



Stór skref stigin til afnáms fjármagnshafta

Greiningardeild Arion banka

13. mars 2017

Tvö skref stigin í frekari afnámi fjármagnshafta

I. Fjármagnshöft afnumin á einstaklinga, fyrirtæki og lífeyrissjóði

- Nýjar reglur Seðlabanka Íslands um gjaldeyrismál afnema öll höft á einstaklinga, fyrirtæki og lífeyrissjóði.
- Skilaskyldan á gjaldeyri afnumin
- Fjármagnsflæði að og frá landinu verður nú gefið frjálst og einstaklingar, fyrirtæki og lífeyrissjóðir geta fjárfest erlendis án takmarkana
- Eftir standa þó varúðarreglur vegna vaxtamunarviðskipta og takmarkanir á afleiðuviðskipti með íslenskar krónur

II. Seðlabankinn kaupir stóran hluta aflandskrónueigna

- Seðlabankinn kaupir aflandskrónueignir fyrir erlendan gjaldeyri á genginu 137,5 krónur fyrir evruna, sem er um 20% yfir skráðu gengi evru sl. föstudag
- Aflandskrónueigendur hafa nú þegar samþykkt tilboð Seðlabankans fyrir að nafnvirði 90 ma.kr. og eru 105 ma.kr. þá eftir
- Kaup Seðlabankans hafa í för með sér bókhaldslegan hagnað og vegur það á móti kostnaði vegna uppbyggingar gjaldeyrisvaraforða.

I. Fjármagnshöft afnumin á einstaklinga, fyrirtæki og lífeyrissjóði

Stigið stórt skref í átt að frjálsu fjármagnsflæði

Mestu munar að lífeyrissjóðir fá fullt frelsi til fjárfestingar erlendis

- Takmarkanir á fjármagnshreyfingar á milli landa, í innlendum og erlendum gjaldeyri, og gjaldeyrisviðskipti eru að mestu leyti verið afnumdar.
- Heimili og fyrirtæki verða almennt ekki lengur bundin af takmörkunum sem lög um gjaldeyrismál setja:
 - Engin takmörk á gjaldeyrisviðskipti, fjárfestingar erlendis, áhættuvarnir og lánaviðskipti
 - Skilaskylda innlendra aðila á erlendum gjaldeyri hefur verið afnumin
- Ótakmörkuð heimild til erlendra fjárfestingar lífeyrissjóða, sjóða um sameiginlega fjárfestingu og annarra fjárfesta.
- Þá hafa milliríkjaviðskipti með krónur aftur verið heimiluð. Erlendum fjármálafyrirtækjum verður því heimilt að flytja krónur og fjármálagerninga, útgefna í innlendum gjaldeyri, til og frá Íslandi.
- Hafa þarf þó í huga að einstaklingar höfðu fyrir heimild upp á 100 m.kr. og erlendir aðilar upp á 8 ma.kr. á mánuði
- Breytingin mun auka flæði á gjaldeyrismarkaði og auka sveiflur í gengi krónunnar
- Dregur verulega úr skrifræði og einfaldar allt verklag

Bindiskyldan á nýfjárfestingar erlendra aðila verður áfram

Tæknileg breyting ekki efnahagsleg - bindiskylda verður áfram á nýfjárfestingu í skuldabréfum

- Breytingar eru gerðar á reglum um bindingu reiðufjár vegna nýs innstreymis gjaldeyris (bindiskylda vegna vaxtamunarviðskipta)
- Tilgangurinn er að hindra nýja möguleika á vaxtamunarviðskiptum samhliða skrefum í afnámi hafta
- Virðist fyrst og fremst vera tæknilegar breytingar - aðlögun að breytingum á reglum um gjaldeyrismál
- Framundan er tæknivinna sem felur í sér hvernig fjárstreymistækið muni virka þegar höftin verða farin
- Áfram verða því hindranir til staðar á vaxtamunarviðskipti og spákaupmennsku með ÍSK
- Bindisskyldan stöðvaði nær alfarið fjárfestingu erlendra aðila á íslenskum skuldabréfamarkaði. Hún verður áfram til staðar og því ólíklegt að nýtt erlent fjármagn leiti inn á skuldabréfamarkaðinn.
- Svo virðist sem litið sé á bindiskylduna sem hluta af þjóðhagsvarúðartækjum en ekki gjaldeyrishöft sem slík
- Hvort Seðlabankinn ákveður í framhaldinu að t.d. bindiskylduna (er 40%) eða breyta binditíma (er 12 mán) á eftir að koma í ljós en í ljósi þess að núverandi bindiskylda hefur alfarið skrúfað fyrir nýfjárfestingu erlendra aðila á skuldabréfamarkaði þá hlýtur lækkun á bindiskyldu að koma til álita.

