

**Markaðspunktur í dag:**

- Afnám gjaldeyrishafta í Malasíu og lærdómur Íslands

**Afnám gjaldeyrishafta í Malasíu og lærdómur Íslands**

Árið 1997 tóku skýjabakkar að hrannast upp yfir nokkrum sólríkustu löndum heims þegar fjármálalegur hitabeltisstormur gekk yfir suðaustur Asíu. Sagan var kunnugleg; erlendir fjárfestar höfðu fjármagnað eignabólu á svæðinu, og þegar syrtá tók í álinn lét gjaldeyrisinnflæðið á sér standa, gengið hrundi og bólan breyttist í samdrátt. Þrátt fyrir að stormurinn hafi hafist í Taílandi leið ekki á löngu þar til fjöldi nágrannaríkja landsins hafði „smitast“ af gjaldeyriskreppu þess. Flest landanna, þar á meðal Taíland sjálf, Suður-Kórea og Indónesía leituðu á náðir Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (AGS), á meðan Malasía afþakkaði aðstoð Sjóðsins og reyndi að taka á vandanum sjálf í skjóli gjaldeyrishafta. Á tíunda áratugnum áleit Sjóðurinn að innleiðing fjármagnshafta væri slæmur kostur og lagðist því gegn slíku í efnahagsáætlunum sínum. Þó að sagan um malasísku höftin svipi óneitanlega til þróuninnar hér á Íslandi síðastliðin ár, og lærdóm megi vafalaust draga af reynslu Malasíumanna, þarf vissulega að hafa ýmsa fyrirvara á þegar ástandið þar er heimfært á íslenskar aðstæður.

**Malasísku gjaldeyrishöftin<sup>1</sup>**

Þrýstingur hafði verið á ringgitið, gjaldmiðil Malasíu, á síðari hluta ársins 1997, en erlendir aðilar voru farnir að taka auknar skortstöður í myntinni þegar útlit varð fyrir að gengið yrði fellt (landið hafði þá rekið fastgengisstefnu við bandaríkjadóllar). Fyrst um sinn reyndu yfirvöld landsins að styðja við gengið að forskrift AGS; með aðhaldi í ríkisfjármálum og háum stýrivöxtum, sem varð til þess að efnahagsástand landsins versnaði enn. Í ágúst 1997 var komið á ákveðnum takmörkunum á gjaldeyrisviðskipti, en ár leið þar til flóknum en hnitmiðuðum gjaldeyrishöftum var komið á.

Þrátt fyrir að mikið fjármagn hafi þá þegar verið farið úr landi og útlit fyrir að gengið gæti ekki fallið frekar voru þó ýmsar vísbendingar um að þrýstingur á gengið væri enn til staðar. Þegar Malasísk yfirvöld sneru frá hávaxtastefnunni síðsumars 1998, buðu aflandsbankar, einkum í Singapúr, tvö- til þrefalda vexti á við álandsbanka á innistæðubríf í ringgitum, sem þeir skortseldu síðan til að veðja á frekara gengisfall. Ringgit streymdu því út úr landi og unnu gegn tilraunum til að slaka á vaxtaaðhaldinu. Markmið gjaldeyrishaftanna var því einfaldlega að stöðva spákaupmennsku með ringgitið.

Bæði bein erlend fjárfesting, fjárfesting í ákveðnum hátæknifyrirtækjum og vöruviðskipti við útlönd voru undanþegin höftunum, enda gerðu yfirvöld sér grein fyrir mikilvægi erlendra langtímafjárfestingar

<sup>1</sup> Hér er stiklað á stóru í Asíukreppunni á tíunda áratugnum. Frekara lesefni um kreppuna, afleiðingar hennar og einstaka þætti má m.a. nálgast á eftirfarandi vefslóðum:

[http://www.mof.go.jp/pri/research/discussion\\_paper/ron056.pdf](http://www.mof.go.jp/pri/research/discussion_paper/ron056.pdf)

[http://www.nber.org/papers/w8142.pdf?new\\_window=1](http://www.nber.org/papers/w8142.pdf?new_window=1)

<http://www.nber.org/papers/w8325.pdf>

<http://www.people.hbs.edu/rabdelal/Capital%20and%20Control.pdf>

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/op190/pdf/part2.pdf>

[http://www.sedlabanki.is/uploads/files/Ft98-1\\_5.pdf](http://www.sedlabanki.is/uploads/files/Ft98-1_5.pdf)

