrissjóðir. Íslenskir lífeyrissjóðir áttu í júlilok rúmlega 500 ma.kr., eða sem samsvarar 3,3 ma. evra í erlendum eignum, en skuldbindingar þeirra eru að öllu leyti í íslenskum krónum og möguleikar til að verjast gjaldmiðlaáhættu takmarkaðir. Því mætti ætla að í ljósi þess að raungengi krónunnar er enn afar lágt í sögulegu samhengi væri tækifæri til þess að draga úr gjaldeyrisáhættu sjóðanna. Ýmsir forsvarsmenn lífeyrissjóða hafa hins vegar bent á að innanlands skorti fjárfestingarkosti sem hafi það jafnvægi ávöxtunar og áhættu sem þeir telja ásættanlegt. Íslenskt atvinnulíf er enn í viðjum skuldakreppu og ávöxtun skuldabréfa með ábyrgð ríkissjóðs lækkaði um tíma niður fyrir það sem margir sjóðir telja ásættanlegt. Eftir því sem leyst er úr vanda fyrirtækja mun innlendum fjárfestingarkostum sjóðanna fjölga. Hitt kann einnig að koma til álita að kröfur sjóðanna um ávöxtun áhættuminnstu innlendu

skuldabréfanna séu einfaldlega of strangar. Þótt tryggingarfræðilegt mat á stöðu sjóðanna miðist við tiltekna ávöxtum, virðist ósraunsaett að áhættuminnstu eignirnar með tilliti til skuldbindinga sjóðanna þurfi að bera þá ávöxtun.

Gjaldeyrishöftin og sérstaklega, að því er virðist, væntingar sumra um að þau verði til staðar um langa hríð áttu eflaust þátt í tiltölulega lágri ávöxtun. Óstöðugleikinn á skuldabréfamarkaði, sem kann að tengjast breytingum á væntingum markaðsaðila um það hve hratt verður farið í losun hafta, undirstrikar þátt haftanna í verðmyndun á markaði. Innlendir fjárfestar standa í sömu sporum og erlendir að því leyti að vitneskjan um hina óþolinmóðu erlendu eigendur frystra krónueigna grefur undan trausti þeirra á krónunni. Það eru rök fyrir því að mikilvægt sé að opna útgönguleið fyrir hina óþolinmódustu á meðal hinna óþolinmóðu og skapa umgjörð fyrir hina til þess að binda krónueignir til lengri tíma.

Lokaorð

Er hægt að losa um gjaldeyrishöftin án þess að því fylgi umtalsverður óstöðugleiki á gjaldeyrismarkaði? Ef traust er fyrir hendi þá er það hægt. Enn er það ekki til staðar í nægilega ríkum mæli til þess að hægt sé að taka stór skref. Hins vegar eru nú forsendur til þess að hefja undirbúninginn. Íslenskum stjórnvöldum hefur miðað töluvert áleiðis við að byggja upp traust, þótt enn sé nokkuð langt í land. Ótti fjárfesta við að ríkissjóður geti ekki staðið við skuldbindingar sínar ætti að fjara út verði staðið við þau áform um aðhald í rekstri sem eru í fjárlögum ársins 2011 og áætlunum til næstu ára. Fljótlega ætti að koma í ljós að staða ríkissjóðs Íslands er að mörgu leyti betri en margra þróaðra landa, sem auk rekstrarhalla og erfiðrar skuldastöðu glíma við erfiðar lífeyrisábyrgðir. Aðgangur að nægum gjaldeyri er nú fyrir hendi til þess að greiða upp allar skuldir ríkissjóðs sem falla á gjalddaga til ársins 2013 og 2015 ef dregið verður á lán sem tengjast efnahagsáætluninni að fullu. Undirliggjandi afgangur er á viðskiptajöfnuði. Raungengi krónu er enn lágt, sem bendir til þess að til lengri tíma litið verði fjárfesting í krónum álitlegur kostur. Takist að beina til landsins umtalsverðri beinni fjárfestingu í útflutningstengdri starfsemi á komandi misserum munu skilyrði til þess að vinda ofan af höftunum batna. Seðlabankinn leggur áherslu á að losað verði um höftin með hætti sem lágmarkar hættu á óstöðugleika á gjaldeyris- og skuldabréfamarkaði, eftir því sem frekast er kostur. Vandaður undirbúningur mun fara fram áður en næstu skref verða tekin. Seðlabankinn getur hins vegar ekki skapað meiri vissu á mörkuðum en hann býr við sjálfur.