Takmarkanir á afleiðu- og gjaldeyrisviðskiptum og erlendum lánveitingum

- Áfram verða takmarkanir á
 - I. afleiðuviðskiptum í öðrum tilgangi en til áhættuvarna
 - II. gjaldeyrisviðskiptum á milli innlendra aðila og erlendra sem ekki eru gerð fyrir milligöngu fjármálafyrirtækja
 - III. í ákveðnum tilvikum lánveitingar innlendra aðila til erlendra aðila í erlendum gjaldeyri
- Skyldur fjármálafyrirtækja og annarra aðila sem stunda fjármagnsviðskipti til að upplýsa Seðlabankann um fjármagnshreyfingar verða óbreyttar fyrst um sinn.
- Þó verða nú ýmsar fjármagnshreyfingar og gjaldeyrisviðskipti, sem hingað til hafa verið háðar staðfestingu Seðlabankans, aðeins bundnar kvöðum um upplýsingagjöf.
- Áfram unnið að frekari breytingum á gjaldeyrislögum og að því að einfalda kröfur um upplýsingagjöf til lengri tíma litið

II. Samningur við aflandskrónueigendur

Seðlabankinn kaupir stóran hluta aflandskrónueigna

Mun auka svigrúm Seðlabankans til að leggjast gegn gengisstyrkingu krónunnar haldi hún áfram

- Í samkomulaginu við aflandskrónueigendur felst að Seðlabankinn kaupir af þeim aflandskrónueignir að fjárhæð um 90 milljarðar króna á genginu 137,5 krónur á evru. Nú síðdegis tilkynnti Seðlabankinn að viðskiptin væru gengin í gegn og hefur Seðlabankinn með aðgerðinni keypt ríkisskuldabréf-víxla að nafnvirði 57 ma.kr.
- Eftir að viðskiptin sem nú hafa verið tilkynnt hafa gengið í gegn mun fjárhæð aflandskrónueigna sem eftir standa nema um 100 ma.kr.
- Aflandskrónueigendum sem ekki hafa gert samkomulag við bankann verður boðið að gera sams konar samninga á næstu tveimur vikum ellegar verði þeir áfram fastir á lokuðum reikningum.
- Verulega hefur því dregið úr kerfislegri áhættu sem fólst í miklum aflandskrónueignum og hefði að mati Seðlabankans getað valdið óstöðugleika í gengis- og peningamálum auk fjármálaóstöðugleika.
- Á sama tíma hefur gjaldeyrisforði stækkað umtalsvert. Þessi þróun ásamt ofangreindu samkomulagi dregur úr áhættu við áframhaldandi losun fjármagnshafta.

