

Markaðspunktur í dag:

- Afnám hafta fyrir 2013?
- Hverju skilar 50/50 leiðin?

Afnám hafta fyrir 2013?

Seðlabanki Íslands starfar nú eftir lögum um afnám gjaldeyrishafta sem taka mið af því að þau verði afnumin að fullu í lok árs 2013. Því hefur Seðlabankinn einungis 25 mánuði til stefnu eigi markmið stjórnvalda um afnám hafta að ná fram að ganga. Þá verða **liðin rúmlega 5 ár** frá því að gjaldeyrishöftin voru innleidd formlega þann 28. nóvember 2008.

Skrefið sem stigið var síðastliðinn föstudag bendir þó til þess að afnámsferlið muni taka umtalsvert lengri tíma en opinberar áætlanir ganga útfrá. Enda felur „Fjárfestingarleiðin“ svokallaða (sjá umfjöllun fyrir neðan) í sér afar varfærið skref í átt að afnámi hafta, sem mun hygla þeim hópi aflandskrónueigenda sem sátu fastir fyrir setningu gjaldeyrishaftanna. Þar að auki er leiðin fremur torveld, þar sem uppfylla þarf flókin og íþyngjandi skilyrði til að geta nýtt sér hana.

Í heild má segja að erfitt sé að meta mögulegan ávinning af þessu skrefi og þýðingu þess fyrir afléttingu gjaldeyrishaftanna þegar fram líða stundir, þar sem fjölmörgum spurningum er enn ósvarað. Þá má spyrja sig hver ábatinn verður fyrir fjárfesta af því að fara þessa nýju leið, fremur en þá leið sem hefur verið í boði frá afléttingu hafta á innflæði fjármagns, en fjárfestar þurfa nú að binda sig til 10 ára til að falla undir skilyrði fjárfestingarleiðarinnar. Hið skilyrðisprungna ferli sem fylgir umsókn um að nýta sér fjárfestingarleiðina fækir fjárfesta e.t.v. frá því að nýta sér þetta fjárfestingartilbrigði. Að mati greiningardeildar hefur löggjafinn sniðið Seðlabankanum allt oft þröngan stakk með því að stytta afnámsferlið um tvö ár. Með þessu móti vinnur löggjafinn gegn þeim markmiðum sem Seðlabankinn setti sér í vor sem sneru að því að aflétting hafta væri háð því að ákveðnum markmiðum yrði náð fremur en að farið yrði eftir ákveðinni tímalínu.

Mörg skref, lítill tími

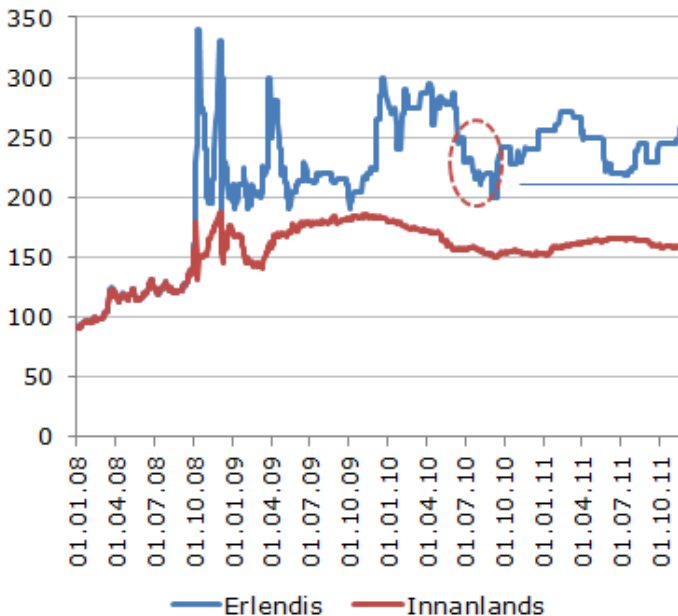
Í dag nema aflandskrónur um 450 milljörðum króna en eitt af lykilatriðum í afnámsáætluninni er að losa um þann hluta aflandskróna sem er ópolinmóður. Með ákveðinni einföldun má segja að ef markmiðið er að losa um allar aflandskrónur með „Nýfjárfestingarleiðinni“ og „Fjárfestingarleiðinni“, og hleypa þeim í langtímafjárfestingu, þyrftu erlendir aðilar að koma með hátt í **4 milljarða evra** inn í íslenskt hagkerfi til langtímafjárfestingar (ef við gefum okkur að útboðsgengi yrði um 230 krónur fyrir hverja evru). Tveir milljarðar evra færu því til innlendra fjármálastofnanna og hinir tveir milljarðarnir færu í uppboð Seðlabankans þar sem fjárfestunum gæfist kostur á að komast yfir aflandskrónur ($2 \times 230 = 460$ milljarðar „aflands“króna). Ljóst er að farvegurinn fyrir slíkar upphæðir í langtímafjárfestingu, eins og útlitið er í dag, er takmarkaður á næstu 25 mánuðum. Því er ljóst að stíga þarf fleiri skref í afnámsáætluninni á tiltölulega skömmum tíma ef ná á því markmiði að aflétta höftum fyrir lok árs 2013.

Í orði en ekki á borði

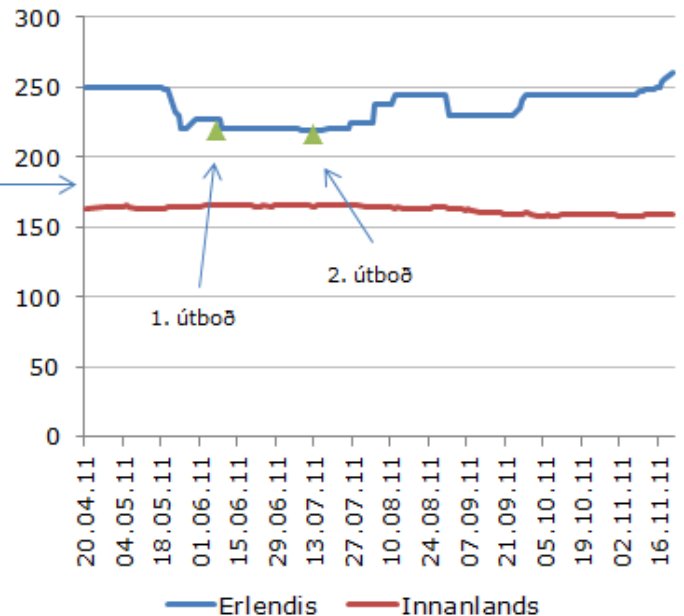
Að mati greiningardeildar er varla raunhæft að afnema höft á næstu tveimur árum en Seðlabankinn gaf það út í vor að hann teldi að þörf væri á því að lengja tímabil hafta í u.þ.b. 4 ár. Því er ljóst að Seðlabankinn taldi sig á þeim tímapunkti ekki geta aflétt þeim fyrr. Ef stefna stjórnvalda um að afnema höftin á tveimur árum á að vera trúverðug má segja að það skjóti nokkuð skökku við að þeir fjárfestar sem hafa þó áhuga á því að fjárfesta á Íslandi fyrir aflandskrónur standi frammi fyrir óljósu margra mánaða ferli áður en hægt er að hefjast handa. Ef þetta er eina útspilið í viðleitni til afnáms hafta næstu misserin, er að okkar mati langur vegur þar til því markmiði verður náð. Við þetta bætast svo

fjölmörg atriði í afnámsferlinu sem vert er að setja spurningarmerki við, sbr. hvernig á að losa um þær krónur sem erlendir aðilar fá í hendurnar við greiðslur úr þrotabúum bankanna. Að okkar mati hafa stjórnvöld grafið verulega undan afnámsáætluninni með því að setja Seðlabankanum svo þröngan tímaramma. Eigi markmið um gengisstöðugleika og afnám hafta, fyrir árslok 2013, að haldast í hendur er ljóst að verulega þarf að ganga á gjaldeyrisforða landsins á næstu tveimur árum, sem mun setja greiðsluhæfi ríkisins í erlendri mynt í uppnám. Eins og staðan er í dag eru engin áform um slíkt, þ.e. að eyða dýrmætum gjaldeyrisforða í að losa um gjaldeyrishöft. Því má segja að afnámsferlið sé í algjöru uppnámi, þar sem útséð er að þeim markmiðum sem þar eru sett fram, verður aldrei náð innan tilsetts tímaramma.

EUR/ISK Aflands- og álandsgengi evru



Gengi evru í kringum síðustu útboð SÍ



Hverju skilar 50/50 leiðin?

Í áætlun Seðlabankans um afnám hafta frá því vor stendur m.a.:

*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 innlands aðila sem getur sýnt fram á samfellt 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.*

Ennfremur:

„...lagt er til að núverandi lagaheimild verði framlengd í u.þ.b. 4 ár...”

Þar að auki má finna útlistun í afnámsáætluninni á „Fjárfestingarleiðinni“ sem ráðast átti í að loknum útboðum á gjaldeyri til kaupa á aflandskrónum til að fjárfesta í löngum skuldabréfum ríkisins, sem hófust í sumar. Þar með átti að hleypa aðþrengdum aflandskrónueigendum út og að sama skapi örva fjárfestingu í atvinnulífinu, með sérstakri áherslu á útflutningsgeirana. Í því samhengi var hin svokallaða 50/50 leið nefnd þar sem fjárfestir leggur fram erlendan gjaldeyri að andvirði 50% af fjárfestingunni.

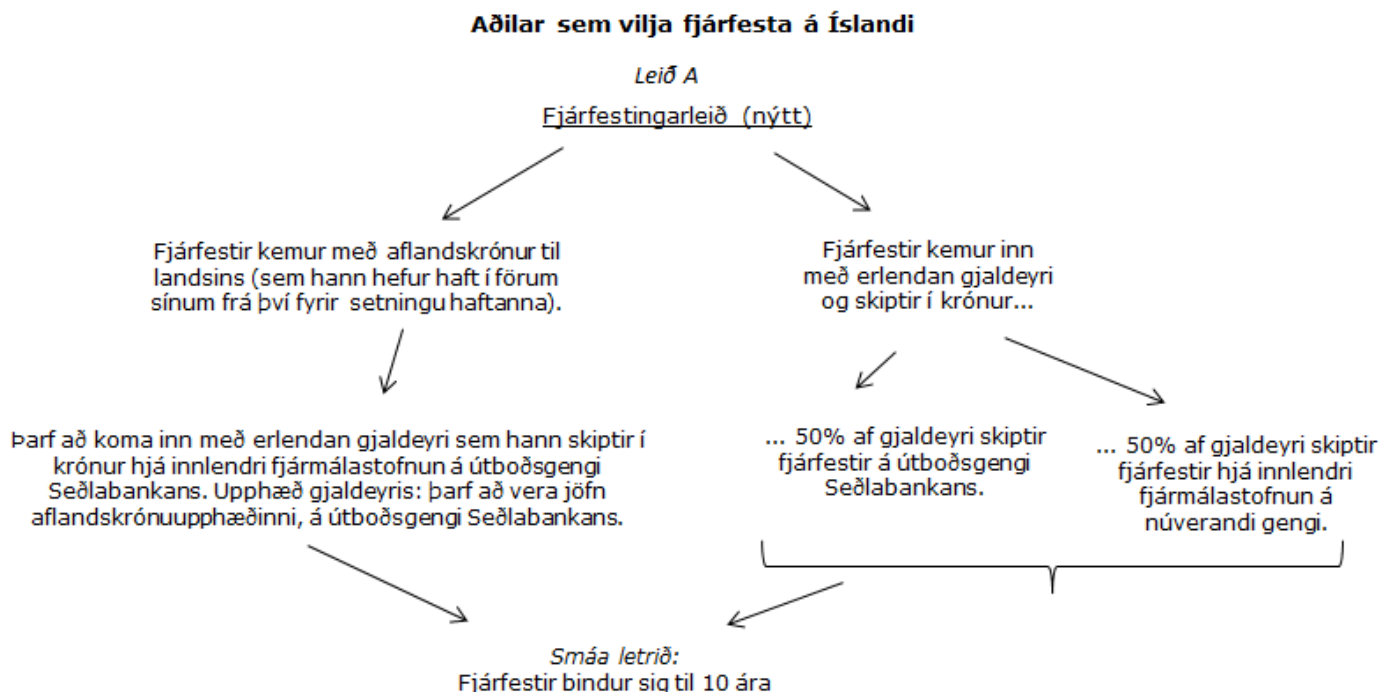
Í áætluninni var ekki tekið fram hvers konar fjárfesting yrði leyfð né með hvaða skilyrðum, fyrir utan að lögð var áhersla á að fjárfesta ætti í innlendu atvinnulífi. Í kjölfarið átti svo að leyfa heimflutning aflandskróna sem hafa verið í eigu aðila sem vilja fjárfesta hérlandis, bæði frá því fyrir og eftir að höftin voru innleidd. Samkvæmt áætlun Seðlabankans var ætlunin sú að beina þessum aflandskrónum í fjárfestingu „eftir að einu eða fleiri útboðum lýkur“.

Hvað segir Seðlabankinn núna?

Erlendum aðilum beint í innlendar langtímafjárfestingar: Samanber áætlun um afnám hafta hyggst Seðlabankinn nú laða hingað til lands fjárfesta sem vilja fjárfesta í langtímaeignum. Skilyrðin eru þó talsvert þrengri en þau sem var að finna í upphaflegri áætlun Seðlabankans, en búist var við því að skilyrði fyrir fjárfestingum yrðu þrengd eitthvað frekar. Samkvæmt nýjum skilmálum má eingöngu fjárfesta í:

- Rafrænt skráðum verðbréfum (hlutabréf útgefin af hlutafélagi skrásett á Íslandi, skuldabréf útgefin af íslenskum lögaðilum, bréfin þurfa að vera gefin út í krónum)
- Fasteign á Íslandi
- Hlutdeildarskírteinum, eða hlutabréfum, í verðbréfasjóðum og fjárfestingar/fagfjárfestasjóðum.

Aflandskrónum beint í innlendar langtímafjárfestingar: Útgefnir skilmálar Seðlabankans varðandi „Fjárfestingarleiðina“ virðast heldur ekki taka mið af áætlun um að beina aflandskrónum sem hafa verið í eigu erlendra aðila frá því eftir hrun í langtímafjárfestingu hérlandis. T.a.m. eru það eingöngu eigendur aflandskróna frá því í fyrir 28. nóvember 2008 sem get flutt inn aflandskrónur sínar og beint þeim í fjárfestingu hér á Íslandi, samhliða því sem þeir þurfa að flytja inn erlendan gjaldeyri sem samsvarar þeirri upphæð. Þeir aðilar sem urðu sér út um aflandskrónur eftir þessa dagsetningu, sem að mati margra er meginþorri aflandskrónueigenda, falla því ekki undir þessa skilgreiningu. Í áætlun um afnám hafta var tekið fram að þeir erlendu aðilar sem eignuðust krónurnar eftir innleiðingu haftanna **og fram að birtingu afnámsáætlunarinnar** myndu falla undir þann hóp sem fengi að taka þátt í flutningi aflandskróna til landsins. Sama myndi gilda um þá aðila sem hafa eignast aflandskrónur í útboðum Seðlabankans. Í afnámsáætluninni er reyndar bent á að heimilt verði að flytja krónur hingað heim „eftir að einu eða fleiri útboðum lýkur“ og að þeir aðilar sem eignuðust krónur fyrir hrun muni „njóta forgangs“, en hvergi í skilmálum fjárfestingarleiðarinnar er að finna upplýsingar um hvenær leyfilegt verður að flytja hingað aflandskrónur sem aðilar eignuðust eftir hrun. Þessir aðilar áttu að falla undir svokallaðan „heimflutning aflandskróna“ og „fjárfestingarleiðina“ en útgefnir skilmálar Seðlabankans vitna nú hvergi til þessa hóps.



Hverju mun fjárfestingarleiðin skila?

Að okkar mati er afar hæpið að „Fjárfestingarleiðin“ skili miklum fjárfestingum til landsins. Þær munu frekar virka letjandi þar sem ferlið er einfaldlega allt of flókið og munu erlendir fjárfestar fremur vilja bíða eftir næsta útspili Seðlabankans, og þess í stað halda áfram að fjárfesta aflandskrónum í ríkisskuldabréfum og innlánunum. Ef sú verður raunin þarf að setja ákveðið spurningarmerki við síðustu hagspá Seðlabankans þar sem m.a. er gert ráð fyrir 16,5% aukningu í fjárfestingu á næsta ári.

Framkvæmd fjárfestingarleiðarinnar er ennfremur háð því að eftirspurn eftir því að fjárfesta hérlandis sé til staðar, og að erlendir fjárfestar sjái fram á arðbæra langtímafjárfestingu. Hagstæð kaup á krónum fyrir hluta af fjárfestingunni skila litlu ef fjárfestar telja ekki að hér séu fjárfestingar sem munu skila þeim góðri ávöxtun þegar á líður. Í því samhengi má benda á skýrslu Alþjóðgjaldeyrissjóðsins, sem greiningardeild hefur áður í vitnað í, þar sem AGS lýsir yfir áhyggjum vegna skorts á langtímafjárfestum. Sú óvissa sem nú ríkir á alþjóðlegum mörkuðum hefur orðið til þess að fjárfestar leita í auknum mæli að öruggum skammtímafjárfestingum. Ef þeir á annað borð sækja í langtímafjárfestingar þá virðist þeir fremur leggja leið sína til hagvaxtarundursins Asíu, þar sem hagvaxtarhorfur í Evrópu hafa verið fremur svartar. Nýjustu spár greiningaraðila benda fremur til þess að Ísland tilheyri síðarnefnda hópnum.

Aðilar sem vilja fjárfesta á Íslandi

Leið B

Nýfjárfestingarleið



Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Davíð Stefánsson	davidst@arionbanki.is	444-6965
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Hallgrímur Björnsson	hallgrimur.bjornsson@arionbanki.is	444-6818
Kristrún Mjöll Frostadóttir	kristrun.frostadottir@arionbanki.is	444-6911
Þorbjörn Atli Sveinsson	thorbjorn.sveinsson@arionbanki.is	444-6973

Ábyrgðarmaður: Þorbjörn Atli Sveinsson

Fyrirvari

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum sem Greiningardeild Arion banka hefur undir höndum þegar markaðspunktur eru ritaðir. Helstu heimildir eru ársskýrslur, afkomufundir og hluthafafundir auk annarra opinberra upplýsinga sem birst hafa í fjölmiðlum og á öðrum vettvangi. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem tilboð á einn eða annan hátt. Skoðanir og spár geta breyst án fyrirvara. Þrátt fyrir að þess sé sérstaklega gætt að upplýsingarnar séu réttar og nákvæmar þegar þær eru settar fram getur Arion banki, eða starfsmenn Arion banka ekki tekið ábyrgð á villum. Vinsamlegast hafið samband við markaðsviðskipti Arion banka eða ráðgjafa áður en gengið er frá viðskiptum sem byggja á þessum markaðspunktum. Arion banki hf. og starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að gengi einstakra bréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og öfugt.

Arion banki, starfsmenn Arion banka, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Arion banka kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, verðmatsskýrslur og annað útgáfuefni Greiningardeildar Arion banka lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, umsjónaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankapjónustu.

Athugasemdir, ábendingar og fyrirspurnir tengdar markaðspunktum sendist á netfangið greiningardeild@arionbanki.is

