



## Áætlun um losun gjaldeyrishafta

Skýrsla Seðlabanka Íslands til  
efnahags- og viðskiptaráðherra  
25. mars 2011



## Áætlun um losun gjaldeyrishafta

Í skýrslu þessari er gerð grein fyrir nýrri áætlun um losun gjaldeyrishafta. Fjallað er um reynslu af fyrri áætlun Seðlabankans, framvindu skilyrða sem þarf að uppfylla til þess að hægt sé að losa um höftin og hinum tveimur megin áföngum og einstökum skrefum fyrri áfangans er lýst (sjá kafla III og IV). Niðurstaðan er að forsendur þess að byrja að losa varlega um nokkra þætti haftanna séu fyrir hendi, en meiriháttar skref verði hins vegar vart tekin fyrr en ríkissjóður hefur með lántöku sýnt fram á getu til þess að endurfjármagna erlend lán. Það hefur tafist, meðal annars vegna hinnar óleystu lcesave deilu. Verði lögunum um ríkisábyrgð hafnað er líklegt að annar áfangi áætlunarinnar og síðari hluti fyrri áfanga hennar teffjist. Því verður athyglinni í upphafi einungis beint að aðgerðum sem ekki ættu að ganga á gjaldeyrisforðann, þ.e.a.s. útboðum sem miða að því að koma óstöðugum krónueignum í hendur langtímafjárfesta.

### I. Inngangur

Gjaldeyrisviðskipti hafa verið háð takmörkunum frá hruni bankakerfisins haustið 2008. Áður en gjaldeyrishöft tóku gildi hafði Seðlabankinn birt tilmæli til bankanna um að takmarka sölu gjaldeyris við brýn vöru- og þjónustuviðskipti. Hinn 28. nóvember 2008 voru settar reglur um gjaldeyrismál, sem heimilaðar voru samkvæmt ákvæði til bráðabirgða í lögum um gjaldeyrismál. Með setningu reglnanna var öllum höftum á gjaldeyrisviðskiptum vegna vöru- og þjónustuviðskipta aflétt, en teknar upp strangari takmarkanir á fjármagnshreyfingar á milli landa og gjaldeyrisviðskipti sem þeim tengjast. Reglurnar hafa verið endurskoðaðar nokkrum sinnum. Breytingar hafa einkum miðað að því að loka glufum í upphaflegum reglum. Ein mikilvægasta breytingin af því tagi var gerð í lok október 2009, þegar tekin voru af tvímæli um að einhliða innflutningur á aflandskrónum væri óheimill.<sup>1</sup> Innflutningur á aflandskrónum hafði verið algeng leið til þess að sniðganga höftin. Um leið var losað nokkuð um höftin að öðru leyti, þ.e.a.s. höft á innstreymi erlends fjármagns voru afnumin. Líklegt er að þessar aðgerðir hafi átt nokkurn þátt í því að nær samfellt gengissig krónunnar, sem hófst í mars 2009, stöðvaðist.

Hinn 5. ágúst 2009 var lögð fram áætlun um afnám hafta sem unnin var af Seðlabanka Íslands með tæknilegri aðstoð frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum. Á þeim tíma var óljóst hvort

<sup>1</sup> Aflandskrónur eru í þessari greinargerð skilgreindar sem verðmæti í innlendum gjaldeyri í eigu eða vörslu erlendra aðila, eða ávísun á slík verðmæti, sem lúta sérstökum takmörkunum samkvæmt reglum um gjaldeyrismál. Eigendur aflandskróna eru líklega flestir erlendir aðilar, þrátt fyrir að innlendir aðilar eigi einnig einhvern hluta þeirra, hvort sem er beint eða óbeint.

hægt yrði í náinni framtíð að uppfylla þau skilyrði sem þurfa að vera fyrir hendi til þess að leysa megi gjaldeyrishöftin án þess að stefna stöðugleika á gjaldeyrismarkaði í tvísýnu. Því var áætlunin ekki tímasett heldur var framgangur hennar háður ákveðnum skilyrðum. Lögð var áhersla á að forðast mismunun eftir því sem hægt væri. Megineinkenni áætlunarinnar sem unnin var sumarið 2009 var að byrjað skyldi á því að losa um höft á innstreymi fjármagns. Fyrsti áfangi áætlunarinnar kom til framkvæmda í lok október 2009, en á sama tíma var reglugerðin hert að því leyti að lokað var fyrir innstreymi aflandskróna, sem var meginfarvegur sniðgöngu fram að þeim tíma og gróf undan skilaskyldu gjaldeyris. Því næst skyldi hafist handa við að losa um höft á langtímaeignum, sem þegar væru að miklu leyti í eigu langtímafjárfesta eða myndu fljótlega komast í hendur þeirra, t.d. innlendra lífeyrissjóða. Að því loknu var áformað að losað yrði um höft á skammtímaeignir, m.a. með útboðsaðferðum þar sem markaðsverð myndi ráða hver gæti fyrst skipt krónueignum í gjaldeyri. Ekki var gert ráð fyrir að tekist yrði á við þann vanda fyrr en seint í ferlinu, að umtalsverður hluti auðseljanlegra eigna var í eigu erlendra aðila sem líklegt var talið að annaðhvort vildu eða neyddust til að selja krónueignir sínar við fyrsta tækifæri. Gengið var út frá því að aflandskrónuvandinn myndi að einhverju leyti minnka með innbyrðis viðskiptum erlendra aðila, þar sem fjárfestar með lengri sjóndeildarhring og meira þanþol myndu eignast krónueignir frá aðþrengdum fjárfestum sem væru tilbúnir að selja eignir sínar fyrir lágt verð.

Ljóst er að það hefur tekið lengri tíma en upphaflega var gert ráð fyrir að skapa þau skilyrði sem eru forsenda þess að hægt sé að afnema höftin án þess að það valdi verulegum óstöðugleika. Fyrir því eru ýmsar ástæður. Verulegar tafir urðu á framkvæmd efnahagsáætlunarinnar, m.a. vegna þess að Icesave-deilan tafði afgreiðslu Norðurlandalána. Einnig tók mun lengri tíma að koma efnahagsreikningum hinna nýju banka saman en upphaflega var áætlað, aðgerðir til að taka á skuldavanda heimila og fyrirtækja tóku langan tíma og mikil óvissa skapaðist um efnahag bankanna í kjölfar þess að Hæstiréttur dæmdi gengistryggingu lána ólögumæta og óskuldbindandi. Þá hafa aðstæður á erlendum lánsfjármörkuðum lengst af verið afar óhagstæðar. Þær aðstæður og lægra lánshæfismat hafa orðið til þess að tefja aðgengi ríkissjóðs að erlendum lánsfjármörkuðum. Aflandskrónuvandinn hefur af ýmsum ástæðum ekki verið leystur með aðkomu nýrra langtímafjárfesta að því marki sem vonast var til.

Þótt tafir hafi orðið á framkvæmd efnahagsáætlunarinnar hefur miðað tölvert áleiðis, ekki síst að því er varðar gengisstöðugleika og uppbyggingu gjaldeyrisforða, almennt jafnvægi í þjóðarbúskapnum og betra jafnvægi í fjármálum hins opinbera. Að auki hefur krónueign erlendra aðila verið lækkuð með Avens-samkomulaginu. Traust umheimsins á efnahagsstefnunni hefur aukist verulega eftir því sem henni vindur fram, sem m.a. birtist í mun lægra skuldatryggingarálagi en þegar upphafleg áætlun um losun hafta var samín.

Þrátt fyrir aukið traust á mörgum sviðum er traust á að krónan haldi gildi sínu á innlendum markaði án gjaldeyrishafta takmarkað, a.m.k. hjá erlendum aðilum sem eiga viðskipti á

aflandsmarkaði, sem kemur fram í því að þau takmörkuðu viðskipti sem þar fara fram eru á gengi sem er langt undir gengi krónu á innlendum gjaldeyrismarkaði. Höftin heimila aðeins innbyrðis viðskipti með aflandskrónur á milli erlendra aðila en takmarka fjármagnsviðskipti á milli innlendra og erlendra aðila. Höftin leiða því til þess að gjaldeyrismarkaðirnir leita ekki í sameiginlegt jafnvægi. Töluverður hluti auðseljanlegra eigna í krónum, t.d. innstæðna í innlendum bönkum og skammtímaríkisskuldabréfa, eru því áfram í höndum aðila sem geta ekki eða vilja ekki eiga þessar eignir eftir að höftin eru leyst. Á meðan ekki tekst að koma töluverðum hluta þessara óstöðugu eigna í hendur langtímafjárfesta er torséð hvernig hægt er að afnema höftin án þess að því fylgi áhætta á óstöðugleika á gjaldeyris- og skuldabréfamörkuðum.

Meginvandinn við fyrri áætlun fólst í því að ekki var gert ráð fyrir sérstökum aðgerðum til þess að beina þessum hvikulu eignum í langtímafjárfestingu áður en hafist yrði handa við að losa höftin að öðru leyti. Eigendum þeirra hefur aðeins verið gefið færi á að fjárfesta í fremur takmörkuðu úrvali eigna og ýmsum hópum fjárfesta, t.d. innlendum lífeyrissjóðum, hefur ekki verið gefið færi á að eignast aflandskrónur. Því hefur gengið hægt að koma þessum eignum í hendur langtímafjárfesta.

Í áætluninni sem lýst er hér á eftir er vikið í veigamiklum atriðum frá áætluninni sem lögð var fram sumarið 2009. Hins vegar er áætlunin áfram í mörgum skrefum og sem fyrr lögð áhersla á að forðast mismunun. Áætlunin er þannig gerð að hana má aðlaga að ýmsum aðstæðum, fyrst og fremst með því að aðlaga hraða framkvæmdarinnar. Áætlunin skiptist í tvo megináfanga, til viðbótar þeim skrefum sem þegar hafa verið tekin, svo sem afnám hafta á innflæði fjármagns, sem hver um sig fela í sér fleiri minni skref. Í greinargerðinni er greint frá skilyrðum sem nauðsynlegt er að séu til staðar fyrir hvern áfanga og skref. Áfangar og skref eru hins vegar ekki tímasett, enda ekki mögulegt að segja nákvæmlega til um hvenær skilyrði til þess að taka einstök skref verða til staðar, auk þess sem mikilvægar upplýsingar um hvenær og hvernig er best er að hefja næsta áfanga munu fást í hverjum þeim áfanga sem lokið er.

Engar líkur eru á að höftin geti horfið áður en núverandi lagaheimild rennur út hinn 31. ágúst nk. án þess að tekin verði óverjandi áhætta hvað varðar gengi krónunnar og stöðugleika fjármálakerfisins. Hversu hratt verður hægt að afnema höftin mun ráðast af því hvernig aðstæður þróast. Einnig skiptir máli þegar losað er um höftin hversu traustar varúðarreglur um gjaldeyrisáhættu og aðra áhættu í alþjóðlegri starfsemi innlendra fjármálastofnana verða til staðar. Með þetta í huga er lagt til að núverandi lagaheimild verði framlengd í u.þ.b. 4 ár, sem ætti að tryggja að hægt sé að afnema höftin á þeim hraða sem aðstæður leyfa án þess að óstöðugleiki hljóti af. Eftir sem áður verður kappkostað að losa höftin fyrr ef aðstæður leyfa.

Lagt er til að nefnd sem nú er starfandi og skipuð er fulltrúum efnahags- og viðskiptaráðuneytis, fjármálaráðuneytis, forsætisráðuneytis, Fjármálaeftirlits (FME) og Seðlabanka starfi áfram og hafi eftirlit með framkvæmd áætlunarinnar, hraða aðgerða og

þörf fyrir breytingar. Það sama á við um stýrihóp undir forystu efnahags- og viðskiptaráðherra, sem að auki er skipaður fjármálaráðherra, forstjóra FME og seðlabankastjóra.

Greinargerðin er þannig uppbyggð að í næsta kafla er fjallað almennt um áfangaskiptingu nýrrar áætlunar og þau skilyrði sem þarf að uppfylla áður en hverjum áfanga er hrundið í framkvæmd.<sup>2</sup> Í þriðja kafla greinargerðarinnar er fjallað um með hvaða hætti aflandskrónum verður beint í hendur langtímafjárfesta til hagsbóta fyrir íslenskt efnahagslíf. Í fjórða kafla er fjallað um afnám hafta á gjaldeyrisviðskipti með innlendar krónur og varúðarreglur varðandi gjaldeyrisáhættu og alþjóðlega starfsemi innlendra fjármálafyrirtækja eftir að höftum á fjármagnsflutninga hefur að öðru leyti verið aflétt. Fimmti kafli inniheldur niðurlag.

## II. Áfangaskipting nýrrar áætlunar

Áætlunin sem hér er lögð fram er ólík hinn fyrri að því leyti að hún snýst að mestu um skipulegar aðgerðir til þess að koma óstöðugum krónueignum í hendur langtímafjárfesta snemma í ferlinu. Áætlunin er hins vegar ekki tímasett, fremur en hin fyrri áætlun, að öðru leyti en því að næsti áfangi, sem hægt er að skipta í eins mörg minni skref og hentar, hefst í kjölfar birtingar þessarar áætlunar. Eins og í fyrri áætlun er hins vegar lögð áhersla á að losa um höftin í skrefum. Meginmarkmið áætlunarinnar er að afnema gjaldeyrishöft í skrefum án þess að valda óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði.

Áætlunin skiptist í tvo megináfanga. Að mati Seðlabankans eru forsendur þess að taka fyrstu skref fyrri áfangans til staðar, en áður en hin síðari skref fyrri áfangans og síðari áfanginn koma til framkvæmda þarf að uppfylla ýmis skilyrði sem enn eru ekki fyrir hendi (sjá kafla III og IV hér að neðan). Eins og fram kemur í viðauka I hafa þjóðhagslegar forsendur þess að afnema höftin þróast mjög í rétta átt frá því fyrri áætlun var sett fram í ágúst 2009. Sama á við öflun gjaldeyrisforða (viðauki III). Ein helsta hindrunin í vegi fyrir því að losa verulega um höftin er mögulegur óstöðugleiki innstæðna erlendra aðila í bönkunum (viðauki II). Því liggur beint við að ný áætlun um losun gjaldeyrishafta beinist einkum að því að draga úr óvissu sem tengist töluverðum skammtíma aflandseignum með því að hleypa þeim út í áföngum, eða öllu heldur koma þeim í hendur aðila, hvort heldur innlendra eða erlendra, sem vilja binda þær í fjárfestingu í innlendu atvinnulífi til langs tíma. Seðlabankinn telur að forsendur þess að taka ákveðin skref í þá átt séu nú þegar fyrir hendi, að því tilskildu að þau séu hófleg og framkvæmd af varúð. Þessar aðgerðir, sem nánar er lýst í kafla III, munu ekki kalla á að gengið verði á gjaldeyrisforðann. Þvert á móti ættu sumar þeirra að leiða til hreins innflæðis gjaldeyris til skamms tíma (kaup á rekstrarfélögum) eða að minnsta kosti til langs tíma vegna aukins útflutnings (nýfjárfesting í útflutningsgreinum). Þær krefjast þess ekki heldur að ríkissjóður hafi að fullu endurheimt það traust sem hann hafði áður, því að aðgerðirnar

---

<sup>2</sup> Í viðauka I er fjallað nánar um að hve miklu leyti þjóðhagsleg, fjármálaleg og önnur skilyrði séu til staðar til þess að hægt sé að losa um gjaldeyrishöftin, án þess að óstöðugleiki hljótist af.

myndu að miklu leyti beinast að einkageiranum og að nokkru leyti gefa ríkissjóði færi á að fjármagna sig til langs tíma með hagkvæmari hætti en ella. Því ætti fjármögnun ríkissjóðs að vera tryggð þótt eitthvað af því fjármagni sem áður hefur fjármagnað ríkissjóð leiti á önnur mið, t.d. inn í atvinnuvegafjárfestingu, og tryggi þannig undirstöður ríkisfjármála með óbeinum hætti. Vegna þess að aðgerðirnar eru framkvæmdar í mörgum skrefum er mögulegt að hægja á ferlinu komi upp einhver vandamál. Í gegnum allt ferlið verður gildandi gjaldeyrishöftum framfylgt til hlítar. Verði sniðgöngu vart, verður tekið á því með því að loka glufum eða gera breytingar á áætluninni.

### **Fyrri áfangi – lækun stöðu aflandskróna**

Fyrri áfangi losunar gjaldeyrishafta felst í aðgerðum til þess að lækka stöðu aflandskróna í höndum aðþrengdra fjárfesta og beina þeim inn í íslenskt efnahagslíf og langtímafjármögnun ríkissjóðs. Heimildir til fjárfestingar aflandskróna verða auknar undir eftirliti þótt núverandi reglur um gjaldeyrishöft verði áfram í gildi og þeim fylgt eftir til hlítar.

Byrjað verður á aðgerðum til þess að draga úr aflandskrónueign erlendra aðila með því að heimila að þeim eignum verði skipt, í tveimur skrefum, á móti gjaldeyriseignum innlendra aðila, án þess að ganga á gjaldeyrisforða Seðlabankans, og beina henni í langtímafjárfestingu í atvinnulífi, fasteignum, skuldabréfum ríkissjóðs eða öðrum langtímaeignum. Gerð er grein fyrir mismunandi leiðum sem heimilaðar verða í þeim eignum og skilyrðum sem þarf að vera fullnægt, án þess þó að tæknilegri útfærslu sé lýst í smáatriðum. Leiðarljós þessarar áætlunar er að stuðla að því að aðþrengdir fjárfestar geti selt krónueignir sínar fjárfestum með lengri sjóndeildarhring og getu til þess að fjárfesta í fleiri eignum, t.d. með beinni fjárfestingu í íslensku atvinnulífi. Skrefin verða útfærð með það í huga að lágmarka hættu á óstöðugleika sem reynt gæti um of á gjaldeyrisforðann og vakið áhyggjur af fjármálastöðugleika (þ.m.t. lausafjárerfiðleikum í bankakerfinu). Að lokum verður þeim eigendum aflandskróna sem eftir standa boðið að selja innstæður í krónum fyrir gjaldeyri gegn greiðslu útgöngugjalds eða skipta á skuldabréfum ríkissjóðs í krónum og skuldabréfi ríkissjóðs í erlendum gjaldeyri. Erfitt er að fullyrða hvenær áfanganum lýkur, en það ræðst af samspili innri og ytri þátta.

### **Síðari áfangi – losun hafta á aðrar krónur**

Þegar viðunandi árangri hefur verið náð, þ.e.a.s. stofn aflandskrónueigna í höndum aðþrengdra fjárfesta hefur minnkað að því marki sem Seðlabankinn telur viðráðanlegt með hliðsjón af gjaldeyrisforða og þegar aflands gengi krónunnar hefur nálgast álandsgengið, verður hafist handa við síðari áfanga, losun hafta á almenn gjaldeyrisviðskipti. Forsenda þess er þó að horfur um greiðslujöfnuð gefi til kynna að gjaldeyrisforði sé nægjanlegur og önnur skilyrði hafi verið uppfyllt. Ekki er útilokað að opnað verði í einhverjum mæli fyrir beina erlenda fjárfestingu innlendra fyrirtækja áður en aðgerðum til að binda aflandskrónur lýkur. Í þessum áfanga er hættan á óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði að óbreyttu mun meiri en í fyrri áfanganum sem fjallað var um hér að framan. Líkur á að hún raungerist verða hins vegar minni eftir því sem fyrsti áfanginn hefur gengið betur og eftir því sem almennar

forsendur þess að leysa höftin, sem fjallað er um í viðauka I, eru betur uppfylltar. Meginskilyrðið er að ríkissjóður og viðskiptabankarnir hafi viðunandi aðgang að erlendum lánamörkuðum. Áður en annar áfangi hefst verður gerð vönduð úttekt á því hvort i) bankarnir hafi og muni hafa nægt laust fé til að uppfylla lausafjárhlutföll sem Fjármálaeftirlitið og Seðlabankinn áskilja nú sem og væntanlegar lausafjárkvaðir í samræmi við Basel III regluverkið (LCR, NSFR)<sup>3</sup> og geti staðið af sér óstöðugt fjármagnsflæði og gengisóstöðugleika, ii) gjaldeyrisforði sé nægjanlegur til að standast nokkurt gjaldeyrisútfæði og iii) staða ríkisfjármála sé nægilega sterk til að ríkissjóður þoli tímabundið flókt eftirspurnar eftir ríkisbréfum. Ríkissjóður þarf einnig að hafa staðfest aðgang að erlendu lánsfé með því að taka lán á viðunandi kjörum.

Áður en síðari áfangi hefst munu varúðarreglur sem takmarka gjaldeyrisáhættu fjármálastofnana verða styrktar. Einnig kæmi til greina að takmarka alþjóðlega starfsemi banka með höfuðstöðvar á Íslandi á meðan Ísland stendur utan Efnahags- og myntbandalags Evrópu og fullnægjandi samevrópsku öryggisneti fyrir slíka starfsemi hefur ekki verið komið á fót. Það mál þarf að leysa að nokkru leyti á alþjóðavettvangi. Einnig þarf að huga að öðrum varúðarreglum sem dregið gætu úr áhættu, svo sem hömlum á lántöku heimila í erlendum gjaldmiðlum. Fullnægjandi langtímalausn á þessu vandamáli krefst þó samkomulags á alþjóðlegum vettvangi eða innan Evrópusambandsins. Enn fremur verður skoðað að setja varúðarreglur sem tryggja neytendavernd sem og draga úr áhættu á fjármálamarkaði, svo sem hömlur á lántöku heimila í erlendum gjaldmiðlum. Varúðarreglur af þessum toga kunna að fela í sér hömlur á frjálsar fjármagnshreyfingar og þarf því að ræða í tíma við aðila EES-samningsins svo að tryggt sé að þær falli innan ramma samningsins. Áður en síðari áfangi hefst þyrfti enn fremur að liggja fyrir ákvörðun um framtíðarumgjörð peningastefnunnar á meðan Ísland stendur utan evrusvæðisins, og til frambúðar ef aðild að Evrópusambandinu verður hafnað í þjóðaratkvæðagreiðslu.

Séu ofangreind skilyrði fyrir hendi og verði árangur aðgerða til að lækka stöðu aflandskróna góður og lausafjárstaða og efnahagur fjármálafyrirtækja traust kann að vera hægt að losa tiltölulega hratt um það sem eftir er af höftunum. Það gæti verið æskilegt þar sem erfiðara gæti verið að framfylgja höftunum eftir því sem fleiri gáttir eru opnaðar. Þó er háð aðstæðum hvort það verður mögulegt og þá gæti þurft að takmarka áhættu varðandi áhrif losunar haftanna á gengi og gjaldeyrisforða með því að skipta áfanganum í nokkur skref, t.d. með því að rýmka reglur um beina erlenda fjárfestingu áður en önnur skref eru tekin. Þörfin fyrir fleiri skref verður metin á grundvelli ofangreindra skilyrða.

---

<sup>3</sup> Að auki er seðlabankinn reiðubúinn að grípa til aðgerða til þess að mæta neikvæðum áhrifum á lausafjárstöðu einstakra fjármálafyrirtækja og kerfisins í heild á meðan losað er um gjaldeyrishöft.



### III. Fyrri áfangi – leiðir til þess að draga úr stöðu aflandskróna

Aflandskrónur eru í þessari greinargerð skilgreindar sem verðmæti í innlendum gjaldeyri í eigu eða vörslu erlendra aðila, eða ávísun á slík verðmæti, sem lúta sérstökum takmörkunum samkvæmt reglum um gjaldeyrismál.

Um þessar mundir er sem fyrr segir talið að staða erlendra aðila í krónuinnstæðum í innlendum bönkum og skuldabréfum í innlendum gjaldmiðli nemi u.þ.b. 465 ma.kr. eða um 30% af landsframleiðslu Íslands. Á bak við innstæður erlendra aðila, einkum banka, í innlendum bönkum standa endafjárfestar sem eiga krónuinnstæður í erlendum bönkum. Takmarkaðar upplýsingar liggja fyrir um hina endanlegu eigendur þessara fjármuna, en vitað er að um er að ræða banka, fagfjárfesta af ýmsu tagi, vogunarsjóði og einstaklinga. Að mestu leyti er væntanlega um erlenda aðila að ræða en eitthvað er um innlenda aðila eða erlend félög sem tengjast innlendum aðilum. Hagsmunir og háttsemi þessara hópa geta verið afar mismunandi, en við greiningu vandans getur verið gagnlegt að skipta aflandskrónueigendum í þrennt:

- Í fyrsta lagi vill eða verður nokkuð stór hópur aðþrengdra fjárfesta að selja krónueign sína við fyrsta tækifæri.
- Í öðru lagi er vitað að nokkur hluti erlendra krónueigenda eigi krónurnar í þeim tilgangi að fjárfesta í innlendu atvinnulífi þegar færi gefst. Í einhverjum tilvikum er um að ræða fjárfesta sem keyptu krónurnar áður en höftin voru sett á, en hafa ekki getað fjárfest þær í innlendu efnahagslífi vegna haftanna. Einnig getur verið um að ræða aðila sem hafa hug á því að fjárfesta á Íslandi en hafa keypt krónurnar eftir að gjaldeyrishöftin voru sett á. Þessir aðilar eru ekki líklegir til að losa stöður sínar þótt gjaldeyrishöftin hverfi.
- Í þriðja lagi er að öllum líkindum töluvert stór hópur fjárfesta, e.t.v. stærsti hópurinn, sem breytir afstöðu sinni eftir aðstæðum.

Fyrir utan þessa þrjá hópa fjárfesta sem nefndir hafa verið til sögunnar er rétt að nefna hóp fjárfesta sem gegna mun lykilhlutverki í nýrri áætlun, þ.e.a.s. fjárfesta sem eiga ekki aflandskrónur nú, en myndu vilja kaupa þær í því skyni að fjárfesta í innlendu atvinnulífi eða langtímaskuldabréfum með ábyrgð ríkissjóðs. Þessi hópur er einnig fjölbreyttur og tekur til bæði erlendra og innlendra aðila sem eiga umtalsverðar gjaldeyriseignir, t.d. lífeyrissjóða. Lykillinn að því að aðgerðir til þess að auka á stöðugleika skammtímakrónueigna verði árangursríkar er að koma þeim krónum sem eru í höndum hóps eitt í hendur hópa tvö og fjögur. Takist það eru líkur á að töluverður hluti fjárfesta sem ella myndu selja krónur við losun hafta kjósi að eiga þær til frambúðar, enda ættu að vera u.þ.b. jafn miklar líkur á því að krónan styrkist þegar höftin hverfa og að hún veikist ef tilgreind skilyrði eru til staðar.

Áætlunin sem hér er lögð fram miðar að því að skilgreina skilyrði sem þeir þurfa að uppfylla sem vilja flytja aflandskrónur til landsins eða taka við þeim. Fyrri áfangi áætlunarinnar miðar að því að heimila flutning allra *löglega fenginna aflandskróna* til landsins í nokkrum skrefum,

samkvæmt skilmálum sem lýst verður hér á eftir. Með löglega fengnum aflandskrónum er átt við aflandskrónur í eigu:

- Erlends eða innlends aðila sem getur sýnt fram á samfelld eignarhald á aflandskrónum frá því áður en reglugerð um gjaldeyrismál tók gildi hinn 28. nóvember 2008.
- Erlends aðila sem eignaðist aflandskrónur eftir að reglurnar tóku gildi.
- Innlends og erlends aðila sem fullnægir skilyrðum til þess að taka þátt í gjaldeyrisútboði Seðlabankans, sem nánar er lýst hér á eftir. Seðlabankinn áskilur sér rétt til þess að hafna þátttöku aðila sem hafa gerst brotlegir við reglur um gjaldeyrisviðskipti eða sæta rannsókn vegna meintra brota á reglunum.

Hér á eftir er lýst þeim meginleiðum sem heimilaðar verða til þess að flytja aflandskrónur til landsins og beina þeim í fjárfestingu í ríkisskuldabréfum til langs tíma eða í innlendum skuldabréfum fyrirtækja, hlutabréfum eða fasteignum. Rétt er að taka fram að reglur um skilaskyldu gjaldeyris verða áfram í gildi, svo og aðrir þættir núverandi reglna nr. 370/2010 um gjaldeyrismál, á meðan gjaldeyrishöft eru til staðar og verður fylgst sérstaklega með því að þeir sem bjóða gjaldeyri til kaupa á aflandskrónum séu ekki að brjóta reglur um skilaskyldu. Fjárfestar sem velja að taka þátt í útboði, en hafa áður selt eignir fyrir erlendan gjaldeyri sem þeir hafa eignast í samræmi við 13. grein gjaldeyrisreglnanna (um nýfjárfestingu), verða að koma inn með aukagjaldeyri sem því nemur. Um er að ræða röð útboða og annarra aðgerða sem gefa færi á að stýra áhættunni, þrátt fyrir að geta að nokkru leyti átt sér stað samhliða.

### Útboð gjaldeyris fyrir aflandskrónur

Seðlabankinn mun á næstu mánuðum standa að röð gjaldeyrisútboða þar sem markmiðið er að leiða saman eigendur erlends gjaldeyris sem vilja kaupa aflandskrónur til að fjárfesta í langtímaskuldabréfum ríkissjóðs eða innlendu atvinnulífi og eigendur aflandskróna sem vilja selja þær fyrir erlendan gjaldeyri. Útboðunum er lýst í almennum atriðum hér á eftir.<sup>4</sup>

- *Útboð gjaldeyris til kaupa á aflandskrónum til að fjárfesta í löngum skuldabréfum ríkissjóðs.*
  - *Markhópur:* i) Innlendir aðilar sem eiga gjaldeyri í vörslu erlends aðila og vilja kaupa löng skuldabréf ríkissjóðs og halda þeim til langs tíma að því tilskyldu að hægt sé að auka arðsemi fjárfestingarinnar með kaupum á aflandskrónum; ii) Erlendir aðilar sem eiga aflandskrónur sem þeir vilja selja fyrir gjaldeyri.<sup>5</sup>
  - *Markmið:* i) Hleypa aðþrengdum fjárfestum út til þess að draga úr þrýstingi á krónuna; ii) gefa lífeyrissjóðum o.fl. færi á að draga úr gjaldeyrisáhættu og ávaxta eignasafn sitt með hagkvæmum hætti; og iii) fjármagna ríkissjóð á

<sup>4</sup> Útboðum er nánar lýst í útboðsskilmálum sem kynntir verða í kjölfar birtingar áætlunarinnar.

<sup>5</sup> Þrátt fyrir að innlendir aðilar sem eiga gjaldeyri erlendis og erlendir aðilar sem eiga aflandskrónur séu markhóparnir hér verða útboðin opin jafnt fyrir innlenda og erlenda aðila.

hagkvæman hátt til langs tíma og draga þannig úr endurfjármögnunarpörf á meðan losað er um gjaldeyrishöft.

- *Framkvæmd:* Útboðin verða framkvæmd í tveimur þrepum. i) Fjármálafyrirtæki fyrir hönd Seðlabankans býður aflandskrónueigendum að selja á uppboði ákveðna fjárhæð króna gegn greiðslu í erlendum gjaldeyri. ii) Fjármálafyrirtæki fyrir hönd Seðlabankans býður *eigendum gjaldeyris í vörslu erlends aðila* að eignast ríkisskuldabréf fyrir andvirði krónanna. Fjárfestingin verður takmörkuð við löng skuldabréf og verður bundin til 5 ára. Heimilt verður að greiða út eðlilegan arð af fjárfestingunni á því tímabili.
- *Forsendur:* Lausafjárstaða bankanna þarf að vera nægilega sterk til þess að standast tilfærslur á krónum á milli fjármálafyrirtækja og út úr kerfinu ef ríkissjóður eykur innlán í Seðlabanka, eða gripið verði til sérstakra aðgerða til þess að taka á því máli.<sup>6</sup> Seðlabankinn er reiðubúinn að grípa til nauðsynlegra aðgerða til að bregðast við neikvæðum áhrifum á lausafjárstöðu einstakra fjármálafyrirtækja og kerfisins í heild á meðan losun hafta stendur yfir.
- *Útboð gjaldeyris til kaupa á aflandskrónum til fjárfestingar í innlendu hlutafé, skuldabréfum eða öðrum innlendum eignum.*
  - *Markhópur:* i) Erlendir aðilar sem hafa áform um fjárfestingu í íslensku atvinnulífi og vilja kaupa aflandskrónur til þess að auka arðsemi hennar;<sup>7</sup> ii) Erlendir aðilar sem eiga aflandskrónur sem þeir vilja selja fyrir gjaldeyri.<sup>8</sup>
  - *Markmið:* i) Hleypa aðþrengdum aflandskrónueigendum út; ii) örva fjárfestingu í atvinnulífinu, einkum útflutningsgreinum.
  - *Framkvæmd:* Um er að ræða samskonar fyrirkomulag útboðs og lýst er hér að framan með tveimur frávikum:
    - Einnig yrði heimilað að fjárfesta í sérstökum lokuðum sjóðum (sjá skilyrði fyrir stofnun slíkra sjóða í Rammagrein 1.) sem fjárfesta í einu eða fleiri innlendum atvinnufyrirtækjum, fasteignum eða ákveðnum skuldabréfa-flokkum.<sup>9</sup>
    - Skilyrði þátttöku er að fjárfestir leggi fram erlendan gjaldeyri sem nemur 50% af andvirði fjárfestingar samkvæmt þeim skilmálum sem fjallað er um hér á eftir.
  - *Forsendur:* Lausafjárstaða fjármálafyrirtækja sé nægilega sterk til þess að standast tilfærslur innstæðna, eða gripið verði til sérstakra aðgerða til þess að tryggja að svo sé. ii) Nægilega mörg útboð sem beinast að fjárfestingu í löngum ríkisskuldabréfum hafi farið fram áður til þess að ekki sé hætt á snöggri hækkun ávöxtunarkröfu, að teknu tilliti til horfa um aðgengi ríkissjóðs að erlendu lánsfé.

<sup>6</sup> Reglulegar úttektir verða gerðar á lausafjárstöðu bankanna.

<sup>7</sup> Markhóparnir hér eru innlendir aðilar sem eiga gjaldeyriseignir erlendis og erlendir aðilar sem eiga aflandskrónueignir en útboðin verða opin jafn innlendum og erlendum aðilum.

<sup>8</sup> Eins og áður var nefnt verða innlendir aðilar ekki útilokaðir en ekki er búist við mikilli þátttöku úr þeim hópi.

<sup>9</sup> Afla þarf lagaheimilda eftir því sem nauðsyn krefur.

Ef dregur úr eftirspurn eftir aflandskrónum til fjárfestingar kann Seðlabankinn eigi að síður að bjóða öðru hverju út takmarkað magn gjaldeyris til þess að leysa út eigendur krónueigna. Megin tilgangur útboða er að mæla reglulega sölubrýsting á krónuna frá eigendum aflandskróna. Fjárhæð gjaldeyris sem boðinn yrði út í hverju útboði yrði lág, en fjöldi útboða myndi ráðast af þróun gjaldeyrisforða og öðrum efnahagslegum aðstæðum. Vegna þess að gert er ráð fyrir að útboð verði framkvæmd þegar fram líða stundir jafnvel þótt ekki séu til tryggir kaupendur að krónunum yrði fjöldi útboða af þessu tagi háður mati á gjaldeyrisforða og öðrum efnahagslegum aðstæðum, t.d. því að ríkissjóður hafi sýnt fram á aðgengi að erlendum lánsfjármörkuðum.

### Heimflutningur aflandskróna sem þegar eru í eigu aðila sem vilja fjárfesta í íslensku atvinnulífi

Sem fyrr segir hefur nokkur hópur eigenda aflandskróna átt krónurnar frá því áður en gjaldeyrishöftum var komið á 28. nóvember 2008 vegna fyrirhugaðrar fjárfestingar í innlendu atvinnulífi. Aðrir hafa eignast aflandskrónur með lögmætum hætti eftir að hertar gjaldeyrisreglur tóku gildi vegna framtíðaráforma um fjárfestingu í innlendu atvinnulífi. Þessum aðilum verður heimilað að flytja þessar krónur í innlend fjármálafyrirtæki í því augnamiði að beina þeim í fjárfestingu, *eftir að einu eða fleiri útboðum lýkur (en samhliða seinni útboðum)*, með eftirtöldum skilmálum:

- *Markhópur:* Erlendir og innlendir aðilar sem eiga aflandskrónur frá því fyrir gjaldeyrishöft eða erlendir aðilar sem hafa aflað þeirra síðar (fyrir birtingu nýrrar áætlunar eða í útboði eftir birtingu hennar), hyggjast nota þær til fjárfestingar í innlendu atvinnulífi og eru reiðubúnir að leggja til erlendan gjaldeyri fyrir sem nemur 50% af andvirði fjárfestingarinnar, á sama hátt og gildir um þá sem afla þeirra í útboðum. Reglur um erlenda lántöku verða rýmkaðar, m.a. með það að leiðarljósi að innlendir aðilar sem hafa tilhlýðilegar varnir gegn gjaldeyrisáhættu og eiga aflandskrónur, eða verður gert kleyft að eignast þær í útboðum, geti tekið erlend lán til þess að kaupa aflandskrónur fyrir sem nemur 50% af verðmæti innlendra fjárfestingar. Fjárfestar sem eiga aflandskrónur frá því fyrir 28. nóvember 2008 munu njóta forgangs sé talin þörf á að skipta þessum áfanga frekar.
- *Markmið:* Örva fjárfestingu í atvinnulífinu og draga úr ásýnd aflandskrónuvanda sem getur grafið undan trausti þrátt fyrir að þeir eigendur aflandskróna sem líklegir eru til að taka þátt séu langtímafjárfestar.
- *Framkvæmd:* Innlent fjármálafyrirtæki, banki, lífeyrissjóður eða annað fjármálafyrirtæki, sem sætir eftirliti Fjármálaeftirlitsins, getur sótt um heimild til Seðlabankans til þess að taka við aflandskrónum í lokaðan fjárfestingarsjóð sem bundinn er til 5 ára (sjá rammagrein 1)

- *Forsendur:* Lausafjárstaða fjármálafyrirtækja þarf að vera nægilega traust til þess að standast tilfærslur á krónum á milli fjármálafyrirtækja.<sup>10</sup> Til að tryggja stöðugleika á markaði með ríkisskuldabréf er æskilegt er að ríkissjóður hafi sýnt fram á aðgang að erlendum lánsfjármörkuðum þegar hér er komið við sögu og að útboðum sem beinast að fjárfestum í löngum ríkisskuldabréfum verði fjölgað eins og þörf krefur til að koma í veg fyrir skyndilega hækkun ávöxtunarkröfu.

Einkenni þeirra aðgerða sem lýst hefur verið hér að framan er að byggt er á frumkvæði þeirra sem búa yfir upplýsingum um fjárfesta og fjárfestingartækifæri og hafa færni til þess að framkvæma viðeigandi aðgerðir. Fjármálafyrirtæki geta sett upp sjóði með mismunandi hætti svo framarlega sem gerð þeirra uppfyllir þau almennu skilyrði sem Seðlabankinn setur. Reglan um að nýtt innstreymi erlends gjaldeyris nemi 50% andvirðis fjárfestingar ætti að tryggja að áhrif á gengi krónunnar verði ekki neikvæð til skamms tíma litið og ef aðgerðirnar glæða fjárfestingu á útflutningstengdri atvinnustarfsemi ættu áhrifin til lengri tíma litið að vera jákvæð. Í vissum tilfellum kann þáttur innfluttra aðfanga í fjárfestingu að vera meiri en nemur 50% af andvirði fjárfestingar, en þegar um kaup á fyrirtæki í rekstri er að ræða mun helmingur andvirðis fjárfestingar fela í sér hreint gjaldeyrisinnstreymi. Innlend fyrirtæki sem eiga erlendan gjaldeyri sem ekki er háður skilaskyldu geta eignast aflandskrónur með því að taka þátt í útboðinu.<sup>11</sup>

### Rammagrein 1. Lokaðir sjóðir

Innlent fjármálafyrirtæki, banki, lífeyrissjóður eða annað fjármálafyrirtæki, sem sætir eftirliti Fjármálaeftirlitsins, getur sótt um heimild til Seðlabankans til þess að taka við aflandskrónum í lokaðan fjárfestingarsjóð sem bundinn er til 5 ára. Hægt er að mynda slíkan sjóð um eina tiltekna fjárfestingu eða fleiri og með þátttöku eins aðila eða fleiri. Í umsókninni skal koma fram hvernig fjármálafyrirtækið hyggst uppfylla eftirfarandi skilyrði:

- Að gengið verði úr skugga um að aflandskróna sem fjármálafyrirtæki tekur við hafi verið aflað með lögmætum hætti.
- Að gjaldeyriseftirliti Seðlabankans verði gerð grein fyrir því með hvaða hætti fjármálafyrirtæki hyggst upplýsa eftirlitið, mánaðarlega eða oft, um framvindu fjárfestingar og samþykki gjaldeyriseftirlitsins fengið fyrir áætlun um upplýsingagjöf.
- Að gerð verði grein fyrir fjárfestingarstefnu viðkomandi sjóðs og samþykki Seðlabankans fengið.
- Að fyrirkomulag sjóðsins sé með hætti sem að mati gjaldeyriseftirlits Seðlabankans lágmarkar hættu á að hann verði notaður til sniðgöngu gjaldeyrisreglna.

Erlend fjármálafyrirtæki geta með heimild gjaldeyriseftirlitsins sett upp samsvarandi sjóði í samvinnu við innlent fjármálafyrirtæki sem hefur heimild til að taka á móti

<sup>10</sup> Reglulegar úttektir verða gerðar á lausafjárstöðu bankanna.

<sup>11</sup> Sjá 14. grein reglna um gjaldeyrisáttæki. Fyrirtæki með 80% tekna og kostnaðar erlendis eru meðtalin.

aflandskrónum og ber ábyrgð á því að unnt sé að hafa fullnægjandi eftirlit með fjárfestingunni.

### Skuldabréfaskipti og útgönguálag

Þegar ofangreindar aðgerðir hafa skilað tilætluðum árangri og ekki eru miklar líkur á að hægt sé að beina umtalsverðum hluta af því sem eftir stendur af stofni aflandskróna inn í innlenda langtímafjárfestingu verður krónueigendum sem eftir standa boðið upp á tvenns konar útgönguleið í takmarkaðan tíma:

- *Markhópur*: Allir aflandskrónueigendur sem hafa af einhverjum ástæðum ekki tekið þátt í útboðum en kunna að vilja losa stöður sínar áður en höftin hverfa.
- *Markmið*: Að draga sem kostur er úr hættu á útflæði áður en höftin verða leyst en skapa um leið hvata til þess að eigendur aflandskróna losi um stöðurnar í smáum skrefum.
- *Framkvæmd*: i) Öllum eigendum skuldabréfa ríkissjóðs í krónum kann að verða heimilað að breyta þeim í skuldabréf í erlendum gjaldeyri. Gjaldþagi og verð skuldabréfanna munu ráðast af mati á markaðsaðstæðum á þeim tíma. ii) Öllum eigendum aflandskrónuinnstæðna í innlendum bönkum verður heimilað að skipta þeim í erlendan gjaldeyri gegn greiðslu gjalds sem nemur muninum á aflands- og álandsgengi krónunnar undangengnar vikur eða verði í síðustu útboðum. Útgöngugjaldið mun lækka í mánaðarlegum skrefum uns það hverfur með öllu innan ákveðins tíma (t.d. árs) frá því að gjaldið er lagt á. iii) Afnáam eftirstandandi hafta í skrefum getur byrjað áður en útgöngugjaldið er komið niður í núll, að því tilskyldu að þjóðhagslegar aðstæður, horfur um greiðslujöfnuð og stöðugleiki fjármálageirans leyfi örugga framkvæmd þess.
- *Forsendur*: Ríkissjóður og helstu fjármálafyrirtæki hafi þegar sýnt fram á greiðan aðgang að erlendum lánsfjármörkuðum með lántöku þar á viðunandi vaxtakjörum. Efnahagur og lausafjárstaða banka séu nægilega traust til að standast útflæði innstæðna.<sup>12</sup> Gjalddeyrisforðinn þarf að vera nægjanlegur til að mæta hugsanlegu útflæði þegar útgöngugjaldið er sett á, að teknu tilliti til metins umfangs mögulega óstöðugra, krónueigna.

Þótt megináherslan í fyrri áfanga áætlunarinnar sé á bindingu aflandskróna verða heimildir til erlendra lántöku innlendra aðila sem eru varðir gjalddeyrisáhættu til meðallangs og langs tíma einnig rýmkaðar, eins og fyrr getur, enda styður það við aðgerðina. Erlendum aðilum sem eiga gjaldeyri í innlendum fjármálafyrirtækjum kann einnig að verða heimilað að flytja gjaldeyrinn úr landi áður en fyrrgreindu tímabili lýkur.

---

<sup>12</sup> Lausafjárstaða bankanna verður könnuð reglulega.

#### IV. Losun gjaldeyrishafta á aðrar krónueignir

Þegar fullnægjandi árangri við lausn aflandskrónuvandans hefur verið náð verður í a.m.k. tveimur áföngum losað um höft á aðrar krónueignir í skrefum. Meginforsendur þess að hægt sé að hefja þennan áfanga eru eftirfarandi:

- Að horfur um greiðslujöfnuð til meðallangs tíma séu þannig að gjaldeyrisforðinn þoli mögulegt gjaldeyrisútlæði.
- Að ríkissjóður og innlendar fjármálastofnanir hafi sýnt fram á aðgang að erlendum lánsfjármörkuðum á viðunandi kjörum.
- Að fjármálageirinn geti staðist sveiflur í flæði fjármagns.
- Að verulega hafi dregið úr stöðum erlendra aðila í krónuinnstæðum og öðrum auðseljanlegum eignum.
- Að aflandsgengi krónunnar víki ekki umtalsvert frá álandsgenginu.
- Að nægilega öflugar varúðarreglur um gjaldeyrisáhættu fjármálafyrirtækja séu til staðar sem takmarka stærð efnahagsreikninga innlendra banka í erlendum gjaldmiðlum sem og gjaldeyris- og tímamisvægi. Slíkar reglur ættu einnig að draga úr hættu á að fyrirtækin grípi til aðgerða sem í fljótu bragði leiða til eigin ábata, en í raun skaða sameiginlega heildarhagsmuni þeirra sjálfra og almennings í landinu. Slíkar reglur þurfa að vera til staðar nokkru áður en hafist er handa við fyrri áfanga áætlunarinnar.
- Að settar hafi verið aðrar varúðarreglur eftir því sem nauðsyn krefur fyrir fjármálastöðugleika. Þar koma m.a. til álita takmarkanir á lántökum heimila í erlendum gjaldmiðlum.
- Settar verði tímabundið þrengri takmarkanir á gjaldeyrisáhættu lífeyrissjóða sem síðan yrði lyft í áföngum.<sup>13</sup>
- Að peningastefna til lengri tíma hafi verið mótuð, annað hvort í tengslum við hugsanlega aðild að Efnahags- og myntbandalagi Evrópu eða með endurbættri framkvæmd peningastefnu á grundvelli verðbólgaþröskuldráttar.

Stefnt er að því að losa tiltölulega hratt um öll höft ef aðstæður leyfa. Sú leið gæti verið æskileg þar sem framfylgd haftanna verður að líkindum erfiðari eftir því sem fleiri útgönguleiðir eru opnaðar. Hvort þetta er mögulegt ræðst af aðstæðum og hugsanlegt er að nauðsynlegt reynist að takmarka áhættu af áhrifum þess að losa um höftin á gengi og gjaldeyrisforða með því að skipta ferlinu í fleiri skref, til dæmis með því að rýmka reglur um erlenda fjárfestingu áður en önnur skref eru tekin. Þörfin fyrir aukinn fjölda skrefa verður metin með hliðsjón af fyrrnefndum skilyrðum.

---

<sup>13</sup> Ef lífeyrissjóðirnir byggja upp gjaldeyrisáhrif sjóðanna hratt á ný eftir að hafa dregið úr gjaldeyrisstöðunni með þátttöku í útboðum til að binda aflandskrónur gæti það leitt til óstöðugleika krónunnar sem myndi skaða sjóðina og þjóðarþúskapinn í heild. Því er það hagur lífeyrissjóðanna jafnt sem almennings að stuðla að því að slík enduruppbygging fari fram í hæfilegum áföngum.

## V. Niðurlag

Hér að framan hefur verið lýst áætlun um losun gjaldeyrishafta sem kemur í stað áætlunar sem lögð var fram 5. ágúst 2009. Áætlunin hefur verið unnin af Seðlabankanum í nánú samráði við efnahags- og viðskiptaráðuneyti, fjármálaráðuneyti og Fjármálaeftirlitið. Samráð var haft við erlendan ráðgjafa með reynslu af gjaldeyriseftirliti og losun gjaldeyrishafta og einnig veitti Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn gagnlega ráðgjöf.

Kjarni áætlunarinnar er að losað verður smám saman um aflandskrónur áður en losað verður um innlendar krónur. Sér í lagi verða heimildir til þess að fjárfesta aflandskrónur í innlendu efnahagslífi rýmkaðar verulega um leið og greitt verður fyrir viðskiptum á milli þeirra sem eiga aflandskrónur og vilja selja og hinna sem vilja kaupa þær fyrir erlendan gjaldeyri sem þeir eiga eða geta aflað. Lögð er áhersla á að framkvæmdin verði í hóflegum skrefum sem gefa færi á að aðlaga hana í ljósi reynslunnar. Á meðan á ferlinu stendur verða hafðar sérstakar gætur á þátttöku í útboðum, fjármálastöðugleika (þ.m.t. lausafjárstöðu bankakerfisins), þróun gjaldeyrisforða, aðgengi ríkissjóðs að erlendum lánsfjármörkuðum og horfum um greiðslujöfnuð í því skyni að meta hvort nauðsynlegt sé að aðlaga framkvæmd eða gang áætlunarinnar að breyttum aðstæðum. Búist er við að þessar aðgerðir muni smám saman draga úr stöðum aðila sem vilja selja krónueignir sínar á lágu gengi. Jafnframt ætti bilið á milli aflands- og álandsgengis krónunnar að minnka smám saman. Að ofgreindum skilyrðum uppfylltum ættu forsendur fyrir losun hafta á eigendur annarra krónueigna að vera fyrir hendi. Alls óvíst er hve langan tíma það mun taka að uppfylla öll forskilyrði. Einnig er líklegt að aðlaga þurfi áætlunina með hliðsjón af reynslu af framkvæmd hennar. Áður en hafist verður handa við seinni áfanga hennar verður einstökum skrefum hans lýst með nákvæmari hætti.

Nefnd sem skipuð er fulltrúum Seðlabanka, Fjármálaeftirlits og fyrrgreindra ráðuneyta mun hafa eftirlit með framkvæmd áætlunarinnar og stýrihópur undir forystu efnahags- og viðskiptaráðherra og auk þess skipaður fjármálaráðherra, forstjóra Fjármálaeftirlitsins og seðlabankastjóra mun meta framganginn og hvort þörf sé á endurskoðun áætlunarinnar. Áður en síðari áfangi áætlunarinnar hefst mun verða nauðsynlegt að setja fjármálafyrirtækjum strangari varúðarreglur en nú gilda, m.a. um gjaldeyrisáhættu og starfsemi yfir landamæri. Fyrsti áfangi hinnar nýju áætlunar um losun hafta hefst með útboði sem verður tilkynnt fljótlega eftir birtingu áætlunarinnar.

## Viðaukar

- I. Viðauki um endurmat skilyrða fyrir afnámi hafta
- II. Viðauki um lausafjárstöðu bankakerfisins
- III. Viðauki um gjaldeyrisforða
- IV. Viðauki um krónueignir erlendra aðila



## Viðauki I: Endurmat á skilyrðum fyrir losun gjaldeyrishafta

Þrátt fyrir tafir á framvindu efnahagsáætlunarinnar hefur miðað verulega í rétta átt frá því að hin fyrri áætlun var gefin út. Skilyrðin sem þurfa að vera til staðar til þess að hægt sé að leysa gjaldeyrishöftin að fullu varða í grófum dráttum þjóðhagslegan stöðugleika, fjármálastöðugleika og gjaldeyrisforða. Skilyrðin eru þó innbyrðis tengd.

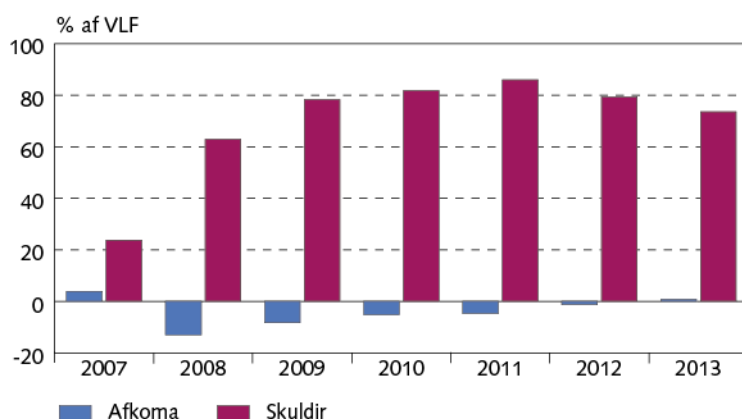
### Þjóðhagslegur stöðugleiki

Mikið hefur áunnist að því er varðar hin þjóðhagslegu skilyrði þess að leysa höftin. Þar má nefna að umtalsverður undirliggjandi viðskiptajöfnuður hefur myndast, gengi krónunnar hefur styrkst þótt stuðningsinngríp á gjaldeyrismarkaði séu ekki lengur stunduð og verðbólga hefur hjaðnað að markmiði Seðlabankans. Samkvæmt fjárlögum verður frumjöfnuður ríkissjóðs nálægt núlli í ár og stefnt er að umtalsverðum afgangi á næsta ári. Eitt mikilvægasta skilyrði þess að hægt sé að losa höftin að fullu er að ríkissjóður njóti trausts, hvort heldur á innlendum eða erlendum markaði, og geti því auðveldlega fjármagnað þann halla sem enn er til staðar og endurfjármagnað skuldbindingar sem falla á gjalddaga.

Ástæða þess að mikilvægt er að uppfylla þetta skilyrði er augljós. Ef fjárfestar hafa ekki traust á getu ríkissjóðs til þess að standa við skuldbindingar sínar munu þeir selja ríkisskuldabréf um leið og þeir fá tækifæri til og skipta andvirði þeirra í erlendan gjaldeyri. Áður en losað er verulega um höftin þyrfti ríkissjóður að sýna fram á aðgengi að erlendum lánsfjármörkuðum með útgáfu skuldabréfa í erlendum gjaldeyri á erlendum markaði áður en nokkurt skref er tekið sem gæti til skamms tíma truflað verulega fjármögnun ríkissjóðs, eins og lýst er hér að neðan. Horfur um lánshæfismat ríkissjóðs þyrftu að batna og matið helst að hækka frá því sem nú er. Ástæðan er sú að lánshæfismat ríkissjóðs er sem stendur lægra en samrýmist fjárfestingarreglum ýmissa fjárfestingarsjóða sem eiga skuldabréf ríkissjóðs. Þeir neyðast því til þess að selja bréfin um leið og færi gefst. Verði Icesave-samningarnir samþykktir í þjóðaratkvæðagreiðslu verður óvissu eytt, að mati matsfyrirtækjanna. Það ætti síðan að greiða fyrir lántöku ríkissjóðs á erlendum mörkuðum, sem er forsenda mikilvægra skrefa í losun haftanna, að undanskildum þeim allra fyrstu í fyrri áfanga, eins og lýst er hér að neðan.

Stefnt er að lántöku ríkissjóðs á alþjóðlegum fjármálamarkaði á þessu ári og góðar horfur eru á að lánshæfismat Íslands taki að hækka eftir því sem staða ríkissjóðs batnar, sérstaklega ef Icesave-deilunni er lent í sátt. Þó verður að hafa í huga að tilvist gjaldeyrishaftanna kann í sjálfri sér að vera hindrun í vegi þess að lánshæfismatið komist í fyrra horf. Því er ekki ástæða til að bíða með að hefja losun haftanna þar til lánshæfismat kemst í fyrra horf, þótt mikilvægt sé að ná lánshæfismatinu tryggilega upp í fjárfestingarflokk áður en boðið er upp á skipti á skuldabréfum í krónum fyrir skuldabréf í evrum og áður en síðari áfangi áætlunarinnar hefst. Þau skref sem fyrst verða tekin í átt til losunar gjaldeyrishafta, þ.e.a.s. útboð sem leiða saman eigendur gjaldeyris sem vilja fjárfesta í langtímaskuldabréfum ríkissjóðs og eigendur aflandskróna sem vilja selja krónueignir ættu hins vegar að auðvelda langtímafjármögnun ríkissjóðs fremur en að valda erfiðleikum.

### Rekstrarjöfnuður ríkissjóðs og skuldir 2007 - 2013<sup>1</sup>

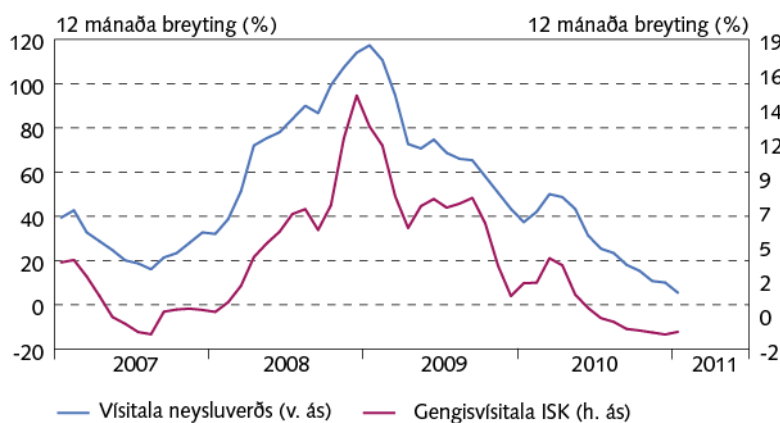


1. Spá Seðlabankans 2011 - 2013.

Heimildir: Fjármálaráðuneytið, Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Verðbólga er almenn vísbending um heilbrigði efnahagslífsins og á ríkan þátt í því að móta væntingar fjárfesta um gengisþróun og efnahagsþróun almennt. Mikil og breytileg verðbólga leiðir að öðru jöfnu til hærri ávöxtunarkröfu á skuldabréfamarkaði og almennt herra vaxtastigs í landinu, sem hægir á hjólum efnahagslífsins og grefur undan trausti á gjaldmiðli landsins. Í ágúst 2009, þegar fyrri áætlun var gerð, var verðbólgan rétt undir 11%, en er nú komin niður fyrir verðbólguþröngunarmiðid.

### Verðbólga og gengisþróun 2007 - 2011



Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Mikilvæg forsenda þessa góða árangurs við að ná niður verðbólgu er að gengi krónunnar hefur verið tiltölulega stöðugt eða styrkst frá því í nóvember 2009. Með auknu eftirliti og þéttari reglum, þegar heimflutningur aflandskróna var stöðvaður, tókst Seðlabankanum að koma í veg fyrir umfangsmikla sniðgöngu gjaldeyrishafta. Jafnframt er ljóst að mikil umskipti hafa orðið í utanríkisviðskiptum landsins sem styðja munu við gengi krónunnar til lengri tíma

litið. Undirliggjandi afgangur á viðskiptajöfnuði Íslands, þ.e.a.s. þegar búið er að taka tillit til þess jafnaðar þáttatekna sem ætla má að standi eftir þegar uppgjör fallinna fjármálafyrirtækja og eignarhaldsfélaga hefur farið fram og þegar horft er fram hjá skuldum Actavis við eigendur sína, nam líklega 1/10 af landsframléiðslu á síðasta ári og horfur eru á svipuðum afgangi í ár og til næstu ára. Þegar öll kurl koma til grafar stefnir í að undirliggjandi hrein skuldastaða Íslands verði á næstu árum hagstæðari en hún hefur verið í áratugi, þótt greiðsluflæðisvandi af ýmsu tagi gæti valdið tímabundnum óstöðugleika.<sup>14</sup>

#### Sundurliðun viðskiptajafnaðar

% af VLF	2010	2011	2012	2013
Viðskiptajöfnuður	-3,7	-1,9	-1,4	-2,0
- undirliggjandi viðskiptajöfnuður m.v. reiknað uppgjör úr þrotabúunum	6,4	7,4	7,4	5,4
- undirliggjandi viðskiptajöfnuður m.v. reiknað uppgjör úr þrotabúunum en án Actavis	12,8	12,3	12,0	9,8

Heimildir: Hagstofa Íslands, Seðlabanki Íslands.

Jafnvægi eða afgangur á viðskiptajöfnuði er hins vegar nauðsynleg en engan veginn nægileg forsenda þess að hægt sé að leysa gjaldeyrishöftin án þess að óstöðugleiki hljóti af. Á meðan hvorki ríkissjóður, fjármálakerfið né almenn atvinnufyrirtæki hafa takmarkaðan aðgang að erlendu lánsfé munu fjármagnshreyfingar til útlanda vega að miklu leyti á móti hreinu innstreymi gjaldeyris vegna vöru- og þjónustuviðskipta. Útflutningsdrifinn hagvöxtur og fjármunamyndun gæti gjörbreytt þessari stöðu. Aukinni fjárfestingu fylgir innstreymi erlends fjármagns. Þótt útflutningsdrifinn hagvöxtur hafi látið bíða nokkuð eftir sér virðist samdráttarskeiðinu vera lokið og hægfara bati hafinn. Því hefur töluvert áunnist frá því að áætlunin um afnám gjaldeyrishafta var birt í ágúst 2009.

Ef til vill væri hægt að afnema gjaldeyrishöft við núverandi skilyrði án langvarandi óstöðugleika ef ekki kæmu til umtalsverðar stöðutökur erlendra aðila í krónum og viðkvæmni fjármálakerfisins fyrir stórum hreyfingum aflandskróna. Aðeins u.þ.b. þriðjungur krónueignar erlendra aðila, 142 ma.kr., eru í langtímaskuldabréfum. Ef umtalsverður hluti erlendra aðila sem eiga skammtímaeignir myndi losa um stöður sínar í kjölfar afnáms gjaldeyrishafta gætu innlendir aðilar fylgt í kjölfarið og krónan fallið meira um tíma en ásættanlegt er. Aflandskrónuvandinn er því á þessu stigi helsta hindrunin í vegi þess að hægt sé að losa um höft á fjármagnsútlæði innlendra aðila. Um leið felur þessi staða í sér tækifæri til þess að örva fjárfestingu og útflutningsdrifinn hagvöxt, eins og fjallað verður nánar um hér á eftir. Áður en fjallað er um leiðir í þeim efnum er hins vegar nauðsynlegt að fjalla um tvo þætti er tengjast mjög lausn aflandskrónuvandans, þ.e.a.s. stöðugleika fjármálakerfisins annars vegar og uppbyggingu gjaldeyrisforðans hins vegar.

<sup>14</sup> Sjá grein Arnórs Sighvatssonar, Ásgeirs Daníelssonar, Daníels Svavarssonar, Freys Hermannssonar, Gunnars Gunnarssonar, Hrannar Helgadóttur, Regínu Bjarnadóttur og Ríkarðs Bergstað Ríkarðssonar, Hvað skuldar þjóðin? *Efnahagsmál* nr. 4, febrúar 2011.

## Fjármálastöðugleiki

Mikið hefur áunnist á sviði fjármálastöðugleika frá því að fyrri áætlun var gefin út sumarið 2009, þrátt fyrir bakslag eftir dóm Hæstaréttar um lögmæti gengistryggðra lána á sl. ári.<sup>15</sup> Endurfjármögnun gömlu bankanna þriggja er afstaðin og aðgerðir til að taka á skuldavanda heimila og fyrirtækja liggja nú fyrir í endanlegri mynd. Fjárhagsleg endurskipulagning fyrirtækja sem bankarnir hafa forráð yfir um stundarsakir er mikilvæg forsenda þess að fjármunamyndun komist á skrið og kann að nokkru leyti að vera lykill að því að hægt sé að beina aflandskrónum í innlenda atvinnuvegafjárfestingu. Ein helsta hættan sem fjármálakerfinu stafar af losun gjaldeyrishafta felst í því að töluverður hluti krónustöðu erlendra aðila er í formi innstæðna í innlendum fjármálafyrirtækjum. Krónuinnstæður á Vostro-reikningum erlendra banka nema um 164 ma.kr.<sup>16</sup> Ef allar þessar innstæður rygnu út í einu vetfangi hefði það slæmar afleiðingar fyrir lausafjástöðu bankanna, sérstaklega ef innstæður innlendra aðila og aðrar skammtímaeignir fylgdu í kjölfarið. Því er mikilvægt að stuðla að því að beina þessum innstæðum inn í langtímafjárfestingu í áföngum, eins og nánar er lýst í kafla IV (sjá einnig viðauka um lausafjástöðu fjármálafyrirtækja). Fjármálakerfið ætti nú þegar að vera í stöðu til þess að þola tiltölulega hófleg útboð erlends gjaldeyris. Áður en stór skref eru tekin í þá átt að leysa höftin er hins vegar nauðsynlegt að bankakerfið hafi öðlast óhindraðan aðgang að erlendu lánsfé.

## Uppbygging gjaldeyrisforða

Þótt stefnt sé að því að losa um gjaldeyrishöftin í áföngum þannig að stöðugleika á gjaldeyrismarkaði verði ekki teft í tvísýnu er aldrei hægt að útiloka einhverjar sveiflur í gengi krónunnar. Til þess að draga úr líkum á langvarandi óstöðugleika í gengi krónunnar í tengslum við losun hafta þarf Seðlabankinn að ráða yfir nægum gjaldeyrisforða til þess að geta dregið úr sveiflum á gjaldeyrismarkaði og eyða öllum vafa um að ríkissjóður geti staðið við skuldbindingar sínar.

Gjaldeyrisforði Seðlabankans hefur aldrei verið meiri í sögu landsins. Í ágúst 2009 nam gjaldeyrisforði Seðlabankans, að frádregnum tólf mánaða skammtímaskuldum Seðlabankans og ríkissjóðs,<sup>17</sup> 250 ma.kr. eða 17% af vergri landsframleiðslu ársins 2009. Í lok janúar nam samsvarandi gjaldeyrisforði 303 ma.kr. eða 19% af landsframleiðslu ársins 2010. Sá hluti forðans sem Seðlabankinn hefur til ráðstöfunar hefur því haldist nokkuð stöðugur frá því að síðasta áætlun var gefin út þrátt fyrir að árið 2011 falli í gjalddaga töluvert af gjaldeyris-skuldum ríkissjóðs eða um 13% af landsframleiðslu Íslands ársins 2010. Þrennt hefur einkum stuðlað að því að gjaldeyrisforði til ráðstöfunar hefur haldist stöðugur eða aukist þrátt fyrir að stór lán falli í gjalddaga. Í fyrsta lagi hafa ríkissjóður keypt til baka skuldir á hagstæðum kjörum þannig að nú nema tólf mánaða skammtímaskuldir ríkissjóðs tæplega

<sup>15</sup> Dómsniðurstaðan hafði neikvæð áhrif á eiginfjárlutföll fjármálastofnana en jákvæð áhrif á gjaldeyris-misvægi á bókum þeirra.

<sup>16</sup> Nokkur hluti endafjárfesta sem eiga eignir sem eru andlag innstæðna erlendra banka kunna að vera innlendir aðilar. Gögn sem sýna fram á umfang þessa eru hins vegar ekki til staðar. Af þeim sökum er greiningin byggð á fánlegum gögnum um krónueignir erlendra aðila.

<sup>17</sup> Sjá nánari umfjöllun um forða í viðauka III.

8% af landsframleiðslu ársins 2010. Í öðru lagi hefur ríkissjóður og Seðlabanki endurfjármagnað skuldir með langtímalánum frá Norðurlöndunum, Póllandi og Alþjóðagjaldeyrissjóðnum. Í þriðja lagi hefur Seðlabankinn keypt umtalsverðan gjaldeyri af lífeyrissjóðum vegna Avens-bréfa og viðskiptabönkum og endurheimt gjaldeyri vegna veðlána frá haustinu 2008. Að öðru óbreyttu dugar núverandi forði til þess að greiða niður allar skuldir ríkissjóðs til ársins 2015. Hins vegar gæti verið nauðsynlegt að byggja frekar upp gjaldeyrisforðann til að búa í haginn fyrir afnám hafta; með því að draga á lán Alþjóðagjaldeyrissjóðsins og tvíhliða lán í tengslum við efnahagsáætlunina og með öðrum erlendum lántökum ríkissjóðs.

Þrátt fyrir mikinn gjaldeyrisforða, sem tryggir að ríkissjóður geti greitt skuldir sínar til næstu ára, jafnvel þótt svo ólíklega vildi til að hann gæti ekki tekið lán á erlendum lánsfjármörkuðum, er æskilegt að vægi erlendra lána sé minna við fjármögnun forðans. Seðlabankinn hefur frá og með ágúst 2010 stundað regluleg gjaldeyriskaup í nokkrum mæli til þess að auka þann hluta gjaldeyrisforðans sem er ekki fenginn að láni. Það mun hins vegar taka tíma. Það er mat Seðlabankans að gjaldeyrisforðinn hafi náð fullnægjandi stærð til þess að hægt sé að hefja losun gjaldeyrishafta í áföngum. Frekari uppbygging forðans, sem er forsenda næstu skrefa, er háð því hvernig til tekst að koma krónum í eigu aðþrengdra fjárfesta í hendur langtímafjárfesta, t.d. lífeyrissjóða og annarra aðila, sem eiga gjaldeyri erlendis. Þannig yrði töluverðum hluta skammtíma króna veitt inn í innlent atvinnulíf eða langtímafjármögnun ríkissjóðs án þess að reyni á forðann. Til meðallangs tíma, í kjölfar þess að höftin hafa verið leyst, er hugsanlegt að þrýstingur myndist á gjaldeyrisforðann vegna uppsafnaðrar eftirspurnar innlendra aðila eftir erlendum eignum. Að hluta til verður brugðist við því með varúðarreglum, en áður en hafist verður handa við lokaskref fyrri áfanga og síðari áfanga áætlunarinnar þarf að meta forðapörfina nánar. Nánar er fjallað um þróun forðans og lánamál ríkisins í viðauka III.

## Viðauki II: Lausafjárstaða bankakerfisins

Seðlabanki Íslands og Fjármálaeftirlitið (FME) fylgjast bæði með lausafjárstöðu lánastofnana (e. off-site). FME framkvæmir einnig vettvangskannanir (e. on-site). Kannanir FME eru hluti af eftirliti þess með innra eftirliti og áhættustýringu eftirlitsskyldra aðila.

### Lausafjárstaða samkvæmt reglum Seðlabanka Íslands um lausafjárhlutfall

Seðlabanki Íslands setur reglur um lausafjárhlutfall lánastofnana, sbr. ákvæði 12. gr. laga nr. 36/2001.<sup>18</sup> Markmið reglnanna er að tryggja að lánastofnanir eigi ávallt nægt laust fé til þess að mæta fyrirsjáanlegum og hugsanlegum greiðsluskuldbindingum á tilteknu tímabili.<sup>19</sup> Lánastofnunum er skylt að senda Seðlabankanum mánaðarlega sérstaka skýrslu um upplýsingar sem liggja til grundvallar útreikningi lausafjárhlutfallsins. Að undanfögnu hefur lausafjárstaða stærstu viðskiptabanka samkvæmt lausafjárreglum Seðlabankans verið rúm, sbr. meðfylgjandi mynd. Á árinu 2011 mun Seðlabankinn, í samstarfi við FME, endurskoða lausafjarkvaðir sínar til samræmis við erlenda staðla svo sem Basel-III (LCR, NSFR).

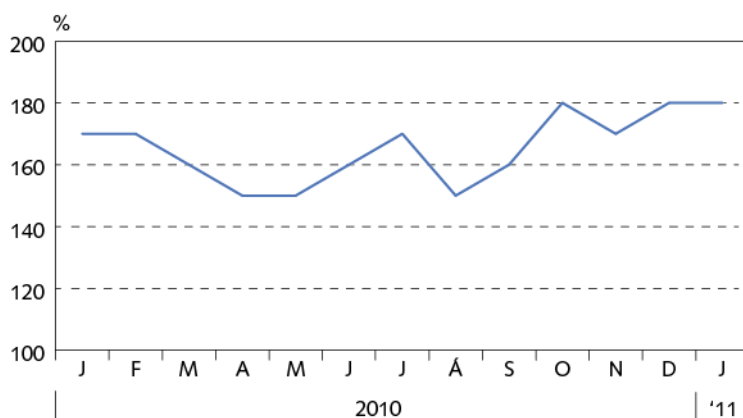
Í lausafjárreglum Seðlabankans er fólgið visst álagspróf þar sem frádrag er á ýmsum eignaliðum en gert ráð fyrir að greiða þurfi allar skuldbindingar á gjalddaga og hluta annarra skuldbindinga svo sem innlána. Þar sem viðskiptabankarnir eru nú að mestu leyti fjármagnaðir með innlánnum tengist lausafjárahætta þeirra einkum hættu á úttektum innlána. Stór hluti innlána er óbundinn og líklegt að hluti innlánseigenda hreyfi innlán sín við afnám gjaldeyrishafta eða þegar fleiri fjárfestingarkostir bjóðast. Af þessum sökum hefur Seðlabankinn metið reglulega lausafjárhlutföll bankanna miðað við mismunandi forsendur um úttektir óbundinna innlána. Viðskiptabankarnir þola umtalsverðar úttektir innlána án þess að fara niður fyrir lágmark lausafjárreglna Seðlabankans. Vegna mikilvægis innlána fjármögnunar hefur Fjármálaeftirlitið farið fram á það að nýju viðskiptabankarnir eigi á hverjum tíma tryggja lausafjäreignir til að mæta hugsanlegum úttektum innlána.

---

<sup>18</sup> Reglur um lausafjárhlutfall nr. 317/2006.

<sup>19</sup> Lánastofnunum ber skylda til að senda seðlabankanum mánaðarlegar skýrslur þar sem fram kemur hvað liggur til grundvallar útreikningum á lausafjárhlutföllum þeirra. Kröfur og skuldbindingar sem eru teknar með í útreikningana eru flokkaðar eftir tegund, gjalddaga og áhættu. Skýrslurnar tiltaka einnig hvaða hlutfall af hverjum flokki er tekið með í útreikningana. Lausafjárhlutfall er reiknað fyrir fjögur tímabil, < 1 mánuður; 1-3 mánuðir; 3-6 mánuðir; 6-12 mánuðir. Hlutfall eigna og skulda sem falla í gjalddaga eða breyta má í laust fé innan eins mánaðar og innan þriggja mánaða skal ekki vera lægra en 1, eða 100%. Ef lánastofnun getur ekki uppfyllt þessa kröfu kveða reglurnar á um viðurlög í formi dagsekta á það sem upp á vantar. Lánastofnunum ber einnig skylda til að gefa upp lausafjárhlutföll fyrir önnur tímabil, þrátt fyrir að þar gildi engar kröfur um tiltekin hlutföll.

Lausafjárstaða viðskiptabanka, 0-3 mán.<sup>1</sup>  
 Skv. lausafjárreglum Seðlabanka Íslands 2010



— Lausar eignir í hlutfalli af skuldbindingum

1. Stærstu viðskiptabankar, móðurfélög.  
 Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Lausafjárstaða samkvæmt lausafjárskýrslu Fjármálaeftirlitsins

Fjármálaeftirlitið innheimtir mánaðarlega lausafjárskýrslur af stóru bönkunum þremur.<sup>20</sup>

Líta má á lausafjárskýrslu bankanna til FME sem nk. álagspróf. Kannað er hvort bankarnir geti mætt a.m.k. 20% útstreymi allra innlána og jafnframt mætt a.m.k. 5% útstreymi með handbæru fé af óbundnum innlánnum. Hafa bankarnir allir verið vel yfir þessum mörkum frá byrjun og til þessa dags.

Í lausafjárskýrslu FME kemur annars vegar fram samtala tryggra lausafjäreigna í lok hvers mánaðar sem hlutfall af heildarinnlánnum og hinsvegar samtala reiðufjár sem hlutfall af óbundnum innlánnum. Þá sýnir lausafjárskýrslan einnig stöðu heildarinnlána, skiptingu þeirra eftir því hvort um er að ræða erlenda aðila, heimili og minni fyrirtæki eða stærri fyrirtæki. Þá sýnir skýrslan einnig tímagreiningu innlána.

<sup>20</sup> Skýrsla þessi á uppruna í endurreisn bankanna og skilyrðum Fjármálaeftirlitsins fyrir starfsleyfi þeirra. Til upprifjunar voru nýju bönkunum sett margvísleg skilyrði við endurreisn þeirra. Fjárhagsleg skilyrði sem þeim voru sett voru þessi helst: Hækkun eiginfjárkröfu (Cad hlutfalls) í 16% lágmark, og skyldi hlutfall eiginfjárbáttar A (Tier 1) vera 12%. Vegna óvissu um fjárstreymi, gæði og endurheimtur útlána og þróun innlána var þeim gert að eiga öruggt laust fé er næmi að lágmarki 20% af heildarinnlánnum og auk þess handbært fé að lágmarki 5% af óbundnum innlánnum. Auk fjárhagslegra skilyrða var þeim settur fjöldi skilyrða er tengjast stjórnunarháttum og áhættustýringu.

## Lausafjárstaða og innlán

Heildartölur fyrir Arion, Íslandsbanka og Landsbanka

Samtals 31.01.2011	ISK	FX (Í ISK)	Alls
<b>Lausafjárstaða</b>			
Lausafé, sjóður o.fl.	52.216	150.846	203.062
Endurhverf verðbréf o.fl.	329.270	30.145	359.415
Trygg lausafjárstaða í heild	381.486	180.991	562.477
<b>Heildarinnlán</b>			
Innlán erlendra aðila	176.197	9.339	185.536
Innlán einstaklinga og smærri fyrirtækja	593.297	44.604	637.901
Innlán stærri fyrirtækja	500.104	148.136	648.240
Samtals	1.269.598	202.079	1.471.677
Óbundin innlán	1.232.886	84%	

Heimild: FME.

Af yfirlitinu sést að trygg lausafjárstaða bankanna þriggja í heild var rétt rúmlega 562 ma.kr. hinn 31. janúar s.l. Lausafjárstaðan skiptist í lausafé annarsvegar, sem er sjóður, innstæður í Seðlabanka og inneignir í innlendum og erlendum fjármálastofnunum, samtals að andvirði 203 ma.kr., og hinsvegar endurhverf verðbréf og aðrar tryggðar lausafjárslínur, að andvirði 359 ma.kr. Þá sýnir yfirlitið að heildarinnlán bankanna þriggja nema 1.472 ma.kr. en þar af nema innlán erlendra aðila 185 ma.kr. eða 13% innlána. Hlutfall óbundinna innlána nemur 84%.<sup>21</sup>

## Álagspróf FME

Til þess að meta áhrif af losun gjaldeyrishafta á innlán og þar með á lausafjárstöðu bankanna hafa verið útbúnar nokkrar sviðsmyndir með mismunandi forsendum um hvað gæti gerst ef gjaldeyrishöft yrðu algjörlega afnumin. Allar þessar sviðsmyndir eru í besta falli einfaldir útreikningar, því að óvissa um viðbrögð er mikil.

Í fyrstu sviðsmyndinni var gert ráð fyrir því að öll innlán erlendra aðila og öll gjaldeyrisinnlán streymi út og auk þess 15% af öðrum innlánnum. Útstreymið myndi þurrka út allt lausafé og aðgengi bankanna að lausafé eins og staðan var í lok janúar.<sup>22</sup>

Önnur sviðsmynd sýnir hvaða áhrif það hefði ef einungis öll innlán erlendra aðila streymdu út samstundis en ekkert annað gerðist. Bankarnir myndu ráða við þær stærðir og uppfylla lágmarkshlutföll FME, þótt lausafjárstaða þeirra myndi versna.

<sup>21</sup> Ef reiknuð eru lausafjárhlutföll bankanna þriggja samtals samkvæmt ofangreindri töflu er annarsvegar hlutfallið Trygg lausafjárstaða í heild/Heildarinnlán jafnt og 38% (20% lágmark) en hinsvegar hlutfallið Lausafé/Óbundin innlán jafnt og 16% (5% lágmark). Þessi hlutföll eru mismunandi fyrir einstaka banka og áhrif útstreymis því mismunandi. Hins vegar hafa allir bankarnir þrír verið vel yfir lágmarkshlutföllum Fjármálaeftirlitsins.

<sup>22</sup> Skilgreiningin á erlendum aðilum er samkvæmt 1.gr. laga um gjaldeyrismál nr. 87/1992. Samkvæmt henni eru skilaneindirnar innlendir aðilar. Skilaneindirnar eru því ekki meðhöndlaðar sérstaklega í því einfalda álagsprófi sem framkvæmt var. Líta mætti svo á að við almennt útstreymi innlána annarsvegar um 10% en hinsvegar 15% eins og gert er í álagsprófunum séu skilaneindirnar hluti af því.



Þriðja sviðsmyndin sýnir mildari áhrif en sú fyrsta, en þar er gert ráð fyrir útstreymi helmings innlána erlendra aðila, helmings gjaldeyrisinnlána og 10% annarra innlána, sem hafi þau áhrif að lausafjárstaða bankanna þriggja versni verulega en ekki það mikið að um mjög veika lausafjárstöðu væri að ræða.

Í öllum tilvikum gefinna sviðsmynda rýrnar lausafjárstaða bankanna verulega. Mikil óvissa í rekstrarumhverfi bankanna eftir hrun kallar á sterka lausafjárstöðu. Losun gjaldeyrishafta í hæfilegum áföngum þannig að hægt sé að stýra álaginu á lausafjárstöðu bankakerfisins er í samræmi við þessa stefnu. Mikil óvissa af öðrum toga en þeim sem tengist afnámi gjaldeyrishafta er enn til staðar. Því er enn þörf fyrir tiltölulega háar kröfur um lausafjárstöðu þótt dregið sé úr óvissu að því er varðar hugsanlegt útstreymi innlána erlendra aðila. Losun gjaldeyrishafta gæti haft nokkuð mismunandi áhrif á þörf bankanna fyrir lausafjárþyrngreiðslu til lengri eða skemmri tíma. Seðlabankinn er reiðubúinn að grípa til nauðsynlegra aðgerða til þess að mæta neikvæðum áhrifum á lausafjárstöðu einstakra stofnana og kerfisins í heild á meðan losað er um gjaldeyrishöftin, í samræmi við hefðbundið hlutverk bankans í lausafjárstýringu og sem lánveitanda til þrautavara.

### **Möguleg áhrif afléttingar gjaldeyrishafta á laust fé og lausafjárhlutföll**

Í byrjun febrúar 2011 óskaði Seðlabanki Íslands eftir mati stærstu viðskiptabanka á áhrifum afléttingar gjaldeyrishafta á laust fé og lausafjárhlutföll. Við matið skyldi miða við afléttingu gjaldeyrishafta að fullu og í einu lagi án nokkurra fyrirvara. Jafnframt skyldi gera ráð fyrir því að fjármagnsmarkaðir væru lokaðir og að allar skuldbindingar yrðu greiddar á gjalddaga. Bankarnir voru beðnir um mat á útflæði lauss fjár vegna úttekta innlána að liðnum tíu dögum frá afléttingu gjaldeyrishafta. Tryggjar lausafjäreignir bankanna sem standa til greiðslu innlána eru verulegar, en ef útflæði innlána yrði við efri mörk færu lausafjárhlutföll samkvæmt reglum Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitsins hjá meirihluta bankanna niður fyrir lágmark en tryggjar lausafjäreignir væru nægar til að mæta væntu útflæði. Svörin sýna að mikilvægt er að skref afnámsáætlunarinnar verði hæfilega stór, þannig að hægt sé að endurmeta lausafjárhlutföll eftir að kvikustu innlánin eru farin úr bankakerfinu.

Seðlabankinn hefur lagt sjálfstætt mat á svör bankanna. Sé gert ráð fyrir því að nær allir erlendir aðilar taki út innlán sín í bönkunum en meirihluti innlendra innlánseigenda hreyfi ekki við innlánnum sínum ættu tryggjar lausafjäreignir að nægja til greiðslu innlána. Þó gætu lausafjárhlutföll samkvæmt reglum Seðlabanka Íslands og Fjármálaeftirlitsins farið undir lágmark. Flytji talsverður hluti innlendra innlánseigenda, auk erlendu aðilanna, hinsvegar einnig innlán sín úr íslensku bönkunum, þóir bankakerfið það ekki. Niðurstöðurnar benda aftur á móti til þess að bankakerfið þóli vel aðgerðir til þess að beina aflandskrónum inn í íslenskt atvinnulíf ef þær eru framkvæmdar í hæfilega stórum skrefum, eins og lýst er í nýrri áætlun um afnám gjaldeyrishafta. Fylgst verður náið með lausafjárstöðu bankanna í gegnum afnámsferlið og sérstaklega í aðdraganda stærri skrefa áætlunarinnar.