Áhrif breytinganna á markaði og efnahagslíf

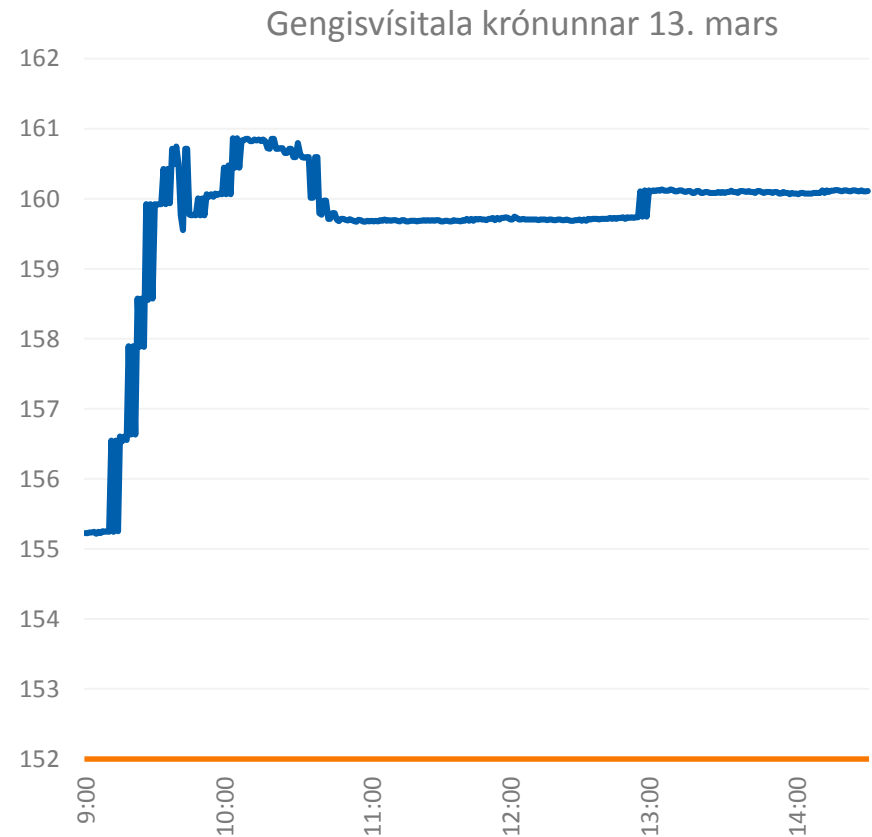
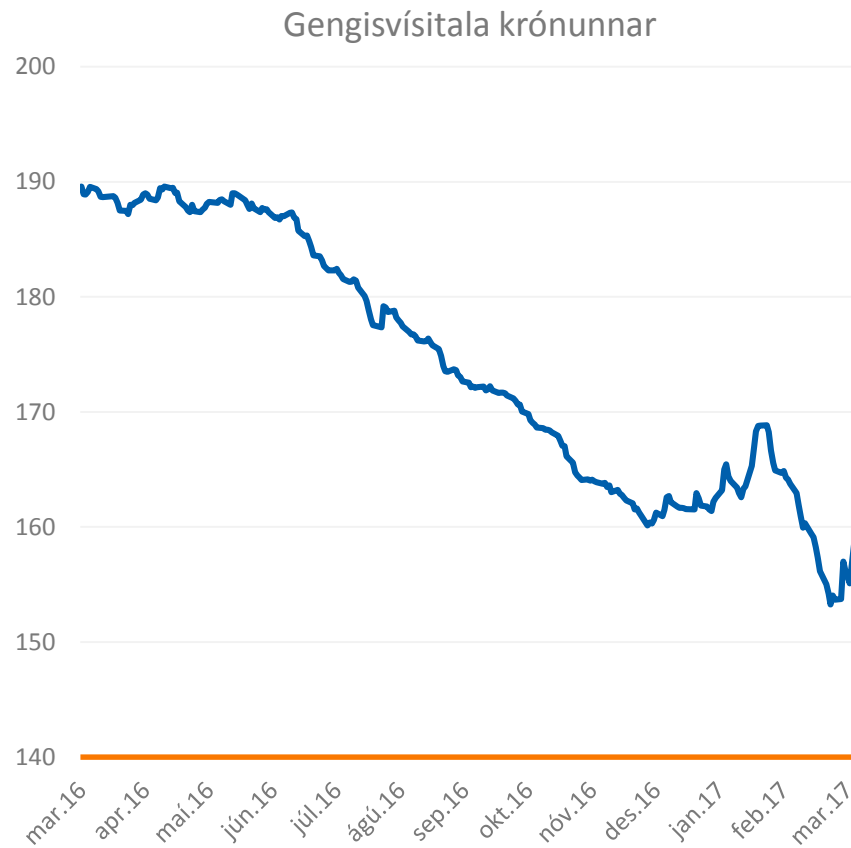
Þýðing fyrir gengi krónunnar

Flest vötn falla frá Íslandi, nema væntingar vegi á móti

- Þær hömlur sem nú eru teknar af fjármagnsviðskiptum hníga að því að auka nettó útflæði gjaldeyris í bráð
 - Lífeyrissjóðir geta fjárfest erlendis að vild
 - Heimili og fyrirtæki geta fjárfest meira en áður erlendis
 - Afnám skilaskyldu á gjaldeyri opnar möguleika innlendra aðila að halda ágóða af t.d. útflutningi í erlendri mynt, sem þeim er nú skyldað að skipta í krónur
- **En** hvað með önnur áhrif og áhrif á væntingar?
 - Ef væntingar verða um að nú opnast frekar á erlenda fjárfestingu hér á landi og að krónan eigi enn inni styrkingu í ljósi myndarlegs vaxtamunar þá er líklegt að krónan haldi áfram að styrkjast
 - Ef aftur á móti væntingarnar eru á þann veg að nú sé toppnum í gengi krónunnar náð getur það leitt til mikils útflæðis, t.d. ef lífeyrissjóðir fara út í stórum stíl og útflutningstekjum verður ekki skipt í krónur.
- Seðlabankinn er þó líklegur til að leggjast á móti vindinum í hvora áttina sem áhrifin verða. Enda er mögulegt að breyting af þessari stærðargráðu geti skapað mikla veltu og sviptingar á gjaldeyrismarkaði sem getur leitt til talsverðra sveiflna á gengi krónunnar.
- **Hafa fyrstu viðbrögð á gjaldeyrismarkaði gefið tóninn fyrir það sem koma skal þegar höftin losna á morgun?**

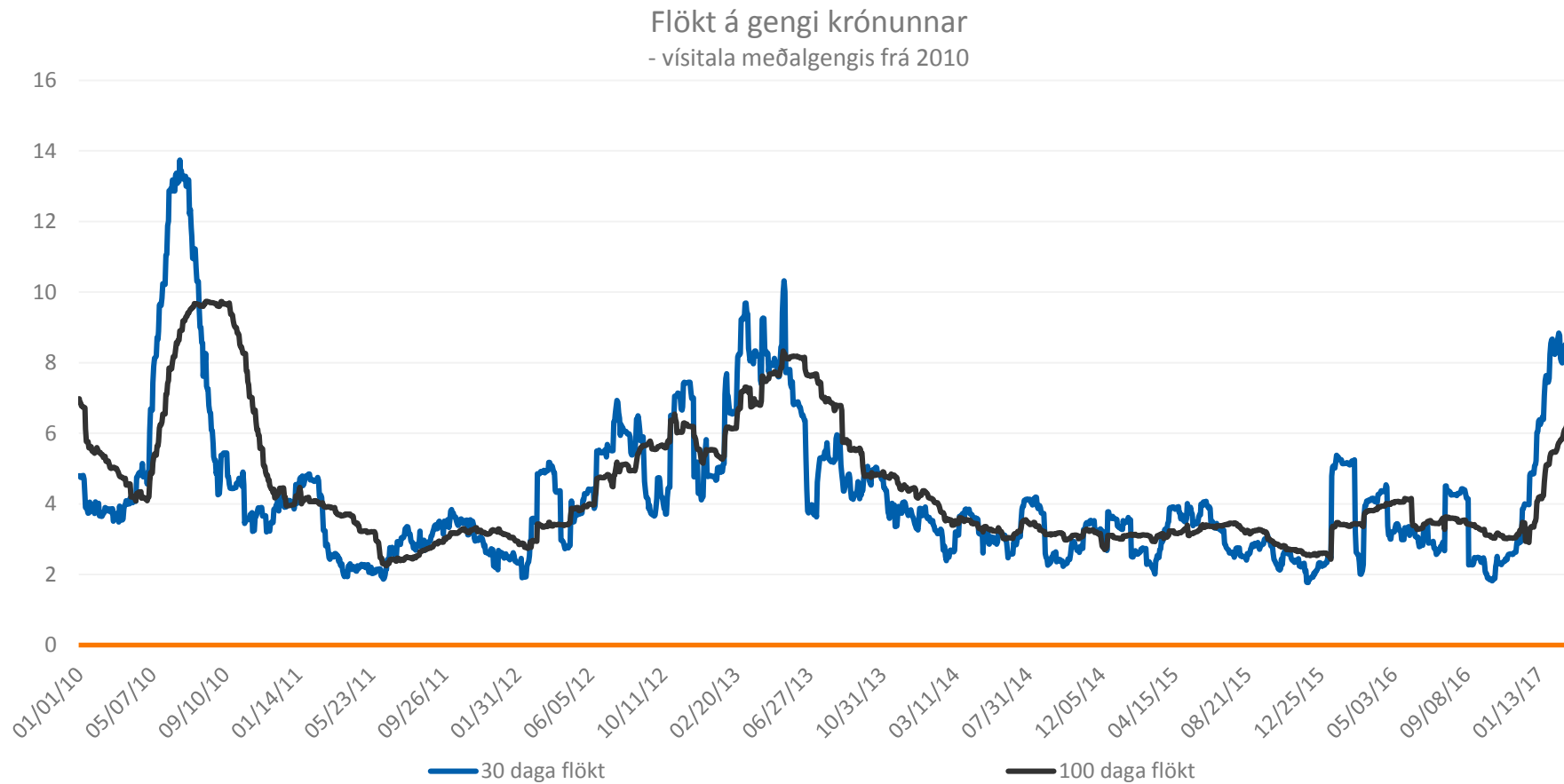
Fyrstu viðbrögð benda til væntinga um gengisveikingu í bráð – ómögulegt að segja til um hvað verður fyrr en í fyrsta lagi á morgun

Krónan hefur veikst um 3,6% miðað við viðskiptavegna gengisvísitölu í dag. Mikil sveifla með hliðsjón af stefnu Seðlabankans um að draga úr sveiflum í gengi krónunnar. Velta virðist þó vera fremur lítil.



Aukin velta og óvissa á gjaldeyrismarkaði mun væntanlega auka flökt gengisins a.m.k. til skemmri tíma

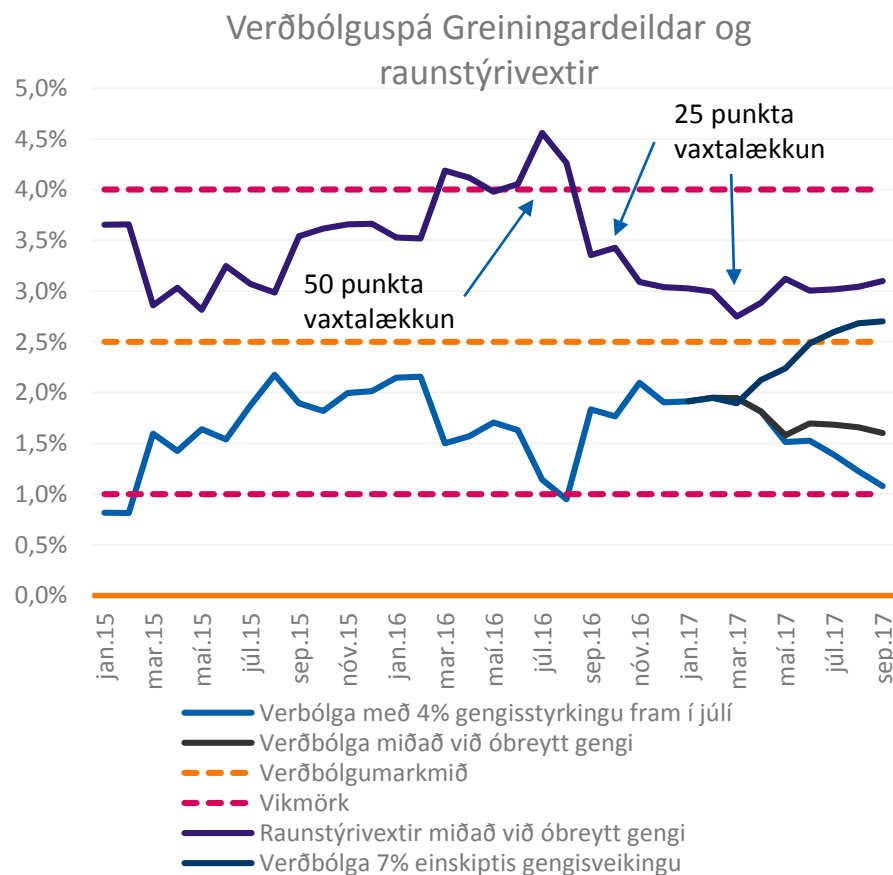
Höfum sé flökt á gengi krónunnar fara vaxandi og í dag fór það í hæsta gildið síðan 2010



Hvað gerir peningastefnunefnd á miðvikudaginn?

Væntingar til vaxtalækkunar virðast vera enn til staðar, en málið er langt í frá svo augljóst

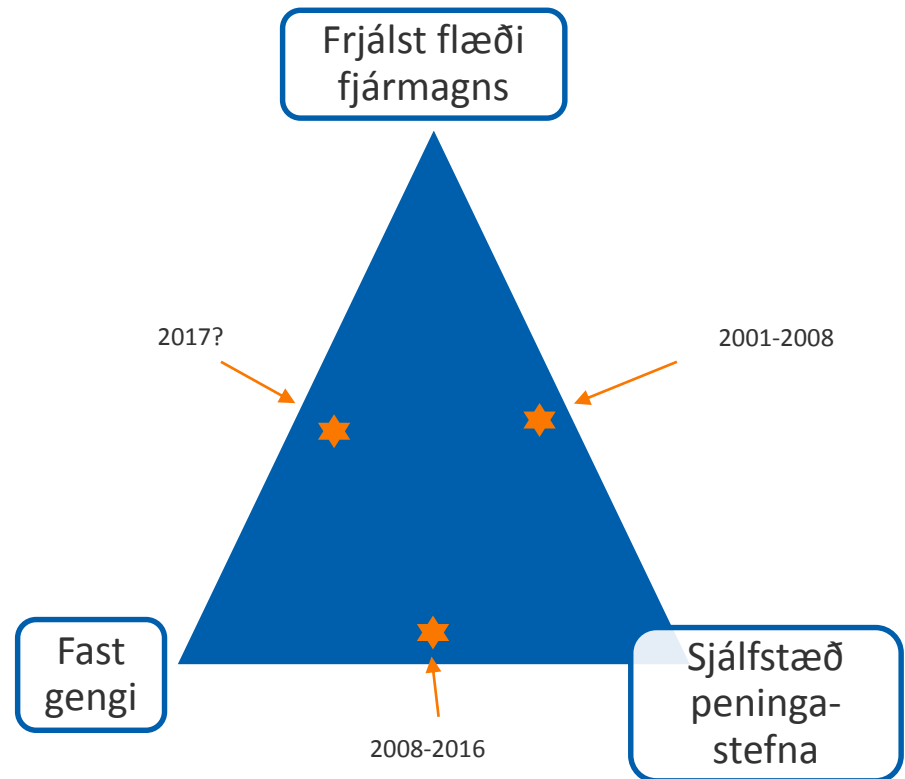
- Af orðum fjármála- og efnahagsmálaráðherra og annarra að dæma eru vonir uppi um að afnám hafta skapi grundvöll fyrir lægra vaxtastig. Til lengdar er slíkur möguleiki fyrir hendi að okkar mati ef vel tekst að halda á spilunum.
- Aftur á móti er peningastefnunefnd ennþá á verðbólguþröngum þannig að áhrifin á vexti í bráð munu fyrst og fremst ráðast af áhrifum á gengi krónunnar. Hér til hliðar má sjá hvernig gengisbreytingar geta breytt verðbólguhorfum mikið næstu mánuði.
- Við spáðum 25 punkta lækkun stýrivaxta í síðustu viku en í ljósi tíðinda helgarinnar er meiri óvissa um þá spá, sem þó var mikil fyrir. Dreigið hefur úr líkum á vaxtalækkunum þar sem óvissa hefur aukist og styrking gengisins í bráð virðist ekki eins augljós. Það væri í góðum takti við fyrri ákvarðanir nefndarinnar að bíða og sjá hver áhrifin verða áður en vextir kunna að vera lækkaðir.
- Þá er einnig spurning hvort nefndin hafi áhyggjur af því að vaxtalækkun nú verði túlkuð sem þjónkun við stjórnámálamenn. Slíkt gæti dreigið úr trúverðugleika peningastefnunnar.



Vilji til þess að minnka gengissveiflur á sama tíma og höft eru losuð: Endalok sjálfstæðrar peningastefnu?

Ómögulegt að halda í sjálfstæði peningastefnu ef krónan er föst og fjármagnsflæði frjálst

- Ein lífseigasta og útbreiddasta kenning þjóðhagfræði er „Trilemma“ – sjá t.d. [hér](#) og [hér](#). **Skv. henni er eingöngu hægt að velja tvennt af þrennu: Frjálst flæði fjármagns, fast gengi eða sjálfstæða peningastefnu.** Þó að nýjasta reynsla og rannsóknir bendi til þess að „trilemma“ sé í raun „dilemma“ milli algjörlega frjáls flæðis fjármagns og stjórnunar á innlendum fjármálaskilyrðum, á kenningin að mörgu leyti við.
- Tíðindi helgarinnar og skýr vilji stjórnámálanna til að koma á meiri gengisstöðugleika þýða skv. þessu að sjálfstæði peningastefnunnar, muni minnka. Þannig muni vextir Seðlabankans að óbreyttu frekar þurfa að bregðast við til að tryggja stöðugt gengi krónunnar svo fremi sem fjármagnsflæði sé frjálst. Þó að höft á inn- og útlæði hafi ekki verið afnumin að fullu er möguleikinn á þessum ramma utan um peningastefnu því fyrir hendi.
- Ef sjálfstæði peningastefnu verður fórnað að einhverju leyti mun reyna enn meira á ríkisfjármál og aðra þætti til að draga úr sveiflum.



Áhrif á markaði

- Krónan - **jákvætt**
 - Opnað er á aukið útlæði en ekki innflæði...
 - ...nema til áhættuvarna og það virkar í báðar áttir
 - Ætti að styrkja lánshæfismat og skoðun á Íslandi í útlöndum
 - Seðlabankastjóri sagði í gær að forðinn væri vel yfir þeim mörkum sem Seðlabankinn vill hafa hann í
- Vaxtaákvörðun – **hlutlaust**
 - Fjármálaráðherra var klárlega að pressa á vaxtalækkun á blaðamannafundi í gær
 - Við spáðum 25 punkta lækkun stýrivaxta í síðustu viku en í ljósi tíðinda helgarinnar er sú spá í mikilli óvissu
 - Ef gengi krónunnar veikist talsvert teljum við útilokað að peningastefnunefnd lækki vexti á miðvikudaginn.
- Skuldabréfamarkaður – **hlutlaust/jákvætt**
 - „Afnámið“ nær ekki til erlends innstreymis í íslenska vexti
 - Markaðurinn gæti þó talið meiri líkur á lækkandi stýrivöxtum vegna orða fjármálaráðherra og Seðlabankastjóra
 - Það vegur á móti því að útstreymi Íslendinga verður frjálst
- Hlutabréfamarkaður - **jákvætt**
 - Ræðst líklega að mestu af viðbrögðum á krónu- og vaxtamarkaði
 - Þessi skref í afnámi hafta opna á tvískráningu íslenskra fyrirtækja
 - Erlendir fjárfestar munu geta varið gjaldeyrisáhættu í fjárfestingum sínum

Höft – fyrir og eftir

- Guli miðinn – umsókn, skráning og eftirlit Seðlabankans ✓
- Fjárhæðartakmarkanir á fjárfestingar innlendra aðila erlendis ✓
- Skilaskylda innlendra aðila ✓
- Útgönguleið fyrir aflandskrónueigendur ✓
- Afleiðuviðskipti til áhættuvarna ✓
- Afleiðuviðskipti til spákaupmennsku ✗
- Bindiskylda á fjárfestingar erlendra aðila í skuldabréfum og innlánnum ✗

Fyrirvari

- Kynning þessi er eingöngu ætluð til upplýsinga og er ekki ætluð sem grundvöllur fyrir ákvörðunum móttakanda. Upplýsingar sem fram koma í þessari kynningu fela ekki í sér loforð eða spá um framtíðina. Bankanum ber ekki skylda til að útvega móttakanda aðgang að frekari upplýsingum en þeim sem fram koma í kynningu þessari, eða til að uppfæra þær upplýsingar sem þar koma fram. Bankanum ber ekki skylda til að leiðrétta upplýsingar, reynist þær rangar.
- Upplýsingar um bankann, dótturfélög og hlutdeildarfélög hafa ekki verið staðfestar. Kynning þessi felur ekki í sér tæmandi upplýsingar um bankann, dótturfélög eða hlutdeildarfélög hans.
- Upplýsingar sem fram koma í kynningu þessari eru byggðar á fyrirliggjandi upplýsingum, áætlunum um væntanlega þróun ytri skilyrða o.fl. Eru upplýsingarnar háðar ýmsum óvissuþáttum og geta þær breyst án fyrirvara.
- Bankinn, þ.m.t. hluthafar, stjórnendur, starfsmenn og ráðgjafar þeirra, taka enga ábyrgð á þeim upplýsingum, forsendum og niðurstöðum sem fram koma í kynningunni eða upplýsingum sem eru veittar í tengslum við hana. Munu framangreindir aðilar ekki gefa yfirlýsingar um að upplýsingarnar, forsendurnar og niðurstöðurnar séu nákvæmar, áreiðanlegar eða fullnægjandi og þeir skulu ekki bera skaðabótaábyrgð á tjóni sem rekja má til þess að þær reynist ónákvæmar, óáreiðanlegar eða ófullnægjandi.
- Móttaka þessarar kynningar skal ekki talin fela í sér fjárfestingarráðgjöf af hálfu bankans.
- Með móttöku þessarar kynningar fellst móttakandi á framangreindan ábyrgðarfyrirvara.

Takk fyrir