[http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune\\_archive/1998/09/28/248734/index.htm](http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/1998/09/28/248734/index.htm)

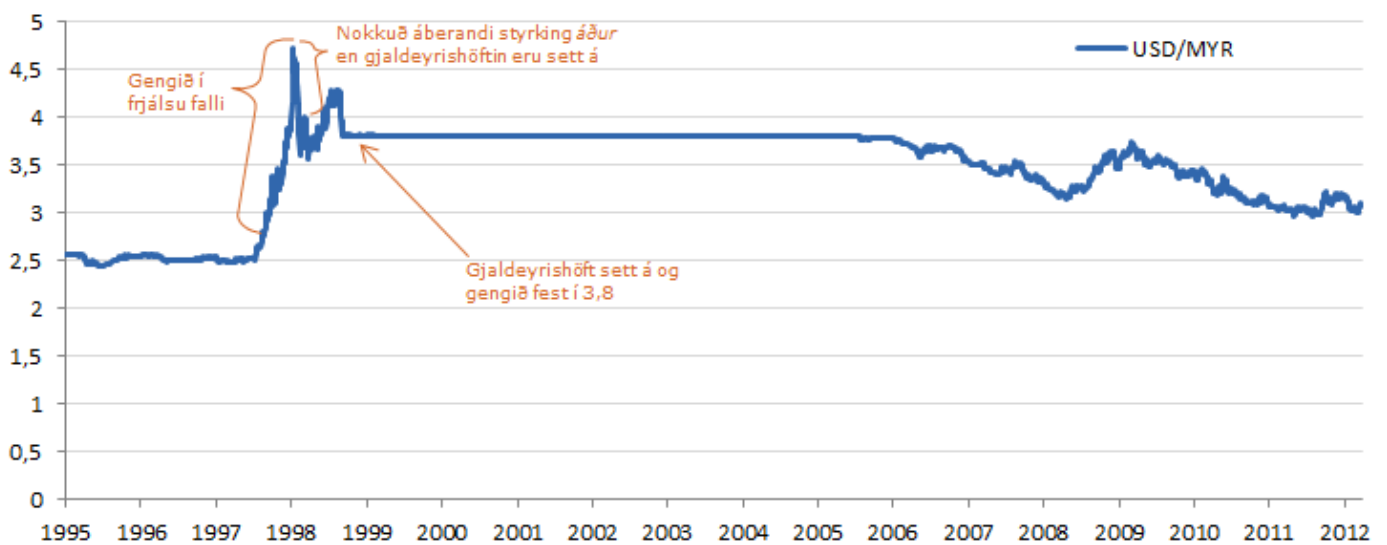
[http://www.bnm.gov.my/microsites/fxadmin/chronology/period/00\\_by\\_period\\_complete\\_n.pdf](http://www.bnm.gov.my/microsites/fxadmin/chronology/period/00_by_period_complete_n.pdf)

fyrir landið. Að öðru leyti stöðvuðu þau svo til alla fjármagnsflutninga út úr landinu og gengu nærri aflandsviðskiptum með gjaldmiðilinn:

- erlendum eigendum verðbréfa (sambærilegt við „snjóhengjuna“ hér á landi) var gert ókleift að fara með fjárfestingar sínar úr landi í tólf mánuði,
- viðskipti með ringgitið á aflandsmörkuðum voru bönnuð og
- eigendum ringgita á aflandsmörkuðum var gert skylt að færa þær heim,

Hér eru þó aðeins örfá ákvæði nefnd. Í kjölfarið var ringgitið síðan fest aftur við bandaríkjadollar. Gjaldmiðillinn hafði þá þegar veikst mikið frá því sem var við fyrra fastgengi, en nýja fastgengið var engu að síður sterkara en jafnvægisgengið hafði verið fram að því. Þessar aðgerðir gáfu yfirvöldum tímabundið svigrúm til að viðhalda gengisstöðugleika án þess að ráðast í sársaukafullar aðgerðir til að styðja við gengið, t.d. vaxtahækkanir eða niðurskurð.

### Gengi malasíska ringgitsins gagnvart dollar



### Afnám haftanna – samanburður á Íslandi og Malasíu

Hagfræðingar voruðu forsætisráðherra Malasíu við því að þetta svokallaða svigrúm yrði misnotað, og fullyrtu að ef vel ætti að vera ættu höftin eingöngu að skapa tímabundið skjól fyrir bata, en ekki varanlegan virkisvegg gagnvart erlendum fjármálamörkuðum. Afnám þeirra yrði *strax* að miða við ákveðna dagsetningu, sem ekki mætti vera lengra fram í tímann en þrjú ár. Malasísk yfirvöld voru fljót að draga tennurnar úr höftunum.

Í stuttu máli gengu Malasíumenn hratt til verks, en mestu viðskiptahindranir gjaldeyrishaftanna voru aflagðar innan þriggja ára. Merkilegt nokk, þá hafði aflétting haftanna ekki veruleg áhrif og snjóhengjan hrundi ekki yfir hagkerfið. Takmarkað útflæði varð í tvo mánuði eftir að útganga gegn álagi var leyfð og nettóinnflæði var yfir sumarið 1999 þrátt fyrir að dregið hefði verið úr skattinum á útgöngu fjármagns. Í september sama ár var fyrsta holl verðbréfaeigenda síðan undanþegið slíku álagi (sjá tímalínu fyrir neðan), og í kjölfarið varð lítilsháttar útflæði. Heilt yfir var útflæðið lítið og gjaldeyrisvaraforði Malasíu jókst raunar á árunum eftir að útgönguhöftunum var aflétt.

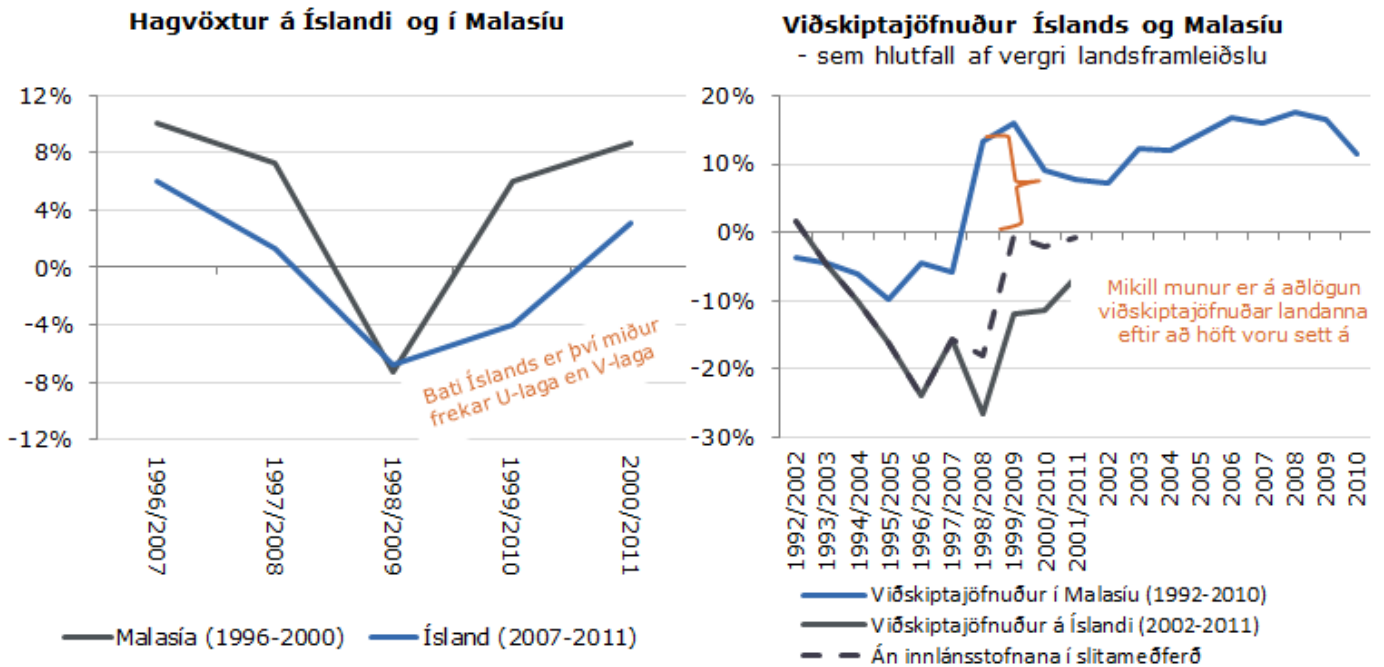
Í töflu hér neðar má sjá tímalínu yfir helstu áfanga í innleiðingu sem og afléttingu hafta í Malasíu annars vegar og á Íslandi hins vegar.

	<b>Malasía</b>
1998	Almenn höft sett á.
1999	Tólf mánaða straffinu á erlenda verðbréfaeign breytt í útgönguskatt, svo óþolinmóðasta fjármagninu var leyft að fara út gegn álagi. Álagið lækkaði hins vegar eftir því sem fjármagnið var bundið lengur (30% álag á útgöngu fyrstu 7 mánuðina, 20% á 7-9 mánuði, 10% á 9-12 mánuði, 0% eftir það). Enginn skattur var lagður á útgöngu nýfjárfestingar, en úttekt hagnaðar af henni laut útgönguálaginu.
	Einfalt 10% útgönguálag lagt á hagnað af öllum erlendum fjárfestingum, en höfuðstóll eldri fjárfestinga undanþeginn álagi með öllu. Opnað fyrir gjaldmiðlaskiptasamninga og framvirk viðskipti með ringgitið.
2000	Sala eldri hlutabréfaeignar í kauphöll undanþegin útgönguskatti, slakað á ýmsum hömlum á lántökur erlendra aðila, ferðamannagjaldeyri o.s.frv.
2001	10% útgönguálag takmarkað við hagnað af nýrri hlutabréfaeign til skemmri tíma en tólf mánaða.
	Útgönguálagið afnumið algjörlega.
	Daglegar millifærslur að upphæð 5000 ringgit leyfðar inn á erlenda reikninga.
2002	Frekar slakað á hömlum á lántökur útlendinga.
2003	Hámark á gjaldeyriseign innlendra útflutningsaðila hækkað.
2004	Slakað á hömlum á framvirk gjaldeyrisviðskipti.
	Slakað verulega á hömlum á fjárfestingar innlendra aðila erlendis, þ.e. stofnana og einstaklinga sem eiga gjaldeyrisreikninga.
2011	Slakað á öðrum höftum á fjármagnsviðskipti í skrefum.
	<b>Framhald:</b> Fjármagnsflutningar eru að mestu frjálsir, en ekki er útlit fyrir annað en að áfram verði haldið á þeirri braut að slaka á þeim höftum sem eftir eru. Þau virðast nú frekar notuð í þjóðhagsvarúðarskyni en sem krísviðbragð, þar sem þau felast einkum í takmörkunum á upphæðir gjaldeyrisviðskipta og erlendar lántöku í mismunandi tilgangi, t.d. fjárfestingar í mismunandi flokkum. Nýjustu skrefin í afléttingarferlinu voru stigin í janúar í ár, en þau fólust m.a. í afléttingu allra takmarkana á gjaldeyriskaupum innlendra aðila.

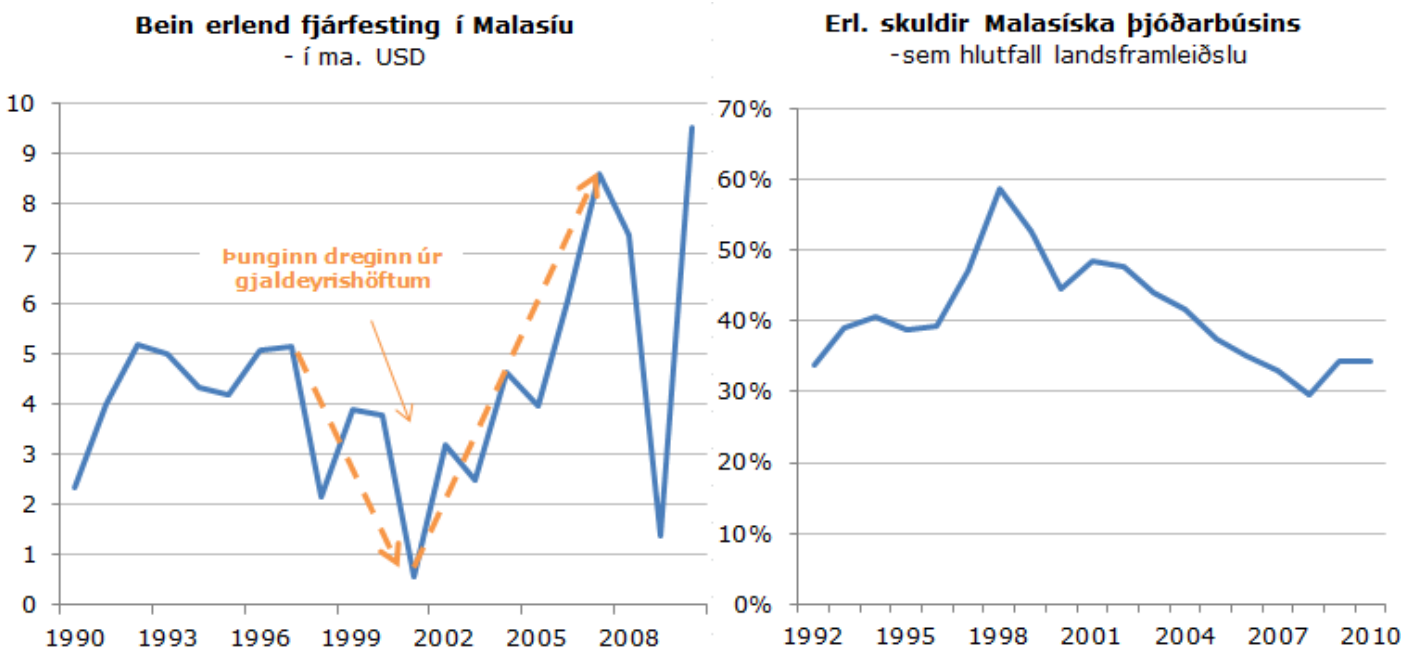
	<b>Ísland</b>
2008	Tilmæli um tímabundna temprun á útflæði gjaldeyris.
	Heimild Seðlabankans til að hefta gjaldeyrisviðskipti lögfest – hömlurnar skyldu þó afnumdar „[...]svo fljótt sem aðstæður leyfa.“
2009	Gjaldeyrishöftin endurskoðuð og komist að þeirri niðurstöðu að ekki séu skilyrði til að afnema þau.
	Innstreymi erlends gjaldeyris til nýfjárfestinga heimilað ásamt útstreymi sem kann að leiða af því. Fyrir höfðu erlendir aðilar heimild til að skipta vaxtatekjum og arði af <i>íslenskum</i> fjárfestingum (þ.e. ekki jöklabréfum eða erlendum innstæðum í krónum).
	Áætlun um afnám hafta samþykkt.
2010	Höftin hert; hámark ferðagjaldeyris minnkað úr 500.000 kr. í 350.000 kr.
2011	Endurskoðuð áætlun um afnám hafta birt.
	Fyrsta gjaldeyrisútboð Seðlabankans til að létta á snjóhengjunni – aflandskrónum fjárfest í ríkisskuldabréfum í bundnu eignarhaldi.
2012	Fyrsta gjaldeyristútboð Seðlabankans þar sem aflandskrónum er hleypt í fjárfestingar í íslensku atvinnulífi – fjárfestingarleiðin.
	Höftin hert; tekið fyrir útgöngu afborgana og verðbóta af höfuðstól skuldabréfa.
	<b>Framhald:</b> Þrátt fyrir að á fjórða ár sé liðið síðan gjaldeyrishöftin voru sett á er enn ekki farið að sjá fyrir endann á þeim og ekki útlit fyrir að þeim verði aflétt í nánustu framtíð. Herðing þeirra í mars síðastliðnum gefur ekki góð fyrirheit fyrir það sem koma skal og því síður veiking krónunnar í kjölfarið. Samkvæmt áætlun Seðlabankans um afnám hafta verða næstu vatnaskil við að tappa af aflandskrónuvandanum heimild til útgöngu gegn álagi, en þar á eftir verður ráðist í að losa höft á aðrar krónur. Óvíst er um hvenær hægt verður að hefjast handa við það ferli.

## Eftir afnámið

Batinn á svæðinu öllu var nokkuð hraður (stundum er sagt að hann hafi verið V-laga líkt og oft er í gjaldmiðlakrísum; hratt niður og hratt upp) og því er erfitt að meta hver þáttur gjaldeyrishaftanna var í bata Malasíu. Fræðimenn sem rannsakað hafa fyribærið eru t.a.m. ekki einróma í afstöðu sinni til áhrifa haftanna. Eitt virðist allavega víst, og það er að Malasíu vegnaði ekki verr en hinum löndum suðaustur Asíu hvað hagvöxt varðar síðasta áratuginn, þótt skammtímaáhrifin á erlenda fjárfestingu, vaxtakjör landsins o.fl. hafi verið neikvæð. Af einhverjum ástæðum hefur Íslandi ekki vegnað jafnvel, þótt kreppurnar hafi að ýmsu leyti verið svipaðar.



Viðskiptajöfnuður Malasíu jafnaði sig mjög hratt eftir að gengið veiktist og gjaldeyrishöft voru sett á, öfugt við þann íslenska sem enn var neikvæður á árinu 2011 (jafnvel án innlánsstofnana í slitameðferð), þremur árum eftir fall bankanna. Hér skiptir líklega mestu að Íslenska hagkerfið er að rísa úr mun ýktari viðskiptahalla en Malasía, en mynstrið í hreyfingum hans hefur verið mjög svipað í löndunum tveimur eftir fall gjaldmiðlanna. Bein erlend fjárfesting dróst nokkuð saman á meðan gjaldeyrishöftin voru hvað ströngust, en tók fljótt við sér eftir að höftin voru afnumin.



Líkt og á Íslandi höfðu miklar erlendar skuldir hlaðist upp í aðdraganda þess að gjaldeyrishöftin voru

innleidd. Í Malasíu tóku skuldirnar þó hratt að lækka á árunum þar á, og hafa stöðugt gert síðan, enda viðskiptajöfnuður landsins verið jákvæður eftir 1997.

## Lærdómur Íslands

Það væri freistandi að yfirfæra reynslu Malasíumanna yfir á Ísland og draga þá ályktun að innleiðing gjaldeyrishaftanna hafi verið skynsamleg ákvörðun (ekki síst því Íslendingar nutu jafnframt aðstoðar AGS öfugt við Malasíumenn) og því mögulegt að afnema hér höft án verulegs höggs á gengi krónunnar og þjóðarbúskapinn. Áður þarf þó að líta gagnrýnum augum á malasísku aðstæðurnar.

Í fyrsta lagi voru gjaldeyrishöftin sett á meira en ári eftir að syrta tók í álinn á asískum fjármálamörkuðum. Þótt sumir telji að þrýstingur hafi þrátt fyrir það verið að magnast upp einmitt þegar höftin voru sett á þarf að skoða virkni haftannan í því ljósi að þeir sem ætluðu út með fjárfestingar sínar á annað borð voru margir hverjir búnir að því 1. september 1998. Gengið hafði tekið á sig um helmingslækkun, en hafði verið í styrkingarfasa skömmu áður en höftin voru sett á. Ópolinmóðasta fjármagnið að andvirði \$10,4 milljarðar (um 10-15% VLF á þeim tíma) hafði þegar flúið og snjóhengjan var því eflaust minni umfangs en hér á landi, þótt erfitt sé að meta umfang hennar með vissu. Gjaldyrishöftin í Malasíu miðuðu að því að gera út af við spákaupmennsku á aflandsmörkuðum til að skapa vinnufrið við endurreisn efnahagsins, á meðan íslensku höftin miða að því að koma í veg fyrir að erlendir fjárfestar losi um krónueignir.

Í öðru lagi hafa seinni tíma fræðimenn horft á höftin í pólitísku ljósi, ekki síður en efnahagslegu. Daginn eftir að höftin voru sett á var Anwar Ibrahim, fjármálaráðherra landsins, settur af og í kjölfarið tekinn af lífi pólitískt þegar hann var ákærður fyrir spillingu, kynferðisbrot o.fl. við vafasamar kringumstæður. Ástæðan var ótti forsætisráðherrans Mahathirs við að glata völdum í hendur Anvars, en landið hafði fylgt efnahagslegri forskrift hins síðarnefnda við hrifningu Vesturlanda. Með höftunum hafi Mahathir viljað koma í veg fyrir umrót á fjármálamörkuðum vegna hinna pólitísku sviptivinda.

Í þriðja lagi virðist ýmislegt benda til þess að höftin hafi verið notuð sem valdataeki til að hygla bandamönnum forystumanna ríkisstjórnarinnar í viðskiptalífinu.

Af þessum ástæðum ætti Ísland að fara varlega í að draga víðtækar ályktanir um eigin höft af reynslu Malasíu.

### Markaðspunktur Greiningardeildar Arion banka

Davíð Stefánsson	david.stefansson@arionbanki.is	444-6965
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Hafsteinn Hauksson	hafsteinn.hauksson@arionbanki.is	444-6993
Kristrún Mjöll Frostadóttir	kristrun.frostadottir@arionbanki.is	444-6911
Stefán Broddi Guðjónsson	stefan.gudjonsson@arionbanki.is	444-6959
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 fjárfestingabankaþjónustu.

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