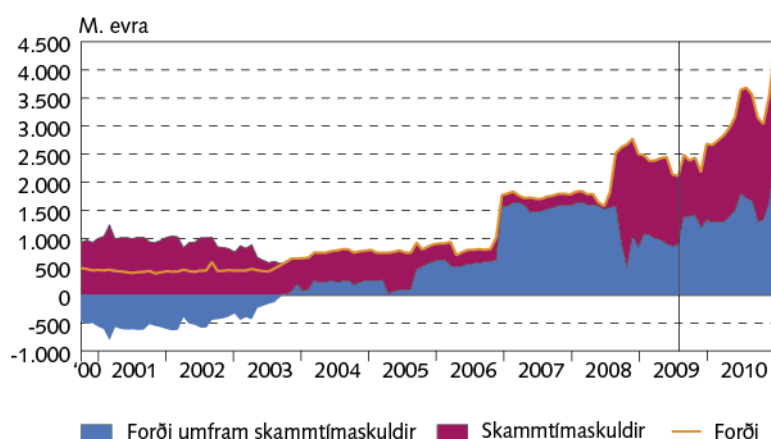
## Viðauki III - Gjaldeyrisforði

Áætlun um afnám hafta hefur það að grundvallarmarkmiði að tryggja að gjaldeyrisforði sé nægilegur og lágmarka áhættu á útlæði gjaldeyris, en þrátt fyrir það er óumflýjanlegt að eitthvert umrót verði á gjaldeyrismarkaði meðan verið er að losa um höftin. Þess vegna er nægjanlegur gjaldeyrisforði forsenda allra stærri skrefa. Í þessum viðauka verður nánar fjallað um þróun forðans sl. áratug, samsetningu fjármögnunar og núverandi stærð hans. Einnig verður fjallað um próf sem notuð eru til að meta hvort gjaldeyrisforði verður nægjanlegur á meðan afnám hafta stendur yfir. Að lokum verður gerð grein fyrir því hvernig forðinn mun þróast að gefinni grunnsviðsmynd miðað við núverandi gjaldeyrisforðinn og aðgengileg erlend lán og með hliðsjón af endurgreiðsluferli erlendra skulda ríkissjóðs og Seðlabanka.

Frá hruni bankakerfisins haustið 2008 hafa orðið töluverðar breytingar á stærð og samsetningu gjaldeyrisforða Seðlabanka Íslands. Sögulega hefur lágmarksstærð gjaldeyrisforða Seðlabankans tekið mið af þörf landsins fyrir innflutning á vöru og þjónustu. Árið 2006 var ráðist í að stækka forðann með erlendri lántöku í ljósi þess hve bankakerfið hafði stækkað og gjaldeyrisviðskipti aukist. Á haustmánuðum 2008 var töluverðum forða varið til þess að veita bönkum í lausafjárvandráðum fyrirgreiðslu og til þess að tryggja greiðslumiðlun við útlönd eftir að bankarnir féllu. Eitt af meginmarkmiðum efnahagsáætlunar stjórnvalda, sem er unnin í samvinnu við Alþjóðagjaldeyrissjóðinn, hefur verið að efla gjaldeyrisforðann í því skyni að stuðla að gengisstöðugleika og skapa traust á getu ríkissjóðs til þess að standa við erlendar skuldbindingar án þess að valda óstöðugleika á gjaldeyrismarkaði. Í meginmáli er fjallað um helstu breytingar á samsetningu forðans frá birtingu áætlunar í ágúst 2009 fram að birtingu nýrrar áætlunar.

Hreinan gjaldeyrisforða Seðlabankans má skilgreina sem heildarforða að frádregnum skuldum Seðlabankans og ríkissjóðs sem falla á gjalddaga innan 12 mánaða. Hreinn forði getur tekið töluvert örum breytingum, sérstaklega þegar dregur að gjalddaga langtíma skulda og farið er að líta á þær sem skammtímaskuldir.

## Skipting forða eftir fjármögnun



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Upp úr aldamótum var gjaldeyrisforðinn fjármagnaður með skammtímaskuldum en árið 2001 hafði Seðlabankinn selt töluverðan gjaldeyri til þess að hamla gegn lækkun krónunnar. Árið 2003 var hreinn forði orðinn jákvæður á ný eftir gjaldeyriskaup árið á undan. Innflæði gjaldeyris á árunum 2003-2006 var að mestu varið til greiðslu erlendra skulda ríkissjóðs. Árið 2006 var forðinn aukinn verulega, með eins milljarðs evra láni til 5 ára. Þar með var forðinn að mestu fjármagnaður með langtímaskuldum. Frá haustinu 2008 hefur forðinn verið stækkaður frekar með langtímalánum frá Alþjóðagjaldeyrissjóðnum, Norðurlöndum og Póllandi, viðskiptum tengdum skuldabréfum Avens B.V., gjaldeyrisviðskiptum við viðskiptabankana og endurheimtum lána sem tengdust bankahruninu. Frá haustinu 2008 hefur gjaldeyri, sem er andlag gjaldeyrisinnstæðna skilaneftnda og annarra innlendra fjármálafyrirtækja, myndað töluverðan hluta forðans. Þessar innstæður teljast skammtímaskuldir og breyta því engu um hreinan forða, þótt vergur forði stækki. Í janúar 2011 mynduðu innstæður meginþorra skammtímaskulda en við þær bætast skuldabréf ríkissjóðs á gjalddaga 1. desember 2011, eftirstöðvar láns frá Bayerische Landesbank og aðrar skuldbindingar svo sem vaxtagjöld<sup>23</sup>.

### Gjaldeyrisforði Seðlabankans

	Ma. ISK	Janúar 2011 % VLF 2010
Gjaldeyrisforði <sup>1</sup>	733	47
Skammtímaskuldir	-430	-27
- Gjaldreikningar skilaneftnda og innlánsstofnana	-291	-19
- EMTN-skuldabréf ríkissjóðs (des. 2011)	-103	-7
- Sambankalán (sept. 2011)	-12	-1
- Annað	-24	-2
Gjaldeyrisforði án skammtímaskulda	303	19

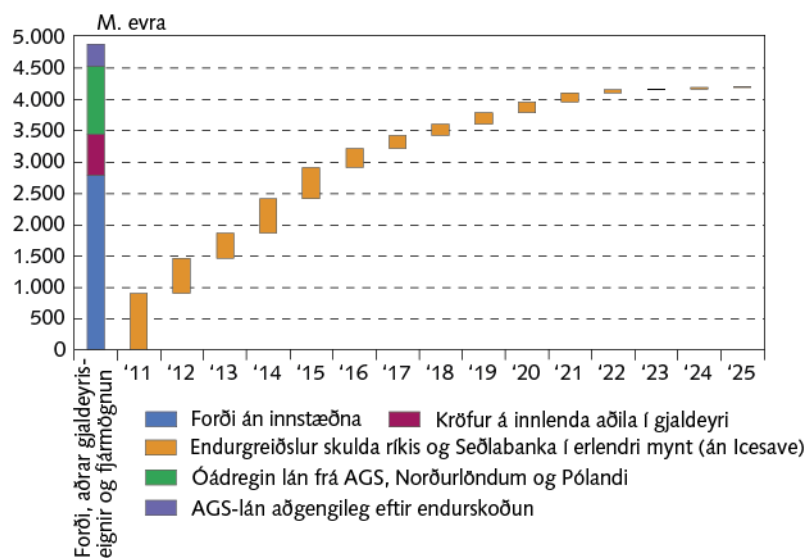
1. Sjá má gögn um heildarforða Seðlabanka Íslands og skammtímaskuldir Seðlabankans og ríkissins næstu 12 mánaða á heimasíðu Seðlabankans í *Gjaldeyrisforði og tengdir liðir* undir *Hagtölur*: <http://www.seðlabanki.is/?PageID=291>.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

<sup>23</sup> Vaxtagjöld eru talin með sem skammtímaskuldir, þ.e.a.s. greiðslna næstu 12 mánaða, en framtíðar vaxtatekjur eru ekki taldar með í tölum um forða. Að því marki er hreinn forði vanmat á stöðu forðans.

Gjaldeyrisforði Seðlabankans er nú í sögulegu hámarki og nemur 47% af landsframleiðslu ársins 2010, en búast má við að forðinn dragist saman þegar slitastjórnir gömlu bankanna hefja greiðslur til kröfuhafa. Þá á Seðlabankinn kröfur á innlenda aðila sem munu skila bankanum gjaldeyri á næstu árum en teljast ekki til forða. Um er að ræða gjaldeyrissskiptasamninga við viðskiptabanka og eignir Eignarhaldsfélags Seðlabanka Íslands. Við þetta bætist að ríkissjóður og Seðlabankinn hafa tryggt sér lán frá Norðurlöndunum, Póllandi og Alþjóðagjaldeyrissjóðnum sem hægt verður að draga á til að stækka forðann. Núverandi stærð forðans dugir til þess að greiða vexti og höfuðstól gjaldeyriskulda ríkissjóðs og Seðlabanka fram til ársins 2015. Framundan eru nokkrir stórir gjalddagar skulda ríkissjóðs. Stefnt er að því að endurfjármagna erlendar skuldir ríkissjóðs þegar færi gefast og viðhalda sterkum gjaldeyrisforða á næstu árum.

Þróun gjaldeyrisforða og endurgreiðsluferill erlendra lána



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Áætlun um afnám gjaldeyrishafta miðast að því að tryggja að gjaldeyrisforði sé nægur. Tveir mælikvarðar voru einkum notaðir til að sannreyna þá niðurstöðu, annars vegar gjaldeyrisforði sem hlutfall af erlendum skammtímaskuldum og hins vegar gjaldeyrisforði sem hlutfall af peningamagni (M3). Þessi álagspróf voru tímaóháð en raðað þannig niður að víxlverkun þeirra styrkir framkvæmdina þegar á heildina er litið.

Í grunnsviðsmynd fer gjaldeyrisforði sem hlutfall af skammtímaskuldum ekki upp fyrir 100%, sem er viðmiðunarregla Greenspan-Guiodotti, fyrr en 2015. Eins og lýst er hér að ofan hefur gjaldeyrisforði stækkað verulega og er nú í sögulegu hámarki. Stækkun gjaldeyrisforða í þeim tilgangi að mæta skammtímaskuldum getur verið dýr þegar fjármögnunarkostnaður er hár og vaxtakostnaður hefur neikvæð áhrif á greiðslujöfnuð. Áætlunin miðast að því að beina skammtímaskuldum í langtímaskuldir með markaðsaðferðum. Með áætluninni batna forðaviðmið miðað við grunnsviðsmynd og gjaldeyrisforði sem hlutfall af skammtíma-

skuldum fer yfir 100% í fyrri þrepum afnámsáætlunarinnar. Eftir sem áður verður þess gætt við hvert skref að forðaviðmiðum sé mætt.

Hlutfall gjaldeyrisforða af peningamagni (M3) hefur verið töluvert fyrir ofan algengar viðmiðunarreglur, eða 10-20%, sem er hátt í alþjóðlegu samhengi. Hugsanlegt útfærði fjármagns gæti réttlætt þörfina fyrir hærra hlutfall á þennan mælikvarða en eins og nefnt er hér að ofan er stækkun gjaldeyrisforða dýr framkvæmd. Markmið áætlunarinnar er að ýta undir sjálfbæran hagvöxt og draga úr líkum á fjármagnsflóttu með því að leyfa aðþrengdum fjárfestum að fara út og með því að styðja við beina fjárfestingu í útflutningsgreinum. Eftir því sem afnámsáætluninni vindur fram er gert ráð fyrir að gjaldeyrisforði sem hlutfall af peningamagni minnki, en verði yfir 20% í gegnum allt ferlið.

### **Horfur um greiðslujöfnuð og gjaldeyrisforða**

Eins og að ofan er rakið getur afnám haft á fjármagnshreyfingar af ýmsum ástæðum haft áhrif á gjaldeyrisforðann. Til dæmis gæti verið uppsöfnuð eftirspurn eftir erlendum eignum af hálfu innlendra aðila og ekki er hægt að útiloka flæði vegna spákaupmennsku, þrátt fyrir að áætlunin sé hönnuð til að koma í veg fyrir slíka áhættu. Ef gert er ráð fyrir að uppsöfnuð eftirspurn eftir erlendum eignum sé til staðar og gert ráð fyrir þeirri ólíklegu forsendu að ríkissjóður og Seðlabankinn endurnýji ekki lán eða taki ný lán, mun afnám hafta hafa veruleg áhrif á gjaldeyrisforða á árinu 2014 og hlutfall forða og skammtímaskulda verða mjög lágt. Þetta hlutfall byrjar að lækka strax á árinu 2013 og árið 2015 verður forðinn á þrotum, þrátt fyrir áframhaldandi afgang á viðskiptajöfnuði, íhaldssamar forsendur um beina erlenda fjárfestingu, lækkanði erlendar skuldir og áframhaldandi bata erlendar stöðu þjóðarþúsins.

Á hinn bóginn, ef gert er ráð fyrir þeirri aftur ólíklegu forsendu að ríkissjóður og Seðlabankinn endurfjármagni allar erlendar skuldir frá árinu 2011 og áfram, munu erlendar skuldir lækka í hlutfalli við bæði landsframléiðslu og skatttekjur og gjaldeyrisforði verður meira en nægilegur til að mæta losun gjaldeyrishafta. Í þessu tilfelli verður forðinn meira en 200% skammtímaskulda árin 2012 og 2013 og verða vel yfir 100% skammtímaskulda þangað til árið 2016. Ef þetta hlutfall gjaldeyrisforða af skammtímaskuldum verður álitnið nægjanlegt munu ríkissjóður og Seðlabankinn geta lækkað erlendar skuldir sínar á næstu árum. Hvorug ofangreindra forsenda er líkleg, en þær marka útlínur mögulegra niðurstaðna.

Grunnforsendan hér er að ríkissjóður endurheimti aðgang að erlendum fjármagnsmörkuðum og geti endurfjármagnað eitthvað af skuldum sínum. Stefna fjármálaráðuneytis í lánamálum gerir ráð fyrir töluverðri lækkan skulda ríkisins á næstu árum. Hins vegar þarf að lækka erlendar skuldir smám saman svo að gjaldeyrisforði sé nægjanlegur til að afnema gjaldeyrishöft. Sé sú grunnforsenda fyrir hendi að ríkissjóður hafi endurheimt aðgang að fjármálamörkuðum má gera ráð fyrir að um 85% erlendra skulda verði endurfjármagnaðar til meðallangs tíma. Með því er gjaldeyrisforði vel nægjanlegur til að hægt sé að afnema höft að því gefnu að forskilyrðum hafi verið mætt. Þannig má gera ráð fyrir að gjaldeyrisforði sem hlutfall af skammtímaskuldum verði á milli 150-200% á árunum 2012 til 2014 en yrði nálægt 100% árið 2016.

Horfur um greiðslujöfnuð til meðallangs tíma eru augljóslega mjög óvissar og þær þarf að endurmeta áður en nokkur skref eru tekin sem geta haft töluverð áhrif á gjaldeyrisforða.

## Viðauki IV: Krónueignir erlendra aðila

Einn helsti þröskuldurinn í vegi þess að hægt sé að afnema gjaldeyrishöft tiltölulega skjótt er að vitað er að töluverður hluti auðseljanlegra krónueigna er í eigu erlendra aðila sem af ýmsum ástæðum verða að selja eða vilja selja þessar eignir um leið og höftin hverfa. Í sumum tilfellum samrýmist það ekki lengur reglum um fjárfestingu tiltekinna sjóða að eiga skuldabréf Ríkissjóðs Íslands vegna þess hve lánshæfismat hans hefur lækkað. Einnig er hugsanlegt að sumir innlendir aðilar vilji selja krónueignir og myndu fylgja í kjölfarið eða reyna að selja eignir á undan erlendum ef höftin yrðu afnumin, en almennt eru þeir síður líklegir til þess að gera það vegna heimaslagsíðu. Sérstaklega ef tekst að koma skammtímaeignum hinna aðþrengdu erlendu fjárfesta í hendur fjárfesta með víðari sjóndeildarhring, sem er markmið nýrrar áætlunar um losun gjaldeyrishafta.<sup>24</sup> Rétt er þó að hafa í huga að á bak við hluta innstæðna erlendra banka og krónuskuldabréfa í vörslu erlendra aðila kunna að standa innlendir endafjárfestar eða aflandsfélög í þeirra eigu.

Krónueign erlendra aðila, sem nemur um 465 ma.kr., er talin gefa góða vísbendingu um umfang aflandskrónueigna.<sup>25</sup> Þeim má skipta í þrjá megin eignaflokka:

- Innstæður í fjármálastofnunum nema u.þ.b. 185 ma.kr.<sup>26</sup> Nær allar innstæður erlendra aðila í íslenskum fjármála fyrirtækjum eru á reikningum í viðskiptaböndunum þremur, NBI, Íslandsbanka og Arion banka.
- Innstæður í Seðlabanka nema u.þ.b. 60 ma.kr. Þær tengjast uppgjöri erlendra uppgjörsmiðstöðva á íslenskum verðbréfum.
- Skuldabréf nema u.þ.b. 220 ma.kr. Þar er einkum um að ræða löng ríkisbréf og ríkisvíxla að andvirði u.þ.b. 190 ma.kr. en íbúðabréf nema u.þ.b. 30 ma.kr.

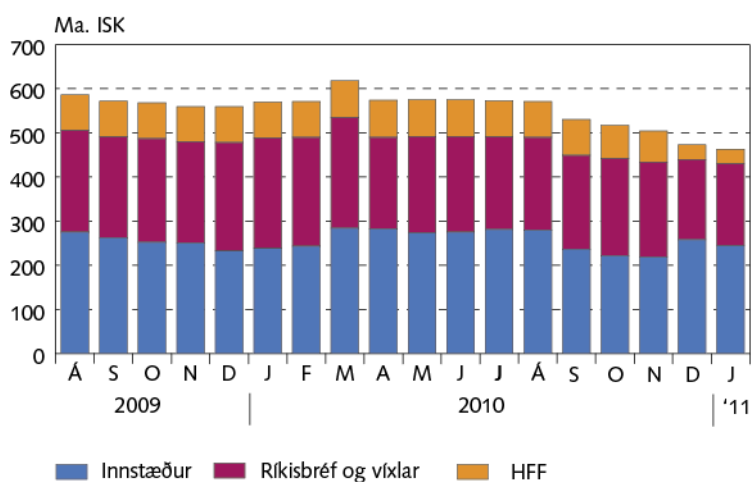
---

<sup>24</sup> Fjárfestar sem verða að selja krónueignir sínar á lágu verði vegna efnahagslegra eða lagalegra takmarkana (t.d. vegna lágs lánshæfismats) eru hér kallaðir *aðþrengdir fjárfestar*. Þeir fjárfestar eru aðgreinanlegir frá skammtímafjárfestum sem taka skammtíma stöður út frá spákaupmennskusjónarmiði.

<sup>25</sup> Umfang aflandskróna í umferð er í þessari skýrslu nálgast með gögnum um krónueignir erlendra aðila. Upplýsingar um aðsetur endafjárfestis eru af skornum skammti, þrátt fyrir að almennt sé álitnið að flestir þeirra séu erlendir aðilar. Í því augnamiði að greina stöðuna er endafjárfestirinn hér álitinn erlendur aðili þar sem dæmigerður mótaðili er erlend fjármálastofnun. Í einhverjum tilfellum getur erlend fjármálastofnun haft óvarða stöðu í íslenskum krónum. Hið rétta umfang krónueigna í höndum erlendra endafjárfesta getur því verið talsvert minna, en mismunurinn er ólíklega nógu stór til að breyta megin niðurstöðum.

<sup>26</sup> Tölur miðast við janúar 2011.

## Áætluð krónueign erlendra aðila



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Segja má að hinir erlendu eigendur aflandskrónueigna fjármagni innlenda bankakerfið og ríkissjóð sem nemur innstæðum þeirra í fjármálastofnunum annars vegar og skuldabréfaeign þeirra hins vegar. Afnáam hafta mun því hafa áhrif á lausafjárstöðu þessara tveggja aðila. Hreyfingar sem kunna að verða á innstæðum í Seðlabanka munu hins vegar ekki hafa áhrif á lausafjárstöðu fjármálastofnana eða ríkissjóðs.

### Innstæður í fjármálastofnunum

Innstæður eru að öllum líkindum kvikasti hluti krónueigna erlendra aðila. Bak við þær standa sjóðir, bankar og einstaklingar sem tóku virkan þátt í vaxtamunarviðskiptum við íslensku bankana fyrir fall fjármálakerfisins og læstust síðan inni þegar innlendir gjaldeyrismarkaður hrundi í október 2008. Seðlabankinn hefur verið í sambandi við stóra innstæðueigendur sem bíða færís á að flytja eignir sínar úr landi. Margir þessara aðila hafa sem fyrr segir ekki heimildir til að kaupa vaxtaberandi verðbréf vegna lágs lánshæfismats ríkissjóðs og bíða þess að höftin verði afnumin. Lauslegt mat á eðli krónueigenda bendir til þess að 65-75% innstæðueigenda gætu viljað komast út við fyrsta tækifæri eða sem nemur 155-185 ma.kr. Allmargir fjárfestar virðast hafa áhuga á að nota aflandskrónur til fjárfestingar hér á landi. Hins vegar er erfitt að meta þann áhuga nákvæmlega.

Umtalsvert útstreymi innstæðna mun hafa áhrif á lausafjárstöðu bankanna (sjá viðauka II). Á hinn bóginn er það mat Seðlabankans að bankarnir séu nokkuð vel í stakk búnir hvað varðar lausafjárstöðu til að mæta útlæði innstæðna í fjárfestingu í löngum ríkisskuldabréfum að því tilskildu að útboðin verði hæfilega stór. Í því sambandi er vert að hafa eftirfarandi í huga:

- Dreifing erlendra innstæða milli fjármálastofnana er í samræmi við lausafjárstöðu þeirra.
- Úttektir á innstæðum draga úr þörf bankanna fyrir laust fé þar sem stór hluti þeirra er óbundinn en lausafjárkvæðir sem settar eru á fjármálastofnanir af Seðlabankanum,



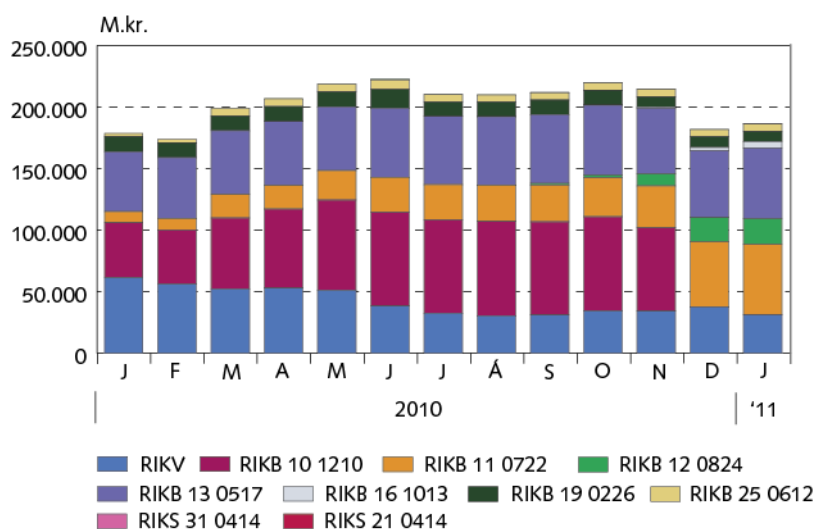
Fjármálaeftirlitinu og samkvæmt Basel-III-viðmiðum eru að stórum hluta háðar fjárhæð óbundinna innlána.

- Möguleikar bankanna til að verða sér úti um laust fé gegnum veðlán í Seðlabankanum eru miklir, gerist þess þörf, en sem stendur nota viðskiptabankarnir veðlán Seðlabankans aðeins að litlu leyti.
- Krónukerfið er „lokað kerfi“ þannig að lausafjárstaða bankanna versnar aðeins ef krónurnar enda í Seðlabanka Íslands án þess að þeim sé veitt aftur út í fjármálakerfið í gegnum markaðsviðskipti Seðlabankans. Inngrip á gjaldeyrismarkaði hafa einungis áhrif á lausafjástöðu fjármálakerfisins að því marki sem þau eru ekki stýfð. Hins vegar er það núverandi stefna Seðlabankans að stýfa afskipti sín svo að lausafjárstaða á markaði verði ekki í ósamræmi við aðhaldsstig peningastefnunnar, eins og það er ákveðið af peningastefnunefnd bankans. Hið sama á við um skuldastýringu ríkissjóðs sem getur haft áhrif á lausafé banka. Krónur sem notaðar verða í aðra fjárfestingu en kaup á ríkisverðbréfum verða enn til staðar í fjármálakerfinu og hafa því ekki áhrif á lausafjástöðu bankanna.

## Skuldabréf

Erlendir aðilar eiga því sem næst 220 ma.kr. í innlendum skuldabréfum ríkissjóðs og Íbúðalánasjóðs. Stærstur hluti þessara fjármuna, 190 ma.kr., er bundinn í ríkisbréfum. Þar af eru flest á gjalddaga fyrir mitt ár 2013. Sá hluti sem er í skuldabréfum Íbúðalánasjóðs, um 30 ma.kr., dreifist nokkuð jafnt milli allra fjögurra flokka íbúðabréfa.

Próun á áætlaðri eign erlendra aðila í ríkisbréfum



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Af ofangreindu má ljóst vera að losun gjaldeyrishafta mun hafa áhrif á eftirspurn eftir ríkisbréfum, einkum stuttum ríkisbréfum. Sjóðsstaða ríkissjóðs í Seðlabankanum er þó sterk og ríkið vel í stakk búið til mæta sveiflum í eftirspurn. Til að búa enn frekar í haginn fyrir

ríkissjóð verður langtímafjárfestum í upphafi heimilt að kaupa krónur fyrir gjaldeyri og verja þeim til að kaupa langtímaskuldabréf útgefin af ríkissjóði. Ríkissjóður fær þannig langtímafjármögnun sem býr almennt í haginn fyrir losun hafta. Hins vegar er hugsanlegt að eftirspurn eftir skammtímaverðbréfum dragist saman.

Ekki þarf að óttast veruleg áhrif á Íbúðalánasjóð í fyrstu skrefum áætlunarinnar enda eiga erlendir aðilar takmarkað magn í hverjum flokki. Auk þess er lánsfjárbörf Íbúðalánasjóðs mjög lítil um þessar mundir.

### Niðurstaða

Samandregið má greina áhrif aðgerða til þess að beina aflandskrónum inn í innlenda langtímafjárfestingu í fjóra þætti:

- Flutningur fjárfestingar úr stuttum ríkisbréfum í löng hefur ekki áhrif á lausafjárstöðu bankanna og bætir lausafjárstöðu ríkissjóðs vegna minni skammtímaskulda.
- Fjárfesting í löngum ríkisbréfum sem fjármögnuð er með innstæðum lækkar lausafjárstöðu bankanna. Hins vegar dregur nokkuð úr lausafjárbörf þeirra. Þess hefur verið krafist af bönkunum að þeir hafi sterkari lausafjárstöðu einmitt vegna hugsanlegs hvikulleika þessara innstæðna (sjá viðauka II).
- Fjárfesting krónueigna erlendra aðila í atvinnulífi hefur ekki áhrif á lausafjárstöðu bankakerfisins í heild en gæti haft áhrif á stöðu einstakra banka og dregið úr eftirspurn eftir stuttum ríkisbréfum.
- Notkun gjaldeyrisforða Seðlabankans til inngripa mun ekki hafa áhrif á lausafjárstöðu kerfisins í heild svo framarlega sem bankinn stýfir inngrip sín. Hið sama á við um sölu ríkisbréfa sem er fjármögnuð með innstæðum í Seðlabankanum, sem hann mun mæta með hefðbundnum markaðsaðgerðum.

Kjarninn í þessum tillögum um afnám gjaldeyrishafta er að dregið verður úr stöðu aflandskróna í smáum skrefum. Sú aðferðafræði á að tryggja að áhrifin á lausafjárstöðu fjármálakerfisins og ríkissjóðs auk áhrifa á gjaldeyrismarkað verði viðráðanleg á öllum stigum. Það gerir Seðlabankanum og stjórnvöldum einnig hægt um vik að bregðast við áhættuþáttum sem upp kunna að koma í ferlinu.