

## Framgangur áætlunar um losun fjármagnshafta

Greinargerð skv. lögum nr. 16/2013 frá Alþingi.

Greinargerð þessi er birt af fjármála- og efnahagsráðherra skv. lögum nr. 16/2013 frá Alþingi.

[Ráðherra skal birta opinberlega greinargerð um framgang áætlunar um losun takmarkana á fjármagnshreyfingum milli landa og gjaldeyrisviðskiptum á sex mánaða fresti þar til slíkum takmörkunum verður endanlega aflétt. Greinargerð skv. 1. málslíð skal birta í fyrsta sinn innan sex mánaða frá gildistöku laga þessara.]

Fyrsta greinargerð samkvæmt lögum var birt á vef fjármála- og efnahagsráðuneytisins 17. september 2013.<sup>1</sup> Önnur greinargerð var birt 17. mars 2014<sup>2</sup> og sú þriðja 18. september 2014.<sup>3</sup>

### Ráðgjafar og skipulag

Í greinargerð dags. 18. september 2014 er gerð grein fyrir skipan ráðgjafa og framkvæmdahóps um losun fjármagnshafta. Samsetning framkvæmdahópsins hefur tekið breytingum. Formaður hópsins er áfram Glenn V. Kim. Varaformenn hópsins eru Benedikt Gíslason, ráðgjafi fjármála- og efnahagsráðherra í haftamálum og Dr. Sigurður Hannesson. Aðrir meðlimir hópsins eru Ásgeir Helgi Reykþjörð Gylfason hdl., Ingibjörg Guðbjartsdóttir framkvæmdastjóri gjaldeyriseftirlits Seðlabanka Íslands og Jón Þ. Sigurgeirsson framkvæmdastjóri alþjóðasamskipta og skrifstofu bankastjóra Seðlabanka Íslands.

Þessi sex manna framkvæmdahópur vinnur náið með erlendum ráðgjöfum stjórnvalda. Verkefni hópsins eru að skila heildstæðri lausn sem tekur á öllum þáttum fjármagnshaftanna og einstökum tillögum um leiðir til losunar þeirra til stýrinfndar. Vinnan snýr bæði að lagalegum og efnahagslegum þáttum og þá sérstaklega þjóðhagslegum skilyrðum við losun hafta og mögulegri veitingu undanþága.

### Umfang vandans

Losun fjármagnshafta er vandasamt verkefni fyrir sakir þess mikla fjármagns sem er eða verður í eigu skammtímafjárfesta og gæti þar af leiðandi yfirgefið hagkerfið á stuttum tíma þegar höftum er lyft og þannig skapað verulegan þrýsting á krónuna. Þessu mögulega útflæði má skipta í þrennt:

i) Aflandskrónur; Krónueignir í eigu og vörslu erlendra fjármálafyrirtækja nema nú um 235 milljörðum og skiptast þannig að um 156 milljarðar króna eru í ríkisbréfum, 77 milljarðar króna í innlánnum og peningamarkaðslánnum og 1,5 milljarðar króna í skuldabréfum Íbúðalánasjóðs. Eignarhald á þessum krónueignum er orðið mjög samþjappað. Um 80% skuldabréfanna er á gjalddaga innan fimm ára og eru aflandskrónur í ríkisskuldabréfum því að stærstum hluta í styttri

<sup>1</sup> <http://www.fjarmalaraduneyti.is/frettir/2013/09/17/nr/17190>

<sup>2</sup> <http://www.fjarmalaraduneyti.is/frettir/nr/17803>

<sup>3</sup> <http://www.fjarmalaraduneyti.is/frettir/nr/18476>

ríkisskuldabréfum. Þessu til viðbótar eiga erlendir aðilar (aðrir en erlend fjármálafyrirtæki) innlán í innlendum fjármálastofnunum, og ríkisbréf og skuldabréf Íbúðalánasjóðs, sem ekki eru í vörslu erlendra fjármálafyrirtækja, að fjárhæð nærri 60 milljörðum króna.

