

Lúðvík Júlíusson
Brekustígur 7
245 Sandgerði
ludvikjul@simnet.is

24. nóvember 2011

Efni: Umsögn um „Fjárfestingaleið“ Seðlabanka Íslands

Þann 18. nóvember 2011 tilkynnti Seðlabankinn að hann myndi standa fyrir gjaldeyrisútboðum þar sem Seðlabankinn muni kaupa erlendan gjaldeyri í skiptum fyrir krónur til langtíma fjárfestingar hér á landi. Þessi leið er kölluð fjárfestingaleiðin. Hún felur í sér að fjárfestar sem hyggjast fjárfesta á Íslandi fyrir erlendan gjaldeyri geta keypt íslenskar krónur fyrir hluta gjaldeyrisins í gjaldeyrisútboði Seðlabanka Íslands. *“Skilyrt er að viðkomandi fjárfestir kaupi að minnsta kosti sömu fjárhæð króna í venjulegum viðskiptum við fjármálastofnanir. Einnig er það skilyrði að öllum fjármunum verði varið til fjárfestingar innanlands. Fjárfestum sem þegar eiga svonefndar aflandskrónur sem verið hafa í samfelldu eignarhaldi viðkomandi fjárfestis frá 28. nóvember 2008 verður einnig gert kleift að fjárfesta með sama hætti og auglýsingin greinir. Þeir munu með sama hætti selja erlendan gjaldeyri hjá innlendri fjármálastofnun og er þá gert kleift að flytja til landsins aflandskrónur sínar.”*

Gengi evrunnar í íslenskum krónum er nú 160 krónur, gengi aflandskrónu gagnvart evru er 245 og gengi aflandskróna gagnvart evru í útboði Seðlabankans frá því fyrr á árinu var 210 krónur. Út frá þessum upplýsingum er hægt að sjá hvernig fjárfestingaleiðin virkar.

Ósamræmi í tilkynningu og skilmálum

Það er ósamræmi í tilkynningu Seðlabanka Íslands frá 18. nóvember 2011 og í skilmálum vegna viðskipta tengdum fjárfestingaleiðinni. Í tilkynningunni segir:

„Skilyrt er að viðkomandi fjárfestir kaupi að minnsta kosti sömu fjárhæð króna í venjulegum viðskiptum við fjármálastofnanir.”

Hér er sagt að upphæðin í íslenskum krónum sem keypt er á álandsmarkaði (opinbera gengi Seðlabankans) og aflandsmarkaði (útboði Seðlabankans) skuli vera hin sama.

Í skilmálum Seðlabankans frá 18. nóvember 2011 segir hins vegar:

“Fjárfestar sem hyggjast fjárfesta á Íslandi í samræmi við skilmála[] þessa, og sem selja erlendan gjaldeyri hjá innlendri fjármálastofnun, munu að öllum skilyrðum uppfylltum geta selt Seðlabankanum erlendan gjaldeyri í gjaldeyrisútboði, þar sem fjárfestir getur boðið Seðlabankanum að kaupa jafnmikinn erlendan gjaldeyri og hann seldi innanlands”

Hér segir hins vegar að upphæð erlends gjaldeyris skuli vera hin sama. Þetta eru augljóslega mistök en þau gætu bent til þess að starfsmenn Seðlabankans hafi ekki kynnt sér þessa leið nægilega vel sem eykur hættuna á því að útfærsla hennar verði gölluð og niðurstaða hennar undir væntingum og enn skaðlegri en ég óttast.

Áhrif þessara mismunandi túlkunar Seðlabankans Miðað við að keypt sé 1.000.000 ISK		
	<i>Álandskrónur keyptar</i> <i>+ aflandskrónur keyptar</i> <i>= Heildarkostnaður</i>	<i>Álandskrónur</i> <i>+ aflandskrónur</i> <i>= Heildarupphæð</i>
Upphæð í ISK sú sama	$3.125.000 + 2.381.000 =$ 5.506.000 EUR $56,8\% + 43,2\% = 100\%$	500 milljónir + 500 milljónir = 1 milljarður ISK
Upphæð í EUR sú sama	$2.703.000 + 2.703.000 =$ 5.406.000 EUR $49\% + 49\% = 98\%$	432 milljónir + 568 milljónir = 1 milljarður ISK

Sé upphæð gjaldeyris sú sama þá kemur 2% minna af gjaldeyri til landsins en ef upphæð íslenskra króna væri sú sama. Þess vegna skiptir gríðarlegu máli að Seðlabanki Íslands viti hvaða leið hann ætlar í þessu mikilvæga máli. Ég reikna með að farið verði eftir skilmálunum en það verður að liggja skýrt fyrir hjá Seðlabankanum hvora leiðina hann fer.

