



**BA ritgerð**

**í hagfræði**

**Gjaldeyrishöft**

Hafa þau áhrif og þá hvaða?

Ragnheiður Benediksdóttir

Leiðbeinandi: Sigurður Jóhannesson

Hagfræðideild

Júní 2014



**HÁSKÓLI ÍSLANDS**

**Gjaldeyrishöft**  
*Hafa þau áhrif og þá hvaða?*

Ragnheiður Benediktsdóttir

Lokaverkefni til BA-gráðu í hagfræði

Leiðbeinandi: Sigurður Jóhannesson

Hagfræðideild

Félagsvísindasvið Háskóla Íslands

Júní 2014

Gjaldeyrishöft, hafa þau áhrif og þá hvaða?

Ritgerð þessi er 12 eininga lokaverkefni til BA prófs við Hagfræðideild,  
Félagsvísindasviðs Háskóla Íslands.

© 2014 Ragnheiður Benediksdóttir

Ritgerðina má ekki afrita nema með leyfi höfundar.

Prentun: Prentsmiðjan Svansprent

Reykjavík, 2014

## Formáli

Ritgerðin er 12 ECTS eininga lokaverkefni í BA námi við Hagfræðideild Háskóla Íslands.

Leiðbeinandi verkefnsins var Sigurður Jóhannesson og vil ég þakka honum innilega fyrir leiðsögnina. Ég þakka Eyrúnu Magnúsdóttur kærlega fyrir yfirlestur. Einnig vil ég þakka móður minni, Unni Dís Skaptadóttur, fyrir ómetanlega aðstoð á síðustu mánuðum við yfirlestur og góðar ábendingar. Að lokum vil ég þakka kærastanum mínum, Magnúsi Gunnarsyni, fyrir allan stuðninginn á síðustu mánuðum.

## Útdráttur

Erfitt hefur verið að mæla áhrif gjaldeyrishafta vegna þess hversu ólík þau eru í mismunandi löndum. Gjaldyrishöft eru skilgreind sem öll takmörkun á fjármagnsflutningum yfir landamæri ríkja og á það bæði við takmörkun á innstreymi og útstreymi erlends fjármagns. Í þessari ritgerð eru gjaldyrishöft skoðuð í þremur löndum; Malasíu, Tælandi og Spáni, sem öll höfðu sett á höft á útstreymi fjármagns í lok síðustu aldar. Farið er yfir hvert land fyrir sig og skoðað hvað varð til þess að gjaldyrishöft voru sett á í hverju landi og hvaða áhrif gjaldyrishöftin höfðu á hvert land fyrir sig. Síðan eru dregin fram töluleg gögn til að skoða áhrifin betur. Tölulegu gögnin eru gögn um raunvexti, raungengi, verðbólgu, fjárfestingu og hagvöxt í hverju landi fyrir sig. Skoðað er hvort gjaldyrishöftin höfðu áhrif á þá þætti og hvort þau voru skammtíma eða langtíma áhrif. Niðurstöður sýna að gjaldyrishöftin höfðu ólík áhrif í hverju landi fyrir sig en alls staðar höfðu gjaldyrishöftin áhrif. Þegar gögn um Ísland eru borin saman við gögn Malasíu, Tælands og Spánar má sjá að gjaldyrishöftin höfðu svipuð áhrif á þessa þætti þegar höftin voru lätin á hjá Íslandi og Malasíu.

## Efnisyfirlit

Formáli .....	4
Útdráttur .....	5
Efnisyfirlit .....	6
Myndaskrá .....	8
Töfluskrá.....	9
1 Inngangur.....	10
2 Gjaldeyrishöft .....	11
2.1 Saga gjaldeyrishafta.....	12
2.2 Hvers vegna ætti að setja á gjaldeyrishöft? .....	13
2.3 Mismunandi tegundir gjaldeyrishafta .....	15
2.3.1 Gjaldeyrishöft á innstreymi fjármagns.....	16
2.3.2 Gjaldeyrishöft á útstreymi fjármagns .....	16
2.4 Mælingar á gjaldeyrishöftum .....	18
3 Lönd með gjaldeyrishöft á útstreymi.....	20
3.1 Malasía .....	20
3.2 Tæland.....	23
3.3 Spánn.....	25
4 Áhrif gjaldeyrishafta .....	28
4.1 Virka höftin? .....	28
4.1.1 Voru höftin árangursrík í Malasíu? .....	30
4.1.2 Voru höftin árangursrík í Tælandi? .....	32
4.1.3 Voru höftin árangursrík á Spáni? .....	33
5 Töluleg gögn .....	35
5.1 Malasía .....	36
5.2 Tæland.....	39

5.3	Spánn.....	42
5.4	Ísland .....	45
6	Umræða.....	49
	Heimildaskrá .....	52
7	Viðauki – Töluleg gögn af Datamarket .....	55
7.1	Töflur .....	55
7.2	Samanburður á milli landa .....	56

## Myndaskrá

Mynd 1 Ómöguleika príhyrningurinn .....	15
Mynd 2 Raunvextir í Malasíu .....	36
Mynd 3 Raungengi í Malasíu .....	36
Mynd 4 Hagvöxtur í Malasíu.....	37
Mynd 5 Verðbólga í Malasíu.....	37
Mynd 6 Fjárfesting í Malasíu .....	37
Mynd 7 Raunvextir í Tælandi.....	39
Mynd 8 Raungengi í Tælandi .....	39
Mynd 9 Hagvöxtur í Tælandi .....	40
Mynd 10 Verðbólga í Tælandi.....	40
Mynd 11 Fjárfesting í Tælandi .....	40
Mynd 12 Raunvextir á Spáni.....	42
Mynd 13 Raungengi á Spáni .....	42
Mynd 14 Hagvöxtur á Spáni.....	42
Mynd 15 Verðbólga á Spáni.....	43
Mynd 16 Fjárfesting á Spáni .....	43
Mynd 17 Raunvextir á Íslandi .....	45
Mynd 18 Raungengi á Íslandi.....	45
Mynd 19 Hagvöxtur á Íslandi.....	46
Mynd 20 Verðbólga á Íslandi .....	46
Mynd 21 Fjárfesting á Íslandi.....	46



## Töfluskrá

Tafla 1 Hvenær gjaldeyrishöft voru sett og afnumin.....	20
---	----

## 1 Inngangur

Aukinn áhuga hefur mátt finna á síðustu árum og áratugum meðal bæði fræðimanna og stjórnámálanna á notkun gjaldeyrishafta til að stjórna stórum og oft óstöðugum og sveiflukenndum fjármagnsflæðum. Í aðdraganda alþjóðlegu fjármálakreppunnar upplifðu mörg lönd, einkum í Mið- og Austur-Evrópu, uppgang vegna fjármagnsflæðis til þeirra sem leiddi til þrýstings sem batt hendur peningastefnunnar og leiddi að lokum til þess að innstreymi þurrkaðist upp eða öfugt. Slíkar hringrásir efnahagsþenslu og kreppu hefur mátt finna í fjölda nýmarkaðsríkja á undanförunum árum sem endaði oft í því að það hægði mjög á vexti til lengri tíma. Takmarkanir fjármagnsstreymis er einn möguleiki í stefnumótun til að hjálpa við að stjórna flæðinu (Saborowski, Sanya, Weisfeld, og Yezpez 2014). Hagfræðingar hafa beitt ýmsum rökum til að réttlæta notkun gjaldeyrishafta. Við ákveðnar aðstæður virðast gjaldeyrishöft bæta efnahagslega velferð með því að bæta fyrir ófullkomleika á fjármálamarkaði. Tillögur til að takast á við ófullkomleika fjármálamarkaðsins hafa verið allt frá bættri upplýsingagjöf og aukinni varfærni við álagningu og til þess að leggja til höft á alþjóðlegt fjármagnsflæði (Ariyoshi ofl. 2000: 5).

Í þessari ritgerð fjalla ég um gjaldeyrishöft, hvort þau hafi áhrif og þá hvaða áhrif. Markmiðið er að skoða hvort gjaldeyrishöftin hafa áhrif með því að skoða og bera saman mismunandi lönd þar sem höft hafa verið sett til lengri eða skemmri tíma. Ég skoða meðal annars mismuninn á því hvers eðlis höftin eru í ólíkum löndum. Ég mun einblína á lönd sem hafa haft gjaldeyrishöft á útstreymi og tek gjaldeyrishöft í Malasíu, Tælandi og á Spáni sem dæmi.

Fyrst fjalla ég almennt um gjaldeyrishöft, sögu þeirra og hvers vegna þau hafa verið sett á. Síðan skoða ég um mismunandi tegundir hafta og mælingar á þeim. Næst ber ég saman gjaldeyrishöft í þremur löndum, Tælandi, Malasíu og Spáni. Að lokum dreg ég fram töluleg gögn til að skoða áhrifin betur. Tölulegu gögnin eru gögn um raunvexti, raungengi, verðbólgu, fjárfestingu og hagvöxt í hverju landi fyrir sig. Skoðað er hvort gjaldeyrishöftin höfðu áhrif á þá þætti og hvort þau voru skammtíma eða langtíma áhrif.

## 2 Gjaldeyrishöft

Höftum á fjármagnsflutninga hefur verið beitt víða um heim. Algeng rök fyrir takmörkunum á útflæði eru að það geti gefið stjórnvöldum rými til að endurskipuleggja og til að lækka stýrivexti til að ýta undir fjárfestingu. Litið er svo á að með stöðugra gengi megi flýta fyrir uppbyggingu og þannig geti gjaldeyrishöft ýtt undir hagvöxt. Algeng form hafta eru magntakmarkanir á fjármagnsflutninga; þegar skattur er lagður á fjármagnshreyfingar; bindiskylda hjá seðlabanka ríkisins; og þegar gjaldeyrísáhætta fyrirtækja er takmörkuð (Finnur Oddsson, Björn Þór Arnarson, Björn Brynjúlfur Björnsson, Lúðvík Elíasson & Haraldur I. Birgisson 2011).

Þeir sem sett hafa á gjaldeyrishöft telja að þau geti hjálpað að sætta andstæð markmið peningastefnunnar þegar gengið er fast eða mjög stýrt. Þannig megi varðveita sjálfstæði peningastefnunnar til að geta haft stjórn á peningamálum gagnvart innlendum markmiðum og draga úr þrýstingi á gengi gjaldmiðilsins. Önnur rök fyrir gjaldeyrishöftum hafa verið að með þeim megi verja peningalegan og fjármálalegan stöðugleika í ljósi viðvarandi fjármagnsflæðis, sérstaklega þegar áhyggjur eru af því að mikið innflæði geti verið verðbólguvaldandi. Einnig þegar ófullnægjandi mat er á áhættu bankanna og atvinnuvega í tengslum við mjög stýrðan gengishraða, sem með því að veita óbeina gengisáhættuábyrgð hvetur til aukningar á óvarinni eign í erlendum gjaldmiðlum (Ariyoshi ofl 2000).

Árangur gjaldeyrishafta hefur oft verið metinn út frá áhrifum þeirra á fjármagnsflæði og stefnumið, svo sem að viðhalda gengisstöðugleika, veita meira sjálfstæði fyrir peningastefnuna eða viðhalda fjármálastöðugleika innanlands. Fræðiskrif sem fjalla um muninn á innlendum og erlendum vöxtum, hafa vakið mikla athygli þar sem gjaldeyrishöft hafa tilhneigingu til að verða þess valdandi að fleygur skapast milli innri og ytri fjármálamarkaða. Þetta bil getur þó sjálft hvatt til takmörkunar þar sem að skilvirkni gjaldeyrishaftanna mun þá ráðast af stærð þessarar hvatningar miðað við kostnaðinn af hindruninni. Ef höftin eru skilvirk verður fjármagnsstreymið síður viðkvæmt gagnvart innlendum vöxtum, sem stjórnvöld gætu þá beint að innlendum efnahagslegum markmiðum (Ariyoshi ofl. 2000).

Rannsóknir á gjaldeyrishöftum hafa nokkra aðferðafræðilega annmarka. Engin ein góð og áreiðanleg mæling á styrk gjaldeyrishafta er í boði og margar rannsóknir nota

einfaldlega gervibreytur fyrir tilvist þeirra. Einnig er oft erfitt að ganga úr skugga um hvort muninn á gervibreytunum megi rekja til gjaldeyrishafta eða annarra þátta, sem suma er einnig erfitt að mæla (t.d. virkni eftirlits). Auk þess hefur reynst erfitt að greina á milli langtíma- og skammtíma fjármagnsflæðis. Skammtímalán eru oft endurnýjuð ítrekað, en lán til lengri tíma geta verið seld með stuttum fyrirvara á eftirmarkaði. Þetta gildir jafnvel um beinar erlendar fjárfestingar þegar fjárfestir getur fengið lánað gegn veði hans til framtíðar. Afleiðumarkaðir innihalda meðal annars þessa samninga, skiptasamninga og valréttarsamninga, sem opna margar fleiri leiðir til að breyta skilvirkni gjalddaga fjárfestinga. Að hve miklu leyti muninum á milli skammtíma- og langtíma fjármagnsflæðis er eytt veltur fyrst og fremst á stigi þróunar á fjármálamarkaði, einkum á dýpt hans og lausafé. Þessir eiginleikar fjármálamarkaða verða síðan fyrir áhrifum af reglugerðum ríkisstjórna og gjaldeyrishafta (Ariyoshi ofl. 2000).

## 2.1 Saga gjaldeyrishafta

Á tuttugustu öldinni höfðu hagfræðingar reglulega lýst yfir áhyggjum af alþjóðlegu fjármagnsflæði. Einn þeirra var Ragnar Nurkse sem skrifaði árið 1920 um "óstöðugleika fjármagnsflæðis" og árið 1970 lýsti Charles Kindleberger hlutverki fjármagns í að ýta undir uppsveiflur og kreppur. Þegar leiðandi ríki heimsins hittust á fundi í Bretton Woods (1944) eftir seinni heimstyrjöldina til að móta reglur um alþjóðlega fjármálakerfið þá ræddu John Maynard Keynes og aðrir þátttakendur um hlutverk gjaldeyrishafta. Leiðin að málamiðlunum var sú krafa að meðlimir Alþjóðagjaldeyrissjóðsins (eða IMF, þá nýstofnuð alþjóðleg peningastofnun) leyfðu fjármagni að vera frjálst og breytanlegt milli landa til að öll vöruviðskipti gætu gengið, en þeir gætu lögleitt gjaldeyrishöft á fjármagnshreyfingar í viðskiptum. Flest ríki höfðu gjaldeyrishöft á þessum tíma (Forbes 2006).

Næstu árin á eftir Bretton Woods fundinn, fjarlægðu mörg þróuð lönd gjaldeyrishöftin sín smám saman og um 1980 voru aðeins fá lönd eftir sem ennþá höfðu gjaldeyrishöft. Snemma árið 1990 voru víða vaxandi markaðir og þróunarlönd einnig byrjuð að afnema gjaldeyrishöftin sem þau höfðu haft. Upphaflegu áhrifin virtust

jákvæð þar sem fjármagn rann inn í lönd með frjálsum fjármagnsflutningum, fjárfestingar og vöxtur jukust og eignaverð hækkaði. Stuðningurinn við afnám gjaldeyrishaftanna var svo útbreiddur að árin 1996-1997 ræddu leiðandi stjórnámálamenn í heiminum um breytingar á reglum sem samþykktar höfðu verið í Bretton Woods, á þann veg að að framlengja stefnu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins um fjármagnshreyfingar og afnám gjaldeyrishafta. En um mitt árið 1997 fór af stað röð af fjármálakreppum í Asíu sem dreifðust svo um allan heim og virtust hafa mikil áhrif á nýja markaði sem höfðu nýlega byrjað að leyfa frjálsa fjármagnsflutninga. Þessi röð af kreppum leiddi til endurmats á gildi gjaldeyrishafta og spurninga um hvort þau væru ef til vill æskileg og þá sérstaklega fyrir vaxandi markaði og hagkerfi þróunarlanda (Forbes 2006). Vegna þessarar þróunar byrjuðu margar ríkisstjórnir og hagfræðingar að styðja notkun gjaldeyrishafta fyrir vaxandi markaði við ákveðnar aðstæður og þá sérstaklega það að setja skatta á innstreymi fjármagns. Þessi stuðningur var byggður á þeirri trú að ef innflæði fjármagns væri stjórnað, gæti það dregið úr varnarleysi landsins gagnvart fjármálakreppum. Frá 2002 til 2005 settu nokkur nýmarkaðsríki (t.d. Kólumbía, Rússland og Venesúela) höft á innstreymi fjármagns, aðallega til að draga úr styrkingu gjaldmiðla þeirra. Á sama tíma færðu nokkur stór nýmarkaðsríki (á borð við Indland og Kína) sig í gagnstæða átt og afnámu mörg af þeim höftum sem þau höfðu haft (Forbes 2006).

## **2.2 Hvers vegna ætti að setja á gjaldeyrishöft?**

Ítrekað hafa stjórnvöld ólíkra landa notast við skattalög, aðhald í eftirlitsstjórn og eftirlit á fjármálaviðskiptum til að takast á við utanaðkomandi öfl sem þau telja að hafi neikvæð áhrif á hagkerfið. Oft gefa stjórnvöld góðar ástæður fyrir aðgerðum sínum en stundum er erfitt að átta sig á hvaða ástæður eru fyrir höftum á fjármagnsflæði. Magud, Reinhart og Rogoff (2011) benda á að það séu fjórir undirliggjandi þættir sem skapi ótta, sem geti gert höft að aðlaðandi kosti. Það fyrsta sem fólk hræðist, segja þau, er gengishækkun. Með innstreymi fjármagns leiðir þrýstingur á gengi gjaldmiðils til þess að framleiðsla innlendra framleiðenda verður dýr og minna samkeppnishæf á alþjóðlegum mörkuðum. Löngunin til að stemma stigu slíkri gildishækkun kemur oftast fram í uppsöfnun gjaldeyrisforða. Með tímanum verður þó erfiðara að viðhalda þessum gjaldeyrisforða og bein íhlutun verður talin meira aðlaðandi (Magud, Reinhart & Rogoff 2011).

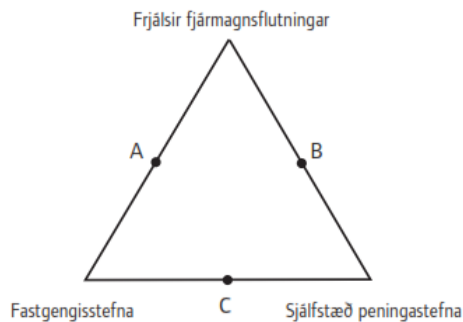
Annað sem fólk hræðist, er óttinn við peninga sem flæða milli markaða, þar sem fjárfestar reyna að fá eins háa vexti og mögulegt er fyrir þá (e. hot money). Fyrir hagstjórn í þróunarlöndum er áhyggjuefni að fá athygli erlendra fjárfesta því ef slík athygli hverfur skyndilega getur það valdið miklum fjármagnsflóttu úr landinu. Slík tortryggni var á bak við upphaflega tillögu James Tobin um að setja á gjöld eða aðrar hindranir á alþjóðlegt fjársteymi. Hugmyndin var að setja á nægilega háan skatt sem myndi fæla fyrst innstreymi og draga síðan úr sársauka í tengslum við óhjákvæmilegt útstreymi (Magud, Reinhart & Rogoff 2011).

Þriðji þátturinn sem Magud, Reinhart og Rogoff nefna er óttinn við of mikið innstreymi fjármagns. Stjórnvöld í nýmarkaðsríkjum vantroysta yfirleitt ekki þeim sem koma inn með erlent fjármagn. Ekki eru allir peningar „heitir“ (þannig að fólk vilji græða sem mest á þeim og fara svo burt með þá), en stundum skiptir magn af flæði fjármagnsins máli. Mikið innstreymi fjármagns, sérstaklega í leit að meiri ávöxtun, getur valdið miklum hræringum í fjármálakerfinu. Erlendir sjóðir geta ýtt undir eignarþólu og hvatt til óhóflegrar áhættutöku með handbæru fé innlendra milliliða. Að grípa til skattlagningar getur gefið mikinn ávinning við þessar aðstæður.

Í fjórða lagi tala Magud, Reinhart og Rogoff um óttann við að tapa sjálfstæði í peningastefnu landsins. Hagsmunir alþjóðlegra fjárfesta og innlendra stjórnámálanna fara ekki alltaf saman. En þrennt á þó alltaf við; það er ekki hægt að hafa fast (eða mjög stórnað) gengi, sjálfstæða peningastefnu og opið fjármagnsstreymi. Ef það er áhugi á að halda einhverjum sveigjanleika í peningastefnu verður eitthvað að gefa eftir. Magud, Reinhart og Rogoff benda á að út frá þessum fjórum þáttum sem vekja ótta getur það virst meira aðlaðandi að minnka hreyfanleika fjármagns en tapa sjálfstæðri peningastefnu (Magud, Reinhart & Rogoff 2011: 5).

Fjórða þáttinn sem Magud, Reinhart og Rogoff ræða, má einnig setja upp með ómögulega þríhyrningnum, sem má sjá á mynd 1. Þar eru 3 horn; fastgengisstefna, frjálsir fjármagnsflutningar og sjálfstæð peningastefna. Ekkert ríki getur náð öllum þremur hornum þríhyrningsins en þau geta valið tvo valmöguleika í einu og því verið á línunni á milli tveggja punkta. Ómöguleika þríhyrningurinn felur í sér þrjá möguleika; A, B og C. Möguleiki A er myntbandalag eða að taka upp annan gjaldmiðil sem þýðir það sama og að gefa eftir sjálfstæði peningastefnunnar. Valmöguleiki B er fljótandi gengi, gengissveiflur á gjaldeyrismarkaði og sjálfstæð peningastefna. Seinasti valkosturinn er C

sem felur í sér sjálfstæða peningastefnu og fastgengi en þýðir einnig fjármagnshöft. Ástæðan fyrir því að ekki er hægt að ná öllum þremur hornum þríhyrningsins í einu með



Mynd 1 Ómöguleika þríhyrningurinn

sveigjanlegu eða einhliða fastgengi, er sú að mikill straumur af fjármagni inn eða úr landi mun alltaf á endanum bylta gengisviðmiðinu með gjaldeyriskreppu (Ásgeir Jónsson ofl 2012: 38).

### 2.3 Mismunandi tegundir gjaldeyrishafta

Gjaldeyrishöft geta tekið á sig ýmsar myndir og eru skilgreind sem takmörkun á fjármagnsflutningum yfir landamæri landa og á það bæði við takmörkun útstreymi og innstreymi fjármagns (Forbes 2006) Það eru ekki aðeins til ólík form gjaldeyrishafta heldur einnig ólíkar leiðir til að framkvæma þau og þess vegna er oft umdeilt hvernig eigi að haga takmörkunum á alþjóðlegum fjármagnsstreymum. Í ljósi margbreytileikans og ólíkra leiða í höftum er til dæmis umdeilt hvernig eigi að setja á bönn á alþjóðlegt fjármagnsflæði, sérstaklega fjármagn spákaupmanna (e. speculative capital). Það er einnig ágreiningur um það hvort höftin eigi að vera til frambúðar eða tímabundið og þá hve lengi. Það hvort að höftin eigi að vera staðsett þar sem fjármagnið kemur inn í landið eða fer út úr landinu, hvort þau eigi að vera að hluta til eða alhliða, hefur áhrif á árangur gjaldeyrishafta. Þegar skoðuð eru dæmi af löndum sem tekið hafa upp einhverja tegund gjaldeyrishafta og athugað hver áhrif þeirra hafa verið þarf að skoða ráðstafanir vegna óbeinna hindrana af innstreymi og útstreymi fjármagns, en einnig tímann sem áætlaður var til aðlögunar og hvort athugunin var gerð fyrir eða eftir fjármálakreppu (Ariyoshi ofl. 2000).

### **2.3.1 Gjaldeyrishöft á innstreymi fjármagns**

Í kjölfar kreppunnar í Austur Asíu jókst stuðningurinn við setningu hafta á innstreymi fjármagns sem leið til þess að koma í veg fyrir gjaldeyriskreppur. Gengið var út frá því að höft á innstreymi gætu verndað lönd með vaxandi hagkerfi frá alþjóðlegum spákaupmönnum og samtímis gert þessum löndum kleift að standa fyrir sjálfstæðri peningastefnu. Brasilía, Chile, Kólumbía, Tékkland og Malasía eru dæmi um ríki sem reiddu sig á höft á innflæði fjármagns á síðustu áratugum tuttugustu aldar. Reynsla Chile hefur vakið mikla athygli hagfræðinga, stefnumótenda og þeirra sem fjalla um þessi mál. Því hefur verið haldið fram að með því að koma í veg fyrir skammtímafjármagn, en á sama tíma laða að langtímafé, hafi höft í Chile hjálpað landinu að ná miklum árangri hvað varðar vexti og stöðugleika (Edwards 1999).

### **2.3.2 Gjaldeyrishöft á útstreymi fjármagns**

Að setja höft á útstreymi fjármagns er ein leið til þess að takast á við fjármála- og gjaldeyriskreppu eins og fram hefur komið. Við mat á skilvirkni hafta á útstreymi er gagnlegt að greina á milli tveggja tegunda hafta. Fyrri tegundin eru fyrirbyggjandi höft. Þau eru lögð á þegar lönd standa frammi fyrir alvarlegum halla í greiðslujöfnuði en hafa ekki enn orðið fyrir gengisfalli. Þessi fyrirbyggjandi höft geta tekið á sig nokkrar myndir, meðal annars álagning skatta á fjármagn sem sent er úr landi, tvískipt gengi eða beint bann við afhendingu fjármagns. Hugmyndin er að þessar aðgerðir muni hjálpa til með að hægja á minnkun gjaldeyrisforðans. Ástæðan er meðal annars til þess að gefa yfirvöldum þann tíma sem þau þurfa til að framkvæma þær úrbætur sem þau telja nauðsynlegar og móta stefnu til að verja landið fyrir spákaupmennsku (Edwards 1999). Edwards heldur því fram að rannsóknargögn bendi til þess að þessi tegund hafta hafi ekki borið mikinn árangur. Hann segir að þegar við blasa möguleikar á að meiriháttar kreppa skelli á, finni einkageirinn leiðir til að komast framhjá höftunum með því að færa fjármuni úr landi. Oftar en ekki hafi höft á útstreymi fjármagns leitt til spillingar þar sem fjárfestar reyni að færa fé sitt yfir í öruggari gjaldmiðla. Þar að auki mistekst stjórnvöldum oft að innleiða trúverðugt og árangursríkt aðlögunarferli þegar höftin eru komin. Edward segir að þegar höftin hafi verið lögð á eða hert, hafi umfang



Þjóðhagslegs ójafnvægis tilhneigingu til að aukast frekar en minnka. Hann bendir á að rannsóknir á gjaldeyriskreppum í fjölda þróunarríkja hafi sýnt að einkageirinn finni einfaldar leiðir til að sniðganga höftin í mánuðum fyrir kreppuna. Í stórum hluta tilvika þar sem höft á útstreymi höfðu verið notuð, var mikil aukning í útstreymi fjármagns eftir að höftunum hafði verið komið á. Þetta átti við í fjölda dæma þar sem stjórnvöld höfðu reynt án árangurs að forðast gengisfall með auknum höftum á útstreymi fjármagns vegna gjaldeyriserfiðleika. Edward segir að margt bendi til að höft á útstreymi fjármagns geti gefið falskt öryggi sem hvetji til andvaraleysis og kæruleysis stefnumótenda og markaðsaðila (Edwards 1999).

Önnur tegund af höftum á útstreymi fjármagns hefur einnig fengið nokkurn stuðning. Paul Krugman hefur haldið því fram að lönd sem standa frammi fyrir meiriháttar kreppu geti notið góðs af tímabundinni setningu (eða herðingu) hafta á útstreymi. Samkvæmt þessari skoðun geta þessi lönd lækkað vexti og sett af stað stefnu sem ýtir undir vöxt þegar þessi „læknandi“ höft á útstreymi eru komin á (Krugman 1998). Höft á útstreymi fjármagns gætu gefið kreppulöndum meiri tíma til að endurskipuleggja fjármálageira sinn með skipulögðum hætti. Þegar hagkerfið er komið aftur í lag má síðan afnema höftin. Malasía fylgdi þessari leið í efnahagsþróun landsins og vísbendingar benda til þess, að þrátt fyrir ótta ákveðinna sérfræðinga, hafi þessi tímabundnu höft ekki valdið skaða fyrir landið. Efasemdameinn benda þó á að Brasilía hafi ekki hert höft á útstreymi fjármagns eftir gengiskreppu í janúar 1999 en náði samt jafn miklum árangri í efnahagsbata og Malasía (Edwards 1999).

Niðurstöður rannsókna Edwards benda til þess að setning (eða herðing) hafta á útstreymi fjármagns í kjölfar krepputímabila hafi almennt ekki verið mjög hjálpleg. Samkvæmt greiningu Edwards var gengislækkun misheppnuð í helmingi þeirra landa sem settu höft á eftir að kreppa skall á, í þeim skilningi að það tókst ekki að skapa verulega breytingu á raungengi og það tókst ekki að bæta greiðslujöfnuðinn. Enn fremur upplifðu tveir þriðju af þeim löndum sem komu á höftum, ekki hagvaxtartímabil eftir gjaldeyriskreppuna, samkvæmt rannsókn hans. Aðeins 35% af þeim löndum sem ekki takmörkuðu útlæði eftir kreppuna gengu í gegnum hægt vaxtartímabil (Edwards 1999).

Árið 1980 var skuldakreppa sem getur veitt innsýn í notkun á höftum á útstreymi fjármagns. Lönd í Suður-Ameríku sem settu höft á útstreymi fjármagns, Argentína,

Brasilía og Mexíkó, til að nefna þau stærstu, þrjóskuðust við og upplifðu langan og sársaukafullan samdrátt í vexti, mikla verðbólgu og langvarandi atvinnuleysi. Þar að auki drógu ströng höft á útflæði úr enduruppbyggingu á innlendu hagkerfi og leiddu ekki til skipulagsumbóta. Í raun gerðist hið gagnstæða, stjórnámálamenn í þessum löndum gerðu tilraunir með vinsæla stefnu sem leiddi til spillingar og dýpkaði kreppuna á endanum. Mexíkó þjóðnýtti atvinnulífsbanka og tók dollarainnlán eignarnámi. Argentína og Brasilía sköpuðu nýja gjaldmiðla, á sama tíma og þau stjórnðu verði og hækkuðu opinber útgjöld. Ekki í neinum af þessum löndum náðu höft á útstreymi fjármagns að hægja á fjármagnsflóttanum (Edwards 1999).

## 2.4 Mælingar á gjaldeyrishöftum

Það eru nokkrar skýringar á því hvers vegna erfitt getur verið að fá fullnægjandi niðurstöður í hagfræðirannsóknum sem meta áhrif gjaldeyrishafta. Forbes (2006) bendir á fimm þætti í þessu samhengi. Í fyrsta lagi er erfitt að mæla hversu opnir fjármagnsflutningar eru og að koma auga á ýmsar gerðir af gjaldeyrishöftum á einfaldan hátt sem hægt er að nota til greiningar í rannsóknum. Í öðru lagi geta mismunandi tegundir af fjármagnsflæði og höft haft mismunandi áhrif á vöxt og aðrar þjóðhagsstærðir. Í þriðja lagi geta áhrif af því að fjarlægja höft velt á ýmsum öðrum þáttum sem erfitt er að ná utan um í samanburði á milli landa svo sem stofnunum landsins, fjármálakerfi og stjórnarháttum. Í fjórða lagi getur verið mjög erfitt að framfylgja gjaldeyrishöftum. Sömu gjaldeyrishöft geta því haft mismunandi áhrif í mismunandi löndum. Að lokum ráðast flest lönd, sem fjarlægja gjaldeyrishöftin samtímis, í ýmsar aðrar umbætur og skipulagsbreytingar, þannig að það getur verið erfitt að einangra áhrif við að fjarlægja höftin frá öðrum breytingum sem eiga sér stað í hverju landi fyrir sig (Forbes 2006).

Miðað við þessa erfiðleika við að meta áhrif gjaldeyrishafta kemur ekki á óvart að erfitt hefur verið að meta og fjalla um áhrif þeirra á vöxt hagkerfa. Til að setja þessar niðurstöður í samhengi eru skrif um þetta sambærileg skrifum 1980 og 1990 um það hvernig eigi að auka frelsi í viðskiptum til að hafa áhrif á hagvöxt. Hagfræðingar telja

almennt að opin viðskipti auki vöxt, en rannsóknir sem leggja áherslu á samanburð milli landa gefa ekki fullnægjandi niðurstöður (Forbes 2006).

Nýlegar rannsóknir sem byggðar eru árekstrarhagfræðilegum gögnum hafa náð meiri árangri en þær sem byggja á þjóðhagfræði í að sýna fram á áhrif gjaldeyrishafta. Forbes (2006) bendir á fimm almennar niðurstöður rekstrarhagfræðilega rannsókna : Í fyrsta lagi geta gjaldeyrishöft dregið úr framboði fjármagns, hækkað fjármögnunarkostnað og aukið fjárhagslega erfiðleika smærri fyrirtækja og fyrirtækja sem ekki hafa aðgang að alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum. Í öðru lagi geta gjaldeyrishöft dregið úr markaðsaðhaldi á fjármálamörkuðum og leitt til þess að stjórnvöld noti leiðir sem leiða til aukinnar óhagkvæmrar úthlutunnar fjármagns og auðlinda. Í þriðja lagi geta gjaldeyrishöft truflað ákvarðanir fyrirtækja og einstaklinga þegar þeir reyