

5. maí 2015

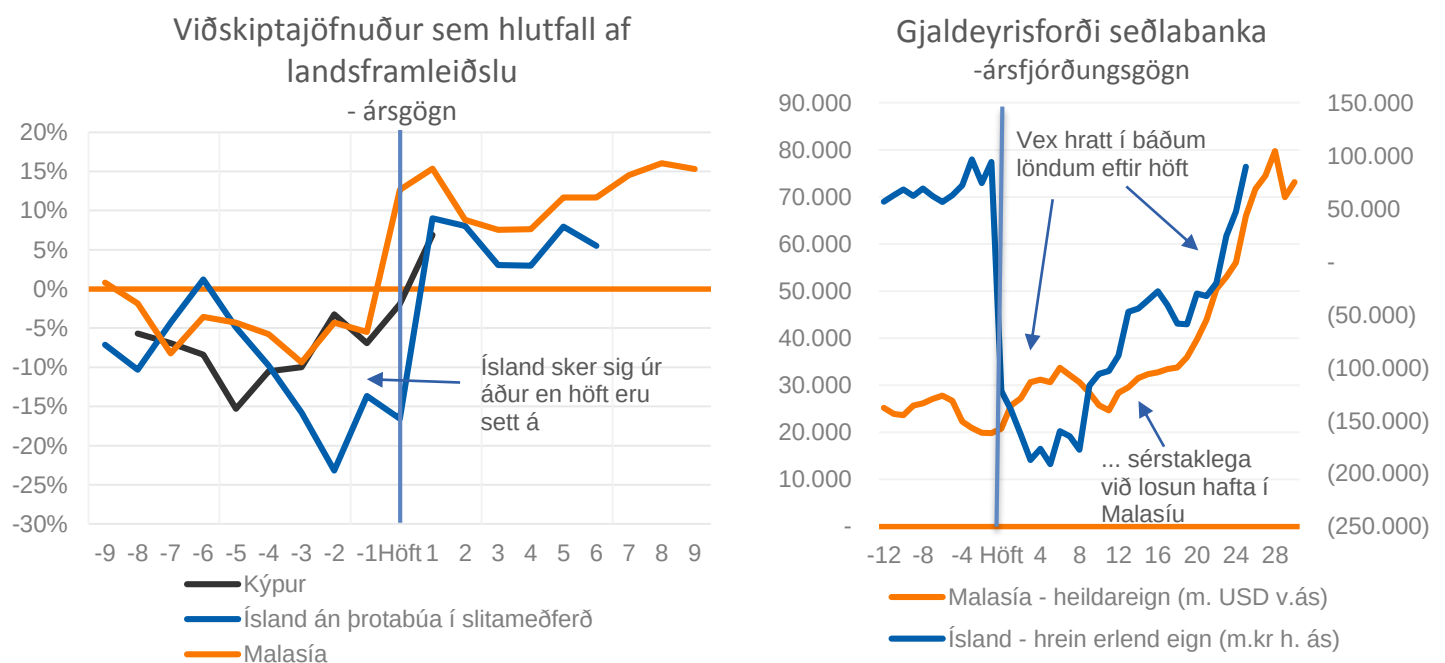
Af losun hafta og takmörkuðum lærdómum fyrir Ísland

Síðastliðin misseri hefur þunginn í umræðunni um losun hafta sífellt aukist - nú síðast þegar upplýst var að væntanlega verði lagt fram frumvarp á Alþingi á allra næstu vikum um m.a. svokallaðan stöðugleikaskatt. Á meðan við bíðum eftir nákvæmari útlistun á því hvaða leið/ir verður farin/nar er gagnlegt að kanna reynslu annarra ríkja sem hafa verið í svipuðum aðstæðum og Ísland.

Kýpur hefur nýlega losað höft sem sett voru á fyrir tveimur árum með að því er virðist góðum árangri. Annað þekkt dæmi, sem við fjölluðum t.d. um í markaðspunkti fyrir nokkrum árum síðan, er [Malasía í lok 10 áratugarins](#). Eins og sagt var frá þá er mikilvægt að átta sig á því að þótt Malasía, ólíkt Kýpur, sé með sinn eigin gjaldmiðil líkt og Ísland þá voru höftin þar sett á árið 1998 í öðru efnahagslegu samhengi en ríkti hér á landi og að höftin voru þáttur í pólitísku valdatafli. Tímasetning haftanna var líka önnur miðað við Ísland. Á Íslandi var höftum komið á innan tveggja mánaða eftir að mesta fjármagnsútlæðið átti sér stað, þ.e. í nóvember 2008. Í Malasíu var höftunum aftur á móti komið á rúmlega ári eftir að fjármagn fór að flýja og gengið að falla. Tilgangurinn þar var því mun frekar að skapa svigrúm til vaxtalækkana og viðsnúnings hagkerfisins, frekar en að hefta útlæði í sjálfu sér, þar sem talið er að kvikasta fjármagnið hafði þá þegar flúið. Samanburðurinn við Kýpur er einnig erfiður þar sem landið býr við evru og upplifði því ekki nafngengisfall. Engu að síður eru þetta einu löndin sem hafa haft höft sem eru samanburðarhæf við íslensku höftin, að því leyti að þau eru sett í fjármálakreppu, fyrir utan nokkur tilfelli í kreppunni miklu á síðustu öld. Aðstaða Íslendinga er því í raun algjörlega fordæmalaus.

Þróunin að ýmsu leyti svipuð – en Ísland er öfgadæmi

Þróun ýmissa efnahagsstærða þessara þriggja landa fyrir og eftir kreppu er engu að síður nokkuð svipuð, t.d. viðskiptajafnaðar. Rót vandans, sem leiddi til þess að þessi lönd settu á fjármagnshöft, var að erlent fjármagn hafði safnast upp í þessum löndum og þegar syrti í álinn vildi það að stórum hluta komast út á sama tíma. Viðskiptajöfnuður landanna sýnir þetta ágætlega. Ef viðskiptajöfnuður er neikvæður (meira flutt inn heldur en út) þýðir það að landið er að öllu öðru óbreyttu að auka skuldastöðu sína gagnvart útlöndum, og öfugt. Löndin þrjú eiga það öll sameiginlegt að hafa horft upp á mikinn viðskiptahalla árin áður en fjármagnshöft voru sett á, þannig að erlent fjármagn streymdi inn og skuldastaða jókst.



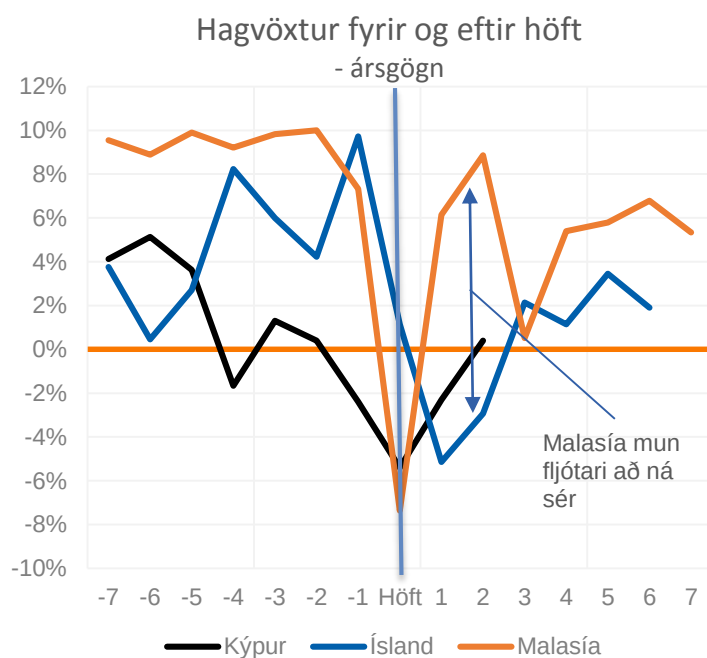
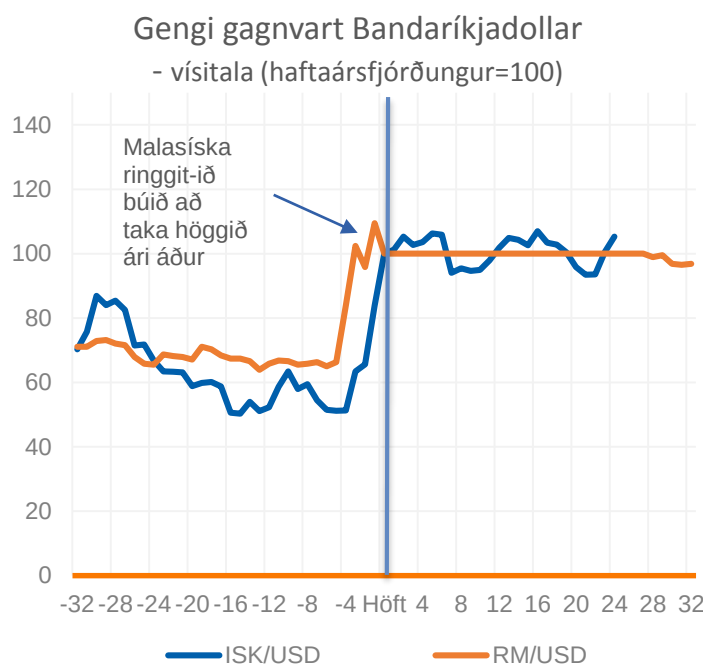
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Seðlabanki Íslands. Greiningardeild Arion banka.

Eftir höftin snýst svo dæmið við, sérstaklega hjá Malasíu þar sem viðskiptaafgangur var yfirleitt í kringum 10-15% af landsframleiðslu sem er umtalsvert hærra heldur en á Íslandi síðustu ár. Enn fremur hefur Malasía haldið áfram að

Skila viðskiptaafgangi síðustu ár og var hann 4,7% í fyrra. Kýpur virðist einnig vera að snúa blaðinu hratt við, en stutt er síðan krísan þar hófst svo það á eftir að koma betur í ljós hvort landið skili viðskiptaafgangi og lagi þannig erlenda stöðu sína, líkt og Malasía gerði og Ísland hefur verið að gera.

Viðskiptaafgangurinn birtist að einhverju leyti í þróun gjaldeyrisvaraforða Seðlabanka Íslands og Malasíu eftir að höftum var komið á. Ekki liggja fyrir gögn um hreinan forða Malasíu sem eru sambærileg við Ísland, en þar sem Malasía fór ekki til Alþjóðagjaldeyrissjóðsins, annað en Ísland, má leiða líkur að því að erlend skuldsetning Seðlabanka Malasíu hafi verið óveruleg. Bæði lönd eiga það sameiginlegt að forðinn stóð nokkurn veginn í stað fyrstu 2-3 árin eftir höft en hafa síðar vaxið í nokkuð svipuðum takti. Vöxtur gjaldeyrisforðans í Malasíu hefst þó ekki fyrr en um 3 árum eftir að höftu eru sett á, sem er á svipuðum tíma og útgönguskattur var endanlega afnuminn. Á Íslandi varð viðsnúningurinn fyrr eða rúmu ári síðar, í kringum áramótið 2009/10. Forði Malasíu þrefaldaðist á árunum 1998-2006 og var þá ríflega 70 ma. dollara. Á Íslandi hefur hreina erlenda staðan komist réttum megin við núllið og stendur nú í um 90 ma.kr.

Hraði gengisfallsins og stærð þess er nokkuð svipuð í Malasíu og á Íslandi en þó er það heldur stærra á Íslandi. Myndin vinstra megin hér að neðan undirstrikar vel að höftum í Malasíu var komið á töluvert eftir að gengið féll við útlæði fjármagns, en mun skemur eftir að gengið tók að falla á Íslandi. Munurinn á umfangi og eðli vandans í löndunum tveimur sést einnig á myndinni af hagvaxtarþróuninni hægra megin. Malasía var mjög fljót að ná sér eftir gjaldeyriskreppuna í skjóli hafta og á Kýpur virðist viðsnúningurinn einnig vera að eiga sér stað nokkuð fljótt. Ísland virðist aftur á móti koma síst út í þeim samanburði þar sem það tók þrjú ár að snúa samdrætti yfir í hagvöxt. Allt þetta undirstrikar enn frekar einstæða stöðu Íslands og umfang vandans hér á landi.



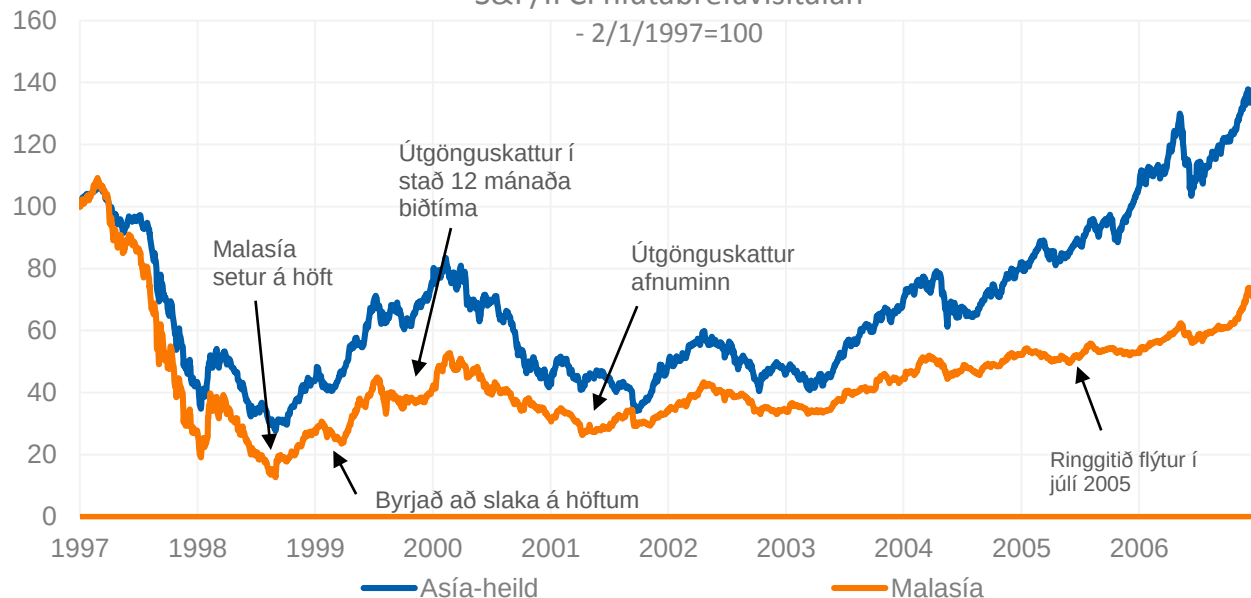
Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, Fjármálaráðuneyti Kýpur (hagvaxtarspá fyrir 2015).

Hvað gerðist við losun hafta í Malasíu?

Malasía var fljót að hefja losun hafta og voru fyrstu skref tekin einungis nokkrum mánuðum eftir að þeim var komið á. Glöggir lesendur taka eftir að þær efnahagsstærðir sem við höfum skoðað hingað til virðast ekki hafa orðið fyrir verulegum og neikvæðum afleiðingum af losun hafta. Til að átta sig betur á áhrifunum á eignamarkaði er áhugavert að bera hlutabréfamarkaðinn í Malasíu saman við önnur lönd í Asíu.

Skrefin í losun hafta í Malasíu virðast ekki hafa haft mikil neikvæð áhrif á skammtímaþróun markaðarins, þar sem vísitalan hækkar fljóttlega eftir helstu aðgerðir til losunar. Engu að síður lendir hlutabréfamarkaður Malasíu á eftir restinni af heimsálfunni í vexti árin eftir gjaldeyriskreppuna. Ef horft er aftur til baka á fyrstu myndirnar sést að mikill viðskiptaafgangur varð í Malasíu árin eftir að höftu voru sett á, svo það er vert að spyrja hvort stór hluti fjárfesta, innlendra sem erlendra, hafi forðast Malasíu eftir að höftum var lyft, sem endurspeglast í lægra hlutabréfaverði en á öðrum mörkuðum í Asíu og miklum viðskiptaafgangi. Þó fjármagnsflutningar séu að mestu frjálssir í Malasíu í dag eru þó ennþá til staðar höft á fjármagnsflutningum sem virðast frekar vera notuð í þjóðhagsvarúðarskyni, t.d. takmarkanir á upphæðum gjaldeyrisviðskipta og erlendum lántökum.

S&P/IFCI hlutabréfavísitalan



Heimild: Bloomberg.

Taflan hér að neðan sýnir betur að skammtímaáhrifin af haftalosun í Malasíu voru afar takmörkuð. Í heildina brugðust markaðir vel við höftunum en losun þeirra hafði einungis lítilsháttar neikvæð áhrif. Af þeim tólf skrefum í losun hafta sem sjá má í töflunni varð aðeins lækkun, sem var meira en einu staðalfrávik frá meðaltali, í 5 tilfellum og hækkun, sem nam meira en einu staðalfrávik, í eitt skipti, sem varð þegar útgöngugjald (svipað og stöðugleikaskatturinn sem talað er um að komið verði á á Íslandi) var afnumið. Við hin skrefin í losun hafta nam breytingin, upp eða niður, innan við 2%. Því er óhætt að fullyrða að losun hafta hafi ekki raskað fjármagnsmörkuðum Malasíu verulega. Mjög mikilvægt er þó að hafa í huga að mest allt kvikt fjármagn virðist hafa þegar verið búið að flýja Malasíu, eins og áður var nefnt.

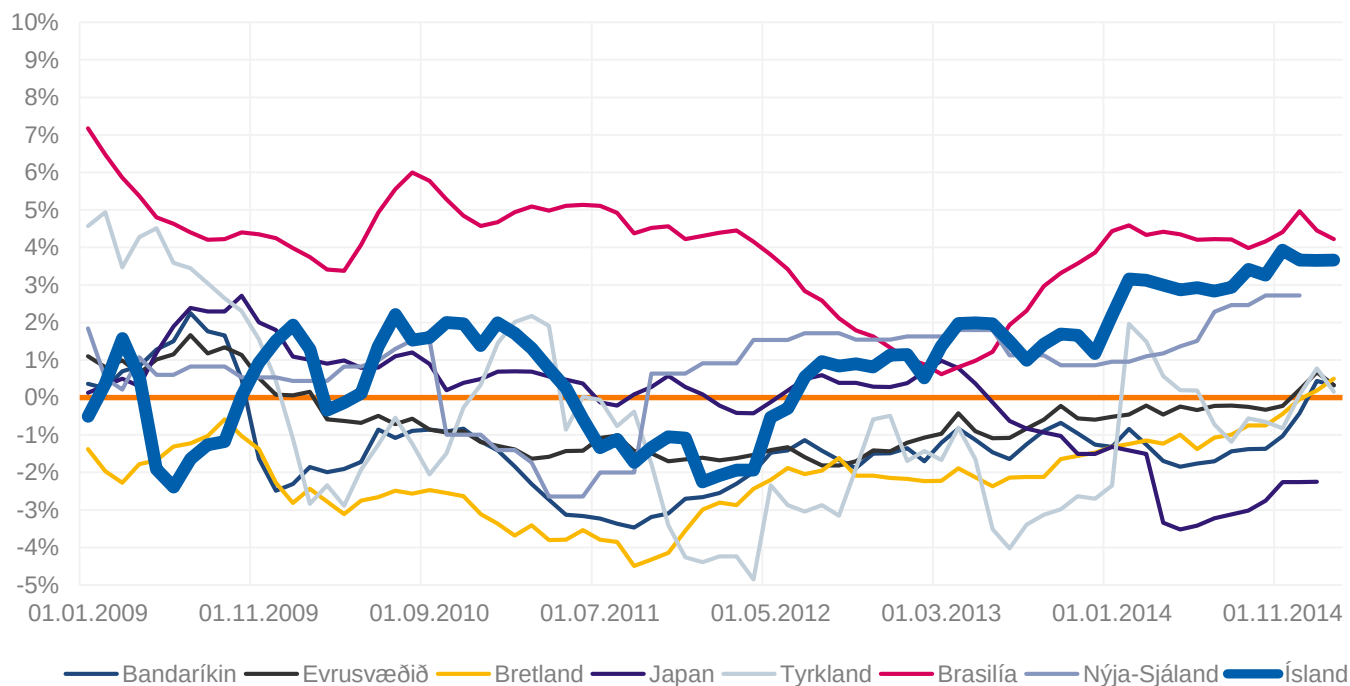
Atburður	Dagsetning	Tveggja daga breyting S&P IFCI vísitölunni í Malasíu	Staðalfrávik frá meðaltali
Gjaldeyrishöft sett á í Malasíu	01.09.1998	-2,3%	1,1
Malasíska Ringgittið fest við 3,80 per bandaríkjadollar	02.09.1998	17,0%	8,3
Íbúum leyft að lána útlendingum sem eiga ófæranlegar eignir	12.12.1998	1,1%	0,5
Afleiðuviðskipti leyfð	13.01.1999	1,1%	0,5
12 mánaða biðtíma skipt að hluta til út fyrir útgöngugjald	15.02.1999	-1,4%	0,7
Þak á viðskiptum með ringitt við Tæland hækkað	01.03.1999	-2,2%	1,1
12 mánaða biðtíma lýkur	01.09.1999	-4,9%	2,4
Slakað á reglum um útgöngugjald	21.09.1999	1,8%	0,9
Sumt fjármagn má flytja út án útgöngugjalds	13.03.2000	-2,3%	1,1
CLOB bréf undanþegin útgöngugjaldi	29.06.2000	-0,9%	0,4
Erlendum bönkum heimilt að fjárfesta í ringitt eignum	30.09.2000	-3,2%	1,6
Erlendum bönkum heimilt að auka útlán	01.12.2000	-0,6%	0,3
Útgöngugjaldi slakað enn frekar	01.02.2001	1,3%	0,6
Útgöngugjaldið endanlega afnumið	01.05.2001	5,6%	2,7
Ringitt látið fljóta innan vikmarka	21.07.2005	-0,7%	0,3

Heimildir: Reuters Datastream, dagsetningar úr Magud, N. & Reinhart, C. (2006). *Capital controls: an evaluation* (NBER) og Johnson et al. (2007) *Malaysian capital controls: macroeconomics and institutions*. Tveggja daga verðbreyting frá deginum fyrir atburð þar til daginn eftir. Úrtakið er frá 30/6/1995- 31/5/2013. Meðalverðbreyting er 0,02% hækkun og staðalfrávik 2,05%.

Eru fregnir af hörmungum við losun hafta stórlega ýktar?

Það er nokkuð skýrt að staða Íslands á sér engin fordæmi, sem gerir það skiljanlegt að Seðlabankinn og stjórnvöld hafa verið afar varkár í vinnu sinni að haftalosun, en þó má spyrja sig hvort varkárinn sé meiri en góðu hófi gegnir. Við teljum að óttinn almennt við afnám hafta sé að nokkru leyti ýkt. Í fyrsta lagi er staða Íslands sífellt að batna og útlit fyrir að þróun efnahagsstærða verði áfram hagstæð fyrir losun hafta á næstu misserum. Það er að því gefnu að ekki verði veruleg ytri áföll eins og mikil hækkun olíuverðs eða lækkun verðs sjávararafurða og að við fáum ekki skell frá vinnumarkaði með launahækkunir langt umfram vöxt framleiðni. Í öðru lagi eru hagvaxtarhorfur hér betri en í flestum viðskiptalöndum okkar eins og bent var á í [Hagspá Greiningardeildar](#) fyrr í apríl. Þar að auki hefur ávöxtun á fjármagnsmörkuðum í Evrópu og víðar í hinum þróaða heimi verið afar lítil og eru raunstýrivextir víða mjög lágir og jafnvel undir 0% sem þýðir að markaðsaðilum er borgað fyrir að taka lán, en ekki öfugt. Á meðan eru raunstýrivextir hér á landi eru talsvert háir, eða 3,7%.

Raunstýrivextir



Heimild: Hagvísar Seðlabanka Íslands

Ef erlendir fjárfestar sjá Ísland sem fýsilegan kost af þessum sökum gæti því orðið nokkuð innflæði fjármagns við losun hafta auk þess sem þeir sem sitja eftir með krónueignir munu ekki sjá ástæðu til að flýta sér út, sérstaklega ef styrkingar þrýstingur verður á krónuna við afnám vegna hugsanlegs innflæðis. Við kynningu okkar á fyrrnendri hagspá okkar kom einnig fram að [krónan gæti átt inni nokkra styrkingu](#) vegna undirliggjandi þátta, sem gæti ýtt enn frekar undir fjármagnsinnflæði. Loks gæti verið að reynsla Malasíu af litlum breytingum á markaði við losun hafta gefi tilefni til bjartsýni og ástæðu til að losa höft eins fljótt og auðið er, sérstaklega þar sem það virðist sem lengri tíma áhrif af höftunum sjálfum á fjárfestingu og á eignamarkaði hafi verið neikvæð, ekki losun þeirra.

Greiningardeild Arion banka

Anna Hrefna Ingimundardóttir
anna.ingimundardottir@arionbanki.is

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is

Hrafn Steinarsson
hrafn.steinarsson@arionbanki.is

Konráð S. Guðjónsson
konrad.gudjonsson@arionbanki.is

Stefán Broddi Guðjónsson
stefan.gudjonsson@arionbanki.is

Forstöðumaður

Regína Bjarnadóttir
regina.bjarnadottir@arionbanki.is
444-6969

[Hér má finna fyrirvara](#)