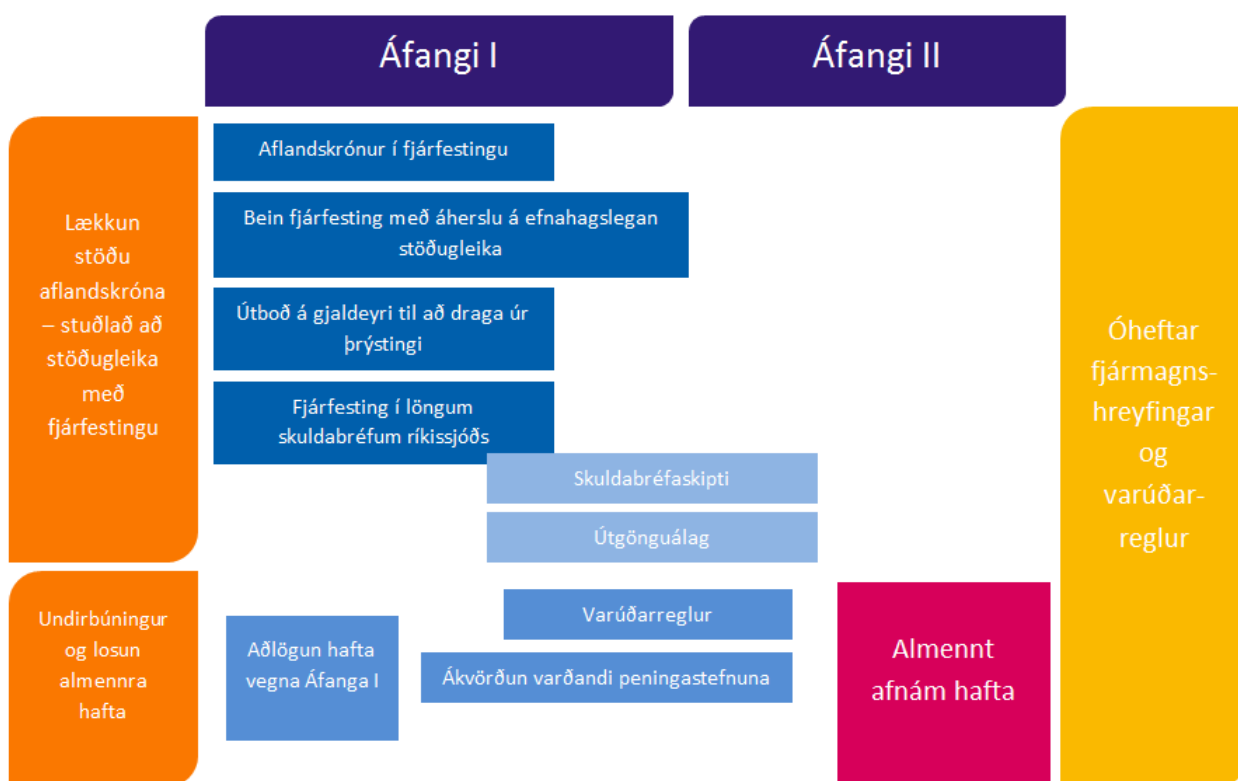


4. maí 2015

## Þjóð úr höftum

Seðlabankinn gaf nýlega út ritið *Fjármálastöðugleiki* þar sem fram kom að skilyrði til afnáms gjaldeyrishafta væru almennt hagstæð um þessar mundir. Einnig var þar áréttað að mikillar varúðar þyrfti að gæta við losun þeirra svo unnt væri að viðhalda þeim stöðugleika sem náðst hefur í þjóðarbúinu að undanfögnu. Lítið hefur verið gefið upp nákvæmlega um þær aðferðir sem stjórnvöld hyggjast beita til að ná því markmiði en líklegt má telja að farið verði í meginatriðum eftir þeirri áætlun sem lögð var fram af íslenskum stjórnvöldum og Alþjóðagjaldeyrissjóðnum árið 2011.



Heimild: Seðlabanki Íslands<sup>1</sup>

Yfirlýsingar fjármálaráðherra og seðlabankastjóra á ársfundi Seðlabankans, sem og orð forsætisráðherra á flokksþingi Framsóknarflokksins, gefa til kynna að það stýttist í að lagt verði fram frumvarp þar sem leiðin fram á við í átt að afnámi gjaldeyrishafta verði kunngjörð. Á skýringarmyndinni að ofan má sjá áætlun um afnám hafta eins og hún birtist í kynningu Seðlabankastjóra árið 2011 en aðgerðir stjórnvalda á undanfögnu árum hafa meira og minna fallið undir þessa áætlun. Ekki hefur verið tilkynnt um frekari gjaldeyrisútboð af hálfu Seðlabankans og miðað við skýringarmyndina má því gera ráð fyrir að yfirvöld séu á barmi þess að hefja Áfanga II í afnámsferlinu. Í nýlegu útvarpsviðtali talaði Bjarni Benediktsson, fjármála- og efnahagsráðherra, um að í því ferli fælist m.a. að leggja svonefndan stöðugleikaskatt á slitabú föllnu bankanna. Snjóhengjan (kvikar krónur í eigu erlendra aðila utan slitabúanna) yrði aftur á móti leyst með útboðum á ákveðnum fjárfestingarleiðum, en höft yrðu afnumin á innlenda markaðinn í nokkrum skrefum.

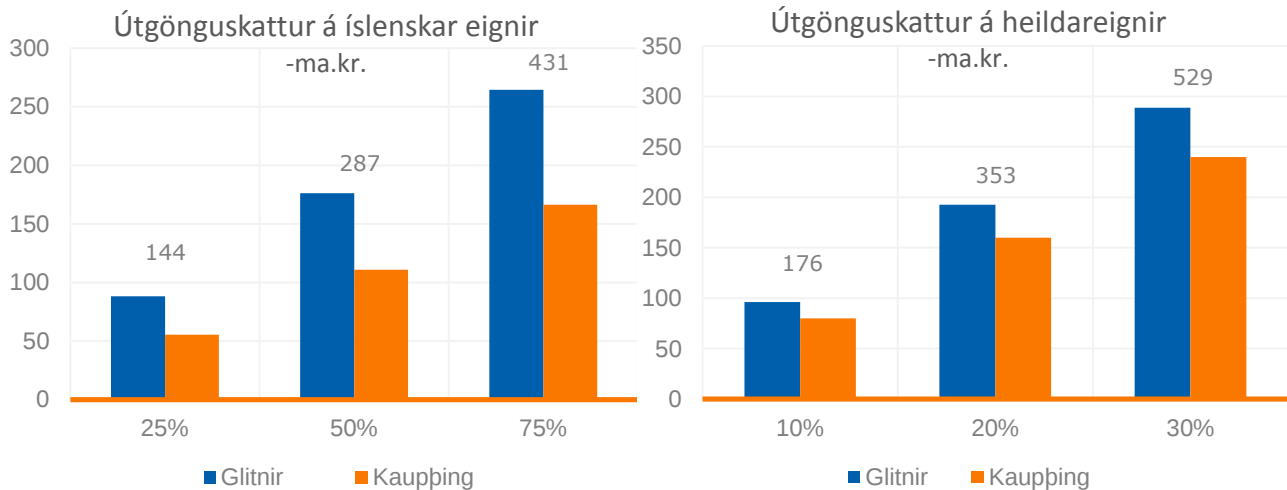
### Stöðugleikaskattur á slitabúin

Svokallaður stöðugleikaskattur hefur ítrekað verið nefndur að undanfögnu sem leið til að milda áhrif útflæðis fjármagns frá landinu samhliða afnámi gjaldeyrishafta og skv. fjármálaráðherra mun þessi leið aðallega snúa að slitabúum föllnu bankanna. Tilgangurinn með skattinum er ekki tekjuöflun en það er engu að síður áhugavert að skoða hvers konar fjárhæðir um ræðir í þessu samhengi.

<sup>1</sup> „Hvernig losum við gjaldeyrishöftin?“ Kynning Más Guðmundssonar, seðlabankastjóra þann 7. september 2011

Ekkert hefur enn verið gefið upp nánar um stöðugleikaskattinn – hvort hann muni gilda um íslenskar eignir búanna eða heildareignir, eða af hvaða stærðargráðu hann verður. Sterk rök hníga að því að innheimta einungis skatt af innlendum eignum þar sem erlendar eignir búanna ógna í reynd ekki greiðslujöfnuði þjóðarbúsins. En vissulega gæti töluverður þrýstingur myndast á krónuna ef erlendir aðilar kysu að innleysa íslensku eignir búanna og skipta krónunum yfir í annan gjaldmiðil samtímis. Þó má telja það ólíklega atburðarás þar sem af þeim 500 ma.kr. sem erlendir aðilar eiga í krónum í þrotabúunum er talsverður hluti bundinn í fastafjármunum sem mun taka tíma að breyta í lausafé, þ.m.t. eignarhlutur þrotabúanna í Arion banka og Íslandsbanka. Þar fyrir utan má nefna langtímaskuld nýja Landsbankans við þann gamla.

Eignir gamla Landsbankans umfram forgangskröfur eru um 240 ma.kr. og stærsti hluti innlendra eigna búsins er langtímaskuldabréf nýja Landsbankans. Því myndi skatturinn sem innheimtist úr búi Landsbankans líklega vera lítill í samanburði við þrotabú hinna bankanna og lítum við framhjá því að þessu sinni. Skoðum þá þrotabú Glitnis og Kaupþings. Ef 25-75% skattur yrði lagður á innlendar eignir búanna gætu innheimst á bilinu 144-431 ma.kr. þaðan. Ef aftur á móti skatturinn yrði lagður á heildareignir mætti áætla að prósentan yrði töluvert lægri. Í okkar sviðsmynd gerum við ráð fyrir 10-30% skatti á heildareignir, sem myndi þá skila 176-529 ma.kr. úr búum Glitnis og Kaupþings.

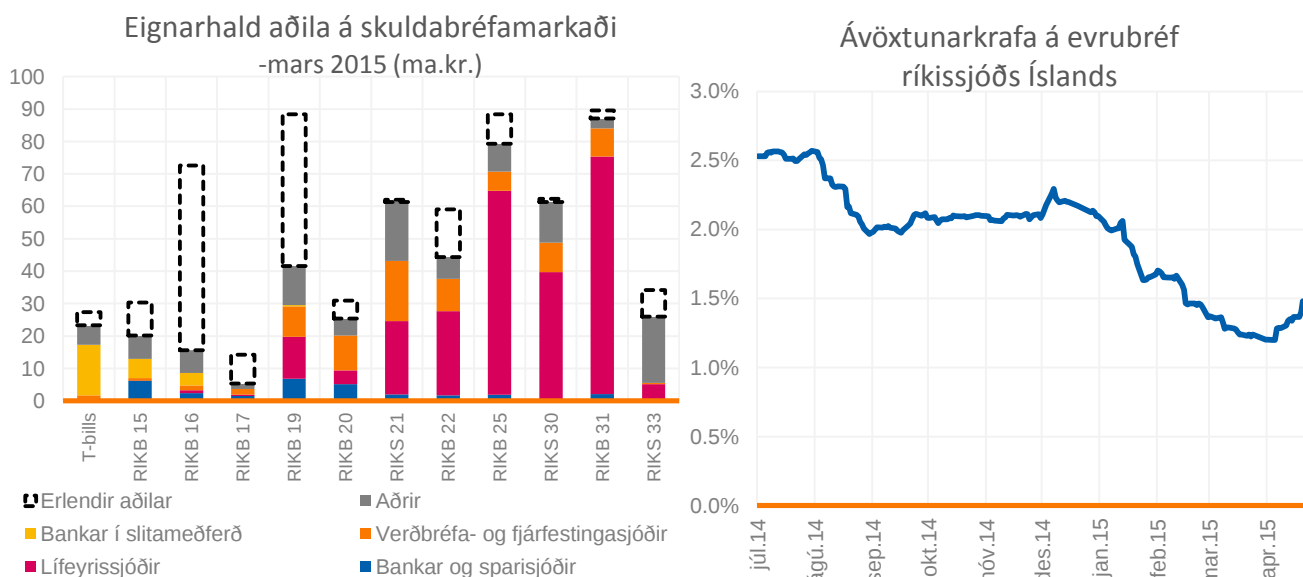


Heimildir: Uppgjör Glitnis og Kaupþings, Greiningardeild Arion banka

Þetta eru verulegar fjárhæðir og því mikilvægt fyrir hagkerfið hvernig skattinum verður ráðstafað. Tryggja þarf að óvirku fjármagn verði ekki umbreytt í virkt fjármagn, en sá hluti innlendra eigna sem í dag eru innstæður hafa legið óhreyfðar í allan tíma og flokkast því sem óvirkt fjármagn. Ef ríkið kysi að nýta skattinn til fjárfestingar og veitti honum beint út í hagkerfið jafngilti þessi umbreyting peningaprentun sem væri verðbólguhvetjandi. Ráðlegra væri að nýta hann til að greiða niður hluta þeirra miklu skulda sem stofnað var til í kjölfar fjármálakreppunnar, t.a.m. skuld ríkisins við Seðlabankann sem stóð í um 180 ma.kr. um áramótin.

## Útboð fjárfestingarleiða fyrir snjóhengjuna

Í afnámsáætlunum hefur verið gert ráð fyrir skuldabréfaskiptum (e. bond swap) sem hluta af ferlinu og líklegt má því telja að erlendum eigendum íslenskra ríkisskuldabréfa verði boðið að skipta bréfum sínum út fyrir lengri tíma ríkisskuldabréf í erlendri mynt, væntanlega evrum, en m.v. stöðuna í lok mars áttu erlendir aðilar 168 ma.kr. í íslenskum ríkisskuldabréfum.

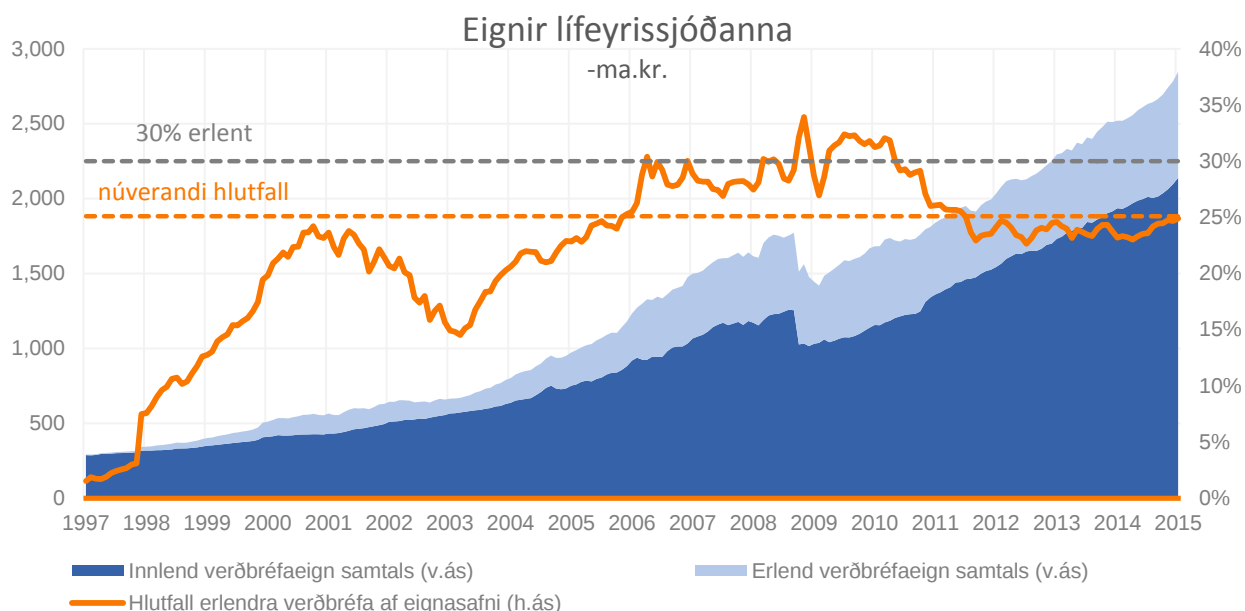


Heimildir: Lánamál ríkisins, Bloomberg

Á alþjóðlegan mælikvarða er hlutfall erlendra eigenda ríkisskuldabréfa hér á landi ekki sérlega hátt og vel má vera að stór hluti þessara skuldabréfafjárfesta hafi ætlað sér langtímafjárfestingu hér á landi. Þó þykir yfirvöldum óvissan óþægileg nú þegar stendur til að aflétta gjaldeyrishöftum. Þannig yrði leitast við að láta skammtímafjárfesta veita afslátt af sínum krónueignum með annað hvort útboði eða útgönguskatti en að leyfa langtímafjárfestum að hagnast til lengri tíma lítið. Ef útboð yrði haldið á lengri tíma skuldabréfi í evrum ættu kjörin að vera nokkuð hagstæð ríkissjóði um þessar mundir. Vextir erlendis eru afar lágir auk þess sem skuldatryggingarálag á íslensk ríkisskuldabréf hefur lækkað að undanfögnu. T.a.m. gaf ríkissjóður út skuldabréf í evrum í júlí síðastliðnum til 6 ára sem bar 2,5% vexti sem þá var tveggja prósentu álag á þýsk ríkisskuldabréf í evrum, en álagið stendur nú í tæplega einu og hálfu prósentu. Líklegt mætti þó telja að skuldabréfið sem boðið væri upp yrði til mun lengri tíma og bæri því hærri vexti.

## Hvað með okkur hin?

Væntanlega verða almenn gjaldeyrishöft ekki afnumin fyrr en að þessum aðgerðum loknum ef marka má upphaflega áætlun íslenskra yfirvalda og AGS, en þó gætu þau hugsanlega verið leyst samhliða ofangreindum aðgerðum. Skv. fjármálaráðherra verða höft á íslenska aðila afnumin í nokkrum skrefum. Þá munu líklega gilda sérstakar reglur s.s. hraðatakmarkanir um stóra aðila á markaði eins og lífeyrissjóðina, sem gætu haft áhuga á að endurvoga söfn sín. Þó má benda á að hlutfall erlendra eigna lífeyrissjóðanna stendur nú í 25% sem er svipað hlutfall og á árunum fyrir fjármálakreppunna. Einnig er ekki mikillar ávöxtunar að vænta á erlendum eignamörkuðum um þessar mundir og horfur í íslenska hagkerfinu til næstu tveggja ára betri en hjá flestum öðrum þróuðum ríkjum. Því er e.t.v. ekki heppilegasti tíminn nú til að auka hlutdeild erlendra eigna mikið í söfnum þessara sjóða. Þar fyrir utan er ólíklegt að sjóðirnir selji íslenskar eignir í hrönnum samtímis þar sem þeir hafa verðmyndandi áhrif á íslenskum eignamörkuðum og vilja tæpast rýra virði stórs hluta sinna eigin eignasafna.



Heimildir: Seðlabanki Íslands, Greiningardeild Arion banka

Hverjar svo sem aðferðirnar verða sem yfirvöld hyggjast beita við afnám hafta og hver svo sem skammtímaáhrif á krónuna verða er ljóst að skaðinn sem hagkerfið verður fyrir af völdum gjaldeyrishafta mun aðeins aukast eftir því sem þau eru lengur við lýði. Innri og ytri skilyrði eru slík að ekki er lengur eftir neinu að bíða.

### 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