Sé miðað við skilmálann þá lítur út fyrir að Seðlabankinn hafi ákveðið að fórna þessum 2% til að fá stærri hlut af gjaldeyrinum beint til sín enda fær hann 50% af gjaldeyrinum ef upphæðin er sú sama í evrum en aðeins 43% ef upphæðin í krónum er sú sama.

Dæmi um mismunun fjárfesta

Út frá framangreindum upplýsingum skoðum við nú fjárfestingu upp á 1 milljarð króna og þremur áhugasömum fjárfestum. Einn fjárfestirinn er innlendur og hyggst nota krónur til fjárfestingar, annar fjárfestirinn er einnig innlendur en hyggst nota gjaldeyri í vörslu erlendis og þriðji aðilinn er erlendur aðili sem hyggst nota gjaldeyri í vörslu erlendis. Samkvæmt þessari leið þá er enginn munur á því hvort fjárfestirinn er innlendur eða erlendur nema skattalegur. Líklegra fást meiri skatttekjur ef hlutur innlendra aðila væri meiri en um það er ómögulegt að segja.

- **Innlendur aðili sem notar 1 milljarð króna til fjárfestingar:** Þessi aðili notar 1 milljarð króna til að fjárfesta innanlands. **Eigur hans eftir viðskiptin eru 1.000 milljónir króna.**
- **Innlendur/erlendur aðili sem notar 6,25 milljónir evra til fjárfestingar:** Þessi aðili kaupir krónur af Seðlabanka Íslands á genginu 210 fyrir 3,125 milljónir evra og fær 656 milljónir króna. Þessi fjárfestir kaupir síðan krónur á opinbera genginu fyrir 3,125 milljónir og fær 500 milljón krónur. **Eigur hans eftir viðskiptin eru 1.156 milljónir króna.**

Áhrif fjárfestingaleiðarinnar á jöfnuð og heilbrigða samkeppni						
	Við eðlilegt umhverfi fjárfestinga			Miðað við fjárfestingaleið Seðlabanka Íslands		
	Fjárfestinga- geta ISK	Fjárfestinga- geta EUR	% af heild	Fjárfestinga- geta ISK	Fjárfestinga- geta EUR	% af heild
Innlendur fjárfestir sem notar ISK	1 milljarður	6,25 milljónir	50%	1 milljarður	6,25 milljónir	46%
Innlendur/erlendur fjárfestir sem notar EUR	1 milljarður	6,25 milljónir	50%	1,16 milljarðar	7,23 millj. (+0,98 millj., 15,7%)	54%

Ef þessir aðilar ákveða að fjárfesta fyrir sem svarar einum milljarði, annar í krónum en hinn í evrum, í sömu verðbréfunum þá eignast þeir misstóran hlut. Sá sem fjárfestir í krónum eignast 46% en sá sem fjárfestir í evrum eignast 54%. Munurinn eru 9 prósentur og sá sem notar fjárfestingaleiðina er 20% stærri! Auðvitað er ekkert eðlilegt við það.