Fjárfestingar erlendra aðila í innlendum verðbréfum útgefnum í krónum hafa vaxið mjög á síðustu árum samhliða þátttöku þeirra í fjárfestingarleið Seðlabankans. Heildarfjárfesting í gegnum fjárfestingarleiðina frá því hún hófst í ársbyrjun 2012 nemur 206 milljörðum króna, þar af 97 milljarðar í skuldabréfum og 82 milljarðar í hlutabréfum. Erlendir fjárfestar eiga þar af 134 milljarða króna. Í ársbyrjun 2017 losnar um kvaðir á fyrstu fjárfestingum samkvæmt fjárfestingarleiðinni en fjárfestingunum fylgdi ekki útgöngumiði. Erlendir aðilar hafa jafnframt fjárfest í ríkisskuldabréfum í gegnum gjaldeyrisútboð Seðlabankans og nemur útistandandi eign þeirra í tveimur verðtryggðum ríkisskuldabréfaflokkum nú um 9 milljörðum króna. Þessu til viðbótar eiga erlendir aðilar verulegar aðrar innlendar eignir sem telja má auðseljanlegar eða kvikar. Hugsanlegt útlæði vegna þessa er þó háð mikilli óvissu.

ii) Útlæði vegna fjármálafyrirtækja sem sæta slitameðferð, þ.m.t. aðila sem hafa lokið slitameðferð með nauðasamningi eða ákvörðun um gjaldþrotaskipti; Efnahagsreikningar sumra þessara fyrirtækja eru með þeim stærstu sem fyrirfinnast í íslensku hagkerfi og útgreiðslur til erlendra kröfuhafa munu vega þungt í mögulegu útlæði við losun fjármagnshaftanna. Heildareignir þessara fyrirtækja, sem telja á annan tuginn, nema nú ríflega 2.400 milljörðum króna eða 120% af vergri landsframleiðslu og er umtalsvert ójafnvægi milli hlutfalls erlendra eigna og krafna sem skapar áhættu.

Tafla 1: Áætluð hlutfallsleg skipting eigna og krafna fjármálafyrirtækja í slitum eða sem klárað hafa nauðasamning og útgreiðslur hafa áhrif á greiðslujöfnuð

	Eignir	Kröfur
Innlendar	41%	7%
Erlendar	59%	93%

Sá munur sem er á erlendum eignum og erlendum kröfum skapar töluverðan vanda. Að öllu óbreyttu færu innlendar eignir sem nema um 900 milljörðum króna til erlendra kröfuhafa, þar af um 500 milljarðar af eignum í íslenskum krónum sem þeir myndu kjósa að skipta yfir í erlendan gjaldeyri og flytja úr landi. Aðrar innlendar eignir eru skuldbindingar innlendra aðila í erlendum myntum við þrotabúin. Stærsta eign þrotabúanna í íslenskum krónum eru eignarhlutar í nýju bönkunum en auk þess eiga þau töluvert reiðufé. Greiðslur þessara innlendu fyrirtækja til innlendra kröfuhafa munu ekki hafa áhrif á greiðslujöfnuð en útgreiðslur til erlendra aðila munu hafa greiðslujafnaðaráhrif við það að útgreiddar eignir eru fluttar úr landi.

iii) mögulegt útlæði innlendra aðila.

Erfitt er að leggja mat á mögulegt útlæði innlendra aðila við losun fjármagnshafta. Í skýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins frá 13. mars síðastliðnum er áætlað að mögulegt útlæði innlendra aðila geti numið allt að 25% af vergri landsframleiðslu eða um 500 milljörðum króna. Þó er þar bent á að

matið sé háð ýmsum forsendum eins og viðhorfi fjárfesta á hverjum tíma til innlendra og erlendra fjárfestingarkosta og trúverðugleika við losun fjármagnshafta.<sup>4</sup>

### **Aðgerðir til losunar hafta**

Megináhersla áætlunar um losun hafta frá 2011 var á að draga úr þeirri hættu sem mögulegt útflæði óþolinmóðra eigenda aflandskróna gat skapað. Seðlabankinn hélt regluleg útboð í þessum tilgangi þar til í febrúar 2015. Stjórnvöld hafa á undanförunum mánuðum lagt aukna áherslu á að undirbúa aðgerðir til þess að draga úr þeirri hættu sem fjármálafyrirtæki í slitameðferð gætu skapað og móta umgjörð efnahagsmála og fjármálastöðugleika sem draga mun úr vilja innlendra aðila til þess að leita með fjármagn úr landi.

#### *Gjaldeyrisútboð Seðlabanka Íslands*

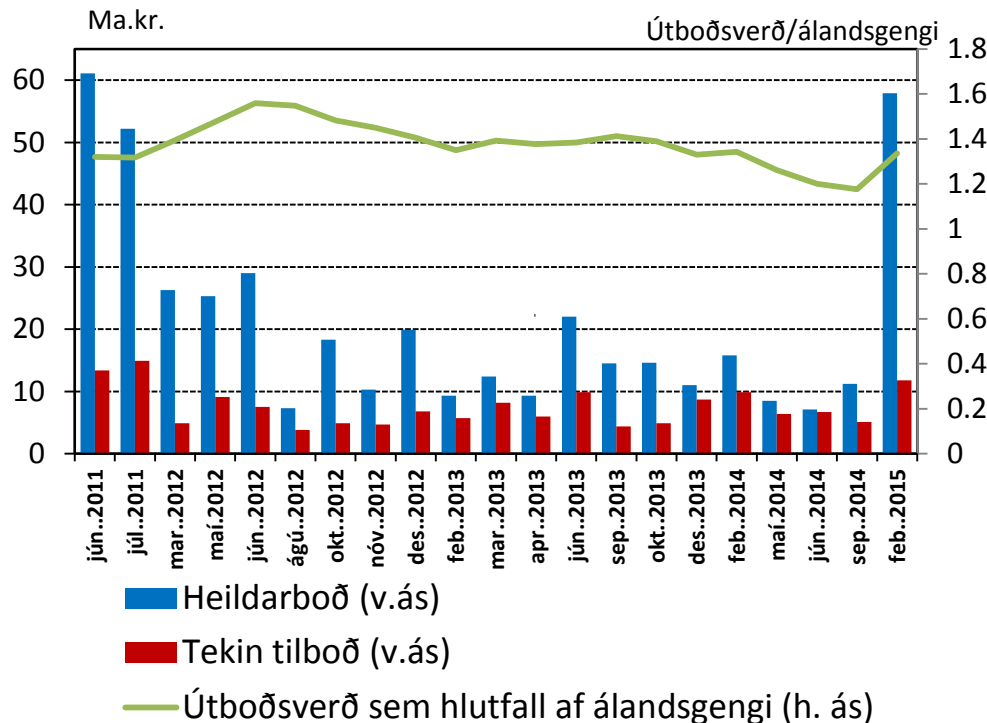
Seðlabanki Íslands hefur haldið áfram gjaldeyrisútboðum sínum í samræmi við áætlun um afnám hafta sem birt var í mars árið 2011. Útboðunum er ætlað að lækka stöðu kvikra krónueigna erlendra aðila. Með gjaldeyrisútboðunum sem fram hafa farið frá miðju ári 2011 hefur tekist að færa 175 milljarða af kvikum krónueignum úr eigu erlendra aðila í hendur langtímafjárfesta, innlendra og erlendra. Þar af hafa útboðin í fjárfestingaleiðinni bundið 118,5 milljarða eða 68% af heildinni en lokaútboðið samkvæmt fjárfestingarleiðinni var haldið í febrúar 2015. Sem hlutfall af landsframleiðslu hefur staða þessara króna lækkað úr 25% af vergri landsframleiðslu í árslok 2011 í 15% af vergri landsframleiðslu í árslok 2014. Því er ljóst að gjaldeyrisútboðin hafa skilað árangri sem auðvelda mun næstu skref sem tekin verða við losun fjármagnshaftanna.

Gjaldeyrisútboð ríkisskuldabréfa hófust sumarið 2011 en fyrsta útboðið samkvæmt fjárfestingarleiðinni var haldið í febrúar 2012. Alls hafa verið haldin 23 útboð í ríkisbréfaleiðinni og 21 útboð hefur verið haldið í tengslum við fjárfestingarleiðina. Í báðum tilvikum skuldbinda fjárfestar sig til að eiga fjárfestinguna í að minnsta kosti fimm ár. Þegar greint er á milli innlendra og erlendra aðila sem tekið hafa þátt í útboðunum kemur í ljós að 35% heildarfjárhæðarinnar koma frá innlendum og 65% frá erlendum fjárfestum. Við þessa greiningu eru erlend fyrirtæki í eigu íslenskra aðila flokkuð sem innlendir fjárfestar. Að auki hafa samtímis verið haldin 22 útboð þar sem leitað er tilboða frá erlendum aðilum sem vilja selja krónueignir sínar í skiptum fyrir erlendan gjaldeyri sem er undanþeginn skilaskyldu. Síðasta útboðið var haldið í febrúar 2015 og hafa frekari útboð ekki verið tilkynnt.

<sup>4</sup> <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr1572.pdf>

## Gjaldeyrisútboð Seðlabanka Íslands

Kaup á krónum fyrir evrur



Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Fjárfestingarleið

Í útboðum í fjárfestingarleiðinni sem nú hefur verið hætt gátu fjárfestar keypt krónur á útboðsgengi fyrir sem nemur 50% þeirrar fjárhæðar sem fjárfest var fyrir, hinum 50% var skipt á innlendum gjaldeyrismarkaði. Hingað til hafa fjárfestar fært EUR 1.099,2 milljónir eða 206 ma.kr. til landsins í gegnum fjárfestingarleiðina, rúmlega 33% af þeirri fjárhæð hafa farið í gegnum innlenda gjaldeyrismarkað. Erlend fjárfesting samkvæmt fjárfestingarleiðinni nemur alls rúmlega 10% af vergri landsframleiðslu ársins 2014. Um 47,2% af því fjármagnsinnstreymi sem komið hefur um fjárfestingarleiðina hefur verið fest í skuldabréfum, 40,0% í hlutabréfum, 12,2% í fasteignum og 0,6% í verðbréfasjóðum.

### Ríkisbréfaeið

Eitt af markmiðum ríkisbréfaeiðarinnar var að tryggja endurfjármögnun ríkissjóðs og lengja í endurgreiðsluferlinum. Þegar ríkisbréfaeiðin var sett á fót var talið mikilvægt að tryggja sölu á ríkisskuldabréfum til nýrra fjárfesta í stað þeirra erlendu sem vildu flytja fjármagns sitt úr landi. Ríkisbréfaeiðin beindist fyrst og fremst að lífeyrissjóðum, þannig að þeir kæmu inn með erlendar eignir og fengu þess í stað löng verðtryggð ríkisbréf. Lífeyrissjóðir hafa nú í seinni útboðunum ekki verið jafn áhugasamir um ríkisbréfaeiðina og þeir voru í upphafi og hafa aðrir kaupendur komið í þeirra stað. Alls hafa fjárfestar fært EUR 263 milljónir inn í landið samkvæmt ríkisbréfaeiðinni eða

56,8 ma.kr. miðað við útboðsverðið hverju sinni, þar af seldust 32,7 ma.kr. í tveimur af þremur fyrstu útboðunum eða liðlega 58% af seldu heildarmagni.

#### *Sala á krónum fyrir evrur*

Útboð á evrum í skiptum fyrir krónur hafa það að markmiði að losa út erlenda aðila sem vilja ekki eiga íslenskar krónur. Í útboðunum 22 hafa alls 459,6 ma.kr. verið boðnir til sölu og þar af hefur Seðlabankinn keypt 157,7 milljarða, eða rúmlega 34% af þeirri fjárhæð sem boðin hefur verið til sölu. Magn þeirra króna sem Seðlabankinn kaupir fyrir erlendan gjaldeyri hverju sinni ræðst af magni þess erlenda gjaldeyris sem boðinn er til sölu í ríkisbréfa- og fjárfestingaleiðinni. Þannig er áhrifum útboðanna á gjaldeyrisforðann haldið í lágmarki. Útboðsgengið er ákveðið að loknum útboðunum þremur á útboðsdegi. Árið 2011 voru haldin tvö slík útboð á genginu 210 krónur á evru. Verðið hélst nokkuð stöðugt árið 2012, eða 240 krónur á evru, en hefur lækkaði eftir það. Á árinu 2013 flókti verðið á bilinu 210 til 230 krónur fyrir hverju evru en á árinu 2014 lækkaði verðið enn frekar. Hins vegar hækkaði útboðsgengið að nýju í síðasta útboði sem haldið var í febrúar 2015 í 200 krónur fyrir hverju evru. Ástæða hækkaðs gengis frá fyrra útboði átti skýringar í breytingu á útboðsskilmálum þar sem viðskiptabönkum var að þessu sinni heimilað að safna tilboðum sem byggðu á krónueign erlendra aðila sem tilkomin var vegna greiðslu innlands þrotabús á kröfum sem viðurkenndar voru skv. 109. – 112. grein laga um gjaldþrotaskipti.

#### *Undanþágulistum og reglum Seðlabanka Íslands um gjaldeyrismál breytt*

Undanþágulistum Seðlabanka Íslands, sem birtir eru á vefsíðu bankans á grundvelli 2. og 3. gr. reglna nr. 565/2014 um gjaldeyrismál, sbr. 4. mgr. 13. gr. b laga um gjaldeyrismál, var breytt við lokun markaða 6. mars 2015. Kom þessi tilkynning í kjölfar þess að Seðlabankinn hélt síðustu útboð samkvæmt áætluninni frá 2011 í febrúar. Takmarkast undanþágulistarnir nú við ríkisvísla og eitt ríkisskuldabréf, nánar tiltekið RIKB 15 0408. Með þessari breytingu fækkar flokkum fjármálagerninga á undanþágulista.

Fjármagnshreyfingar á milli landa, vegna viðskipta með þá flokka fjármálagerninga sem tilgreindir eru á núgildandi lista, eru því enn undanþegnar takmörkunum laga um gjaldeyrismál að uppfylltum þeim skilyrðum sem nánar greinir í 2. og 3. gr. reglna um gjaldeyrismál. Seðlabankinn áskilur sér rétt til að endurskoða gildandi undanþágulista í ljósi aðstæðna hverju sinni.

Samhliða breytingu á undanþágulistum Seðlabankans hefur reglum nr. 565/2014 verið breytt. Eigendum þeirra flokka skuldabréfa sem ekki njóta lengur undanþágu er heimilt að selja sína fjármálagerninga. Hins vegar verður ekki heimilt að fjárfesta í öðrum flokkum en þeim sem njóta undanþágu samkvæmt ákvörðun Seðlabanka Íslands.

Tilgangur með ofangreindum breytingum er að búa í haginn fyrir frekari skref að losun fjármagnshafta. Þau felast m.a. í því að eigendum þessara krónueigna verða boðnir fjárfestingakostir sem draga verulega úr líkum á óstöðugleika við losun fjármagnshafta. Tímasetning þeirra breytinga á undanþágulistum sem nú eru kynntar miðar m.a. að því að varðveita skilvirkni og trúverðugleika skuldabréfamarkaða.

## Skilmálabreytingar skuldabréfs Landsbankans

Í desember 2014 samþykktu stjórnvöld undanþágubeiðnir er lúta að forgangskröfum í bú Landsbankans (LBI hf.) og miðast þær við laust fé í erlendum gjaldeyri. Undanþágufjárhæðin nemur rúmlega 400 milljörðum króna, eða tæplega 5% af upphaflegum kröfum í bú hinna föllnu banka. Fjárhæðin hefur verið innheimt og var til reiðu á bankareikningum LBI hf.

Stjórnvöld samþykktu hins vegar ekki beiðni slitastjórnar LBI hf. um undanþágur frá fjármagnshöftum sem hún óskaði eftir í bréfi hinn 12. júní sl. Ekki er fallist á að skuldabréf útgefið af Landsbankanum verði undanþegið fjármagnshöftum.

LBI hf. og Landsbankinn hf. hafa kynnt stjórnvöldum samkomulag sem felur í sér breytingar á skilmálum skuldabréfs útgefnu af Landsbankanum. Áður höfðu sömu aðilar náð samkomulagi um skilmálabreytingar á bréfinu í maí sl. sem þeir höfðu kynnt stjórnvöldum ásamt beiðnum um að veittar yrðu víðtækar undanþágur frá fjármagnshöftum á greiðslum til kröfuhafa í bú Landsbankans. Þær breytingar sem náðst hefur samkomulag um fela m.a. í sér að verulega er dregið úr endurfjármögnunaráhættu Landsbankans.

Ofangreind ákvörðun um veitingu undanþágu einskorðast við greiðslur til forgangskröfuhafa. Með þeim greiðslum sem nú verða heimilaðar hafa forgangskröfuhafar í bú Landsbankans fengið um 85% af höfuðstóli krafna sinna greiddan. Samþykktar forgangskröfur í bú Glitnis og Kaupþings hafa nú þegar verið að fullu greiddar. Íslensk stjórnvöld munu ekki veita undanþágur til almennra kröfuhafa nema samkvæmt stefnu stjórnvalda um losun fjármagnshafta sem ætlað er að verja stöðugleika í gengis- og peningamálum.

Breytingar á skilmálum skuldabréfsins milli LBI hf. og Landsbankans voru forsendur þess að undanþágur til forgangskröfuhafa voru heimilaðar. Búið er að lengja afborgunarferil skuldabréfsins og minnka endurfjármögnunaráhættu eftir árið 2018. Rétt er að taka fram að skuldabréfið er uppgreiðanlegt og því er mögulegt fyrir Landsbankann að endurfjármagna skuldabréfið þegar hagstæð kjör bjóðast bankanum á fjármagnsmarkaði.

Með uppgjöri forgangskrafna er náð mikilvægum áfanga í slitameðferð bankanna þriggja sem mun, ásamt öðru, gera stjórnvöldum mögulegt að ráðast í framkvæmd heildstæðrar stefnu um losun fjármagnshafta.

## Bætt umgjörð þjóðhagsvarúðar

Líkt og fjallað er um í greinargerð um losun hafta frá september 2014 er styrkari umgjörð fjármálastöðugleika ein forsenda þess að hægt verði að losa fjármagnshöft með árangursríkum hætti. Í kjölfar þess að fjármálastöðugleikaráð hefur tekið til starfa er unnið að mótun löggjafar til innleiðingar þjóðhagsvarúðartækja (e. macro prudential tools). Á vorþingi hafa verið lögð fram tvö frumvörp þess efnis, annars vegar frumvarp til breytinga á lögum um fjármálafyrirtæki sem innleiðir eiginfjárauka<sup>5</sup> og hins vegar frumvarp til laga um breytingar á lögum um vexti og verðtryggingu varðandi lán í erlendri mynt.<sup>6</sup> Auk þess hefur Seðlabankinn sett reglur um fjármögnunarhlutfall

<sup>5</sup> <http://www.althingi.is/altext/144/s/0990.html>

<sup>6</sup> <http://www.althingi.is/altext/144/s/0975.html>

viðskiptabanka í erlendum gjaldmiðlum. Fjármögnunarhlutfallinu er ætlað að tryggja lágmark stöðugar fjármögnunar í erlendum gjaldmiðlum til eins árs og takmarkar því að hve miklu leyti viðskiptabankar geta reitt sig á óstöðuga skammtímafjármögnun til þess að fjármagna langtímaútlán í erlendum gjaldmiðlum. Á árinu 2015 áformar Seðlabankinn að innleiða reglur um hlutfall fjármögnunar í erlendum gjaldmiðlum sem taka til allt að þriggja ára.<sup>7</sup>

### **Horfur um losun hafta**

Vandamálið sem Ísland stendur frammi fyrir er greiðslujafnaðarvandamál. Það vandamál er þrjúþætt eins og rakið er að framan, þ.e. aflandskrónuvandinn, vandamál tengd útgreiðslu úr fjármálafyrirtækjum sem sæta slitameðferð og hugsanlegt útfærði annarra aðila, þ.m.t. innlendra aðila. Áætlanir um losun hafta verða að tryggja að alvarleg hætta eða örðugleikar skapist ekki í gengis- og peningamálum. Gjaldeyrishöftin eru verndarráðstöfun sem hafa tryggt stöðugleika sem aftur skapaði forsendur fyrir endurskipulagningu fjármálakerfisins og úrvinnslu skuldamála heimila og fyrirtækja í landinu.

Þótt tekist hafi að vinna á vandanum stendur hagkerfið þó enn frammi fyrir verlegum greiðslujafnaðarvanda. Hagkerfið hefur gengið í gegnum mikla aðlögun á undanförunum árum. Mikilvægt er að lausn greiðslujafnaðarvandans taki mið af því og að efnahagslegum og fjármálaegum stöðugleika verði ekki ógnað í því ferli.

Aðstæður til losunar hafta eru um margt ákjósanlegar. Gott jafnvægi er í þjóðarbúskapnum með afgangi af rekstri ríkissjóðs, verðbólga er lág og undirliggjandi er viðskiptaafgangur sem hefur skilað sér í uppbyggingu óskuldsetts gjaldeyrisforða, sem nemur í dag um 60 milljörðum króna.

Aðgengi íslenskra fjármálafyrirtækja að erlendum fjármagnsmörkuðum fer batnandi í smáum skrefum. Vaxtaálag er enn hátt. Fitch hefur breytt horfum um lánshæfi úr stöðugum í jákvæðar. Lágir vextir á alþjóðamörkuðum auðvelda einnig losun hafta með jákvæðum vaxtamun við útlönd. Óvissa um þróun á erlendum mörkuðum, ekki síst vandræði Grikklands, geta þó gert losun hafta áhættumeiri en ella. Breytingar á skuldabréfum milli gamla og nýja Landsbankans styðja einnig við langtímafjármögnun bankans og stöðugleika í greiðsluflæði.

Í reynd eru tvær leiðir til þess að taka á greiðslujafnaðarvanda eins og þeim sem Ísland stendur nú frammi fyrir. Það er annað hvort gert með því að (i) veita afslátt af innlendum eignum þegar þeim er skipt fyrir erlendan gjaldeyri (e. haircut), (ii) að tryggja að kvikar eignir færast í langtímaeignir, þ.e. að lengja í skuldum. Skilmálar slíkra breytinga á eignum og skuldum verða því að tryggja að ómögulegt sé að gjaldfella þær eða koma á fyrra ástandi. Þannig má gera ráð fyrir skammtímaeigendur slíkra gerninga veiti afslátt af þeim (haircut) við sölu en langtímafjárfestar hagnist á þeim til lengri tíma litið.

<sup>7</sup> <http://sedlabanki.is/utgefid-efni/frettir-og-tilkynningar/frettasafn/frett/2014/12/04/Nyjar-reglur-um-fjarmognunarhlutfall-vidskiptabanka-i-erlendum-gjaldmidlum/>