Raunverulegt kaupverð og hagnaður í fjárfestingaleiðinni						
	Við eðlilegt umhverfi fjárfestinga		Miðað við fjárfestingaleið Seðlabanka Íslands			
	Kaupverð	Fjárfesting í EUR	Kaupverð (verðmæti)	Greitt í EUR	% af verði	Hagnaður
Innlendur fjárfestir sem notar ISK	<u>1 milljarður</u>	6,25 milljónir	1 milljarður	6,25 milljónir	100%	0
Innlendur/ erlendur fjárfestir sem notar EUR	1 milljarður	<u>6,25 milljónir</u>	1 milljarður	5,41 milljónir	86,5%	0,84 millj. EUR/135 millj. ISK

Þessi dæmi sýna glögglega hvernig fjárfestingaleiðin mismunar fjárfestum. Það er líka ljóst að eftir þessi viðskipti þá er ekki hægt að segja að heilbrigð samkeppni ríki á milli fjárfesta. Þannig fórnar þessi leið bæði heilbrigðri samkeppni, sem er forsenda sjálfbærs hagvaxtar, og jöfnuði, sem er forsenda heilbrigðs samfélags.

Erlendar fjármagnstekjur

Óheimilt er að nota erlendar fjármagnstekjur til fjárfestinga, samkvæmt skilmálum fjárfestingaleiðarinnar, en ómögulegt er að koma í veg fyrir það. Ástæðan er sú að heimilt er að nota gjaldeyri í vörslu erlendis og ómögulegt er að greina á milli eignar fyrir nóvember 2008 og fjármagnstekna síðan þá nema fjárfestir ætli sér að nýta alla gjaldeyriseign sína.

Erlendar fjármagnstekjur hafa verið að hlaðast upp erlendis frá nóvember 2008 og það er ekki ólíklegt að eigendur þeirra muni nýta sér þær til fjárfestinga hér á landi. Auðvitað munu þeir ekki flytja sjálfar fjármagnstekjurnar til landsins heldur munu þeir auðvitað nota upphaflegu fjárfestinguna, höfuðstólinn. Endanleg niðurstaða er hins vegar sú sama, heimildin til að safna fjármagnstekjur veitir ákveðnum aðilum óeðlilegt samkeppnisforskot.

Erlendar fjármagnstekjur auka mismunun fjárfesta

Endurfjárfestingaheimild til aðila sem fá erlendar fjármagnstekjur eykur mismunun og raskar enn meira heilbrigðri samkeppni. Ástæðan er sú að hingað til hafa allar útflutningstekjur og gjaldeyristekjur aðrar en fjármagnstekjur verið skilaskyldar án undantekninga. Útflutningsaðilar hafa því þurft að notast við álandsgengið í sínum viðskiptum og þurft að geyma gjaldeyri á reikningum hér á landi. Útflutningsaðilar sem hyggjast nú fjárfesta geta af

Þessum ástæðum ekki nýtt sér fjárfestingaleiðina heldur neyðast þeir til að skipta á álandsgenginu sem er nú 160 krónur/evra í stað aflandsgengisins sem verður líklega í kringum 210 krónur/evra.

Útflutningsaðilar og aðrir eigendur skilaskylds gjaldeyris neyðast því til að horfa upp á aðila flytja fjármagnstekjur sínar hingað til lands og nýta þær til að veita sér samkeppnisforskot. Eins og kemur fram í töflunni hér að ofan þá er samkeppnisforskotið 13,5%!

Þegar Seðlabankinn fer að heimila kaupendum aflandskróna að fjárfesta í innlendu atvinnulífi þá fara þeir í samkeppni við aðila sem eru þegar með atvinnurekstur og aðila sem hyggja á fjárfestingar. Fjárfestingaleiðin mun þar af leiðandi raska verulega öllum arðsemisútreikningum og eðlilegri verðmyndun á samkeppnismarkaði.

Þetta getur ekki talist eðlilegt og löglegt. Í besta falli er þetta lélegt viðskiptasiðferði.

Aflandskrónur sem innspýting

Síðustu misseri hefur mikið verið rætt um að hleypa aflandskrónum inn í landið til að koma peningum í vinnu. Ég gagnrýni þessa hugmyndir og tel þær annað hvort mistök eða hreinlega byggja á vanþekkingu á peningamálum. Að hleypa inn aflandskrónum er eins og að prenta peninga, þeir sem fá þá fyrstir græða en þeir sem fá þá síðast þeir tapa!

Það eru tvær leiðir til að stjórna peningamagni í umferð, annað hvort að stýra því beint eða með vöxtum. Ef peningamagni er stýrt beint þá ræður markaðurinn vöxtunum en ef peningamagni er stýrt með vöxtum þá ræður markaðurinn peningamagni. Síðari aðferðin er notuð hér á landi eins og í flest öllum vestrænum ríkjum.

Ef verðbólga eykst þá hækkar Seðlabankinn vexti til að draga úr eftirspurn í hagkerfinu og peningamagni í umferð. Sé samdráttur í hagkerfinu og verðbólgan lág þá eru vextir lækkaðir til að auka peningamagn í umferð og ýta undir eftirspurn.

Það er ljóst að engar krónur eru „atvinnulausar“ í hagkerfi þar sem peningamagn er breytilegt. Breytilegt peningamagn sér til þess að peningamagn vex þegar tækifæri eru fyrir hendi og dregst saman þegar tækifærum fækkar. Þeir peningar sem ekki finna sér vinnu miðað við stýrivexti eða markaðsvexti, sem ráðast af verðbólgu og hagsveiflum á hverjum tíma, fara í Seðlabankann.

Peningamagn og eftirspurn hafa áhrif á gengi krónunnar. Ef peningamagn er aukið þá lækkar gengi krónunnar en ef peningamagn er minnkað þá styrkist gengi krónunnar. Við núverandi aðstæður í efnahagslífinu þá er ljóst að lægri vextir munu auka eftirspurn og peningamagn í hagkerfinu sem mun leiða af sér lægra gengi krónunnar og verðbólgu.

Stjórnvöld, Seðlabanki Íslands og Samtök iðnaðarins tala um aflandskrónur eins og þær hafi engin slæm áhrif á hagkerfið. Þær hafa auðvitað slæm áhrif á hagkerfið því annars væri ekki bannað að koma með þær til landsins! Stjórnvöld vilja nú leyfa ákveðnum fjárfestum að nota þær í langtíma fjárfestingar. Í raun skiptir ekki máli í hvað aflandskrónur eru notaðar. Þær auka eftirspurn án þess að auka verðmætasköpun á sama tíma sem leiðir af sér lækkun krónunnar og hærri verðbólgu.

Ef aflandskrónur hefðu ekki slæm áhrif þá væri best ef allar útflutningsatvinnugreinar og allir fjárfestar, stórir sem smáir, fengju að nota þær því þá myndi hagur þeirra allra batna, eftirspurn og fjárfestingar myndu aukast og atvinnuleysi minnka. Ef allir fengju að nota aflandskrónur þá væri heldur enginn ójöfnuður á milli fjárfesta! Þetta væri frábær lausn úr kreppunni ef þetta væri því miður ekki hrein og tær peningaprentun og hækkar þar af leiðandi verðbólgu, erlendar skuldir og dregur úr lífskjörum!

Það er ekki nóg með að aflandskrónurnar auki eftirspurn í hagkerfinu, heldur auka þær einnig eftirspurn eftir gjaldeyri! Ef Seðlabankinn freistast til að verja gengi krónunnar og kaupa krónur þá aukast erlendar skuldir og þar með verður skuldastaða Íslands verri án þess að nýjar gjaldeyristekjur hafi skapast. Það dregur augljóslega úr lífskjörum í landinu.

Til þess að koma í veg fyrir þessar slæmu afleiðingar aflandskrónanna þá þyrfti Seðlabankinn að hækka vexti og draga þar með úr umfram eftirspurn um leið og aflandskrónurnar færu út í fjárfestingar. Nettó áhrif aflandskrónanna fyrir hagkerfið yrðu því engar! Í raun yrðu þær verri en engar vegna þess að vextir yrðu hærri, eignir munu hafa færst frá almenningi til þeirra sem fengu að nota aflandskrónur og fyrirtæki sem ekki fá að njóta ávinnings af aflandskrónum verða að draga úr umsvifum sínum vegna hærri vaxta.

Afleiðing fjárfestingaleiðar Seðlabanka Íslands er:

- að fjárfestum er mismunað,
- að vextir hækka,
- að verðbólga eykst,
- aukinn almennur ójöfnuður,
- að heilbrigðri samkeppni er fórnað,
- skortur á samkeppni skerðir líf skjör,
- að ofgnótt fjármagns hverfur ekki heldur skiptir það einungis um hendur,
- að á meðan eitt vandamál er leyst þá eru miklu fleiri búin til í staðinn.

Það er því ljóst að útfærsla Seðlabanka Íslands á fjárfestingaleiðinni er ekki góð og mun ekki ná markmiðum Seðlabankans um að losa um aflandskrónueign óþolinmóðra fjárfesta án þess að valda skaða sem teljast í hugum flestra enn meira böll en gjaldeyrishöft.

Skortur á rökstuðningi

Skortur á rökstuðningi, gögnum og greiningu í máli Seðlabankans skaðar alla málefnalega umræðu um leiðir hans hvort sem það er um útfærslu gjaldeyrishaftanna eða um leiðir í afnámi þeirra. Allt virðist byggt á mati sem aldrei er rökstutt með tölulegum gögnum og greiningu. Þetta mat getur því ekki talist byggja á öðru en tilfinningum sem verður að teljast gríðarlega ónákvæm aðferð við stjórnun jafn mikilvægrar stofnunar og Seðlabanki Íslands er á erfiðum tímum sem þessum.

Þessi skortur á gögnum gerir það að verkum að þegar gögn Seðlabankans eru lesin að þá er engum spurningum svarað um afleiðingar þess sem hann hefur í hyggju að gera.

Góður rökstuðningur, hvort sem hann er tölulegur eða byggður á hagfræðilegum rökum, myndi svara þeirri gagnrýni sem ég set fram.

Skortur á rökum bendir annað hvort til þess að Seðlabankinn meti slæmar afleiðingar gjaldeyrishaftanna sem lítilvægar eða að hann veit hreinlega ekki af þeim.

Fleiri leiðir

Það er skrítið að Seðlabankinn hafi ekki prófað fleiri leiðir áður en hann ákvað að fara þessa leið mismununar og ójöfnuðar.

Ef við gefum okkur að það sé nauðsynlegt losa um aflandskrónueign án tafar og að ekki verði hægt að komast hjá skaðsemi þeirra á hagkerfið þá væri mun betra að dreifa ávinningnum af aflandskrónunum á sem flesta. Þannig fengju mun fleiri tekjur(hagnað af aflandskrónum) á móti gjöldunum(m.a. vegna hærri vaxta, verðbólgu og kaupmáttarskerðingu). Ef þessi leið væri farin þá myndi aflandskrónuvandinn hverfa mjög fljótlega með minni ruðningsáhrifum, áhrifum á jöfnuð og skaða fyrir hagkerfið.

Ég vona að með þessari stuttu yfirferð hafi ég sýnt fram á nauðsyn þess að sjá afleiðingar gjaldeyrishaftanna og afnáms þeirra í stærra samhengi og að þú munir hjálpa mér að breyta vinnubrögðum Seðlabanka Íslands til hins betra.

Virðingarfyllt,

Lúðvík Júlíusson

Heimildir:

HSH Nordbank. *Devisenkurse VÖB und HSH Nordbank*. Sótt 23. nóvember 2011 af http://www.hsh-nordbank.de/media/pdf/marktberichte/finanzmarkt/eurofixing/2eurofixing_231111.pdf?

Morgunblaðið. *Borgaði 210 krónur fyrir evru*. Sótt 23. nóvember 2011 af http://www.mbl.is/vidskipti/frettir/2011/06/28/borgadi_210_kronur_fyrir_evru/

Seðlabanki Íslands. *Fjárfestingaleiðin – skref í losun gjaldeyrishafta*. Sótt 23. nóvember 2011 af <http://www.sedlabanki.is/?PageID=13&NewsID=3009>

Seðlabanki Íslands. *Gengi gjaldmiðla*. Sótt 23. nóvember 2011 af <http://www.sedlabanki.is/?PageID=7>

Seðlabanki Íslands. (2011). *Skilmálar um gjaldeyrisviðskipti samkvæmt fjárfestingaleið að losun gjaldeyrishafta*. Reykjavík: Seðlabanki Íslands.

Seðlabanki Íslands. *Tæki og miðlun peningastefnunnar*. Sótt 23. nóvember 2011 af <http://www.sedlabanki.is/?PageID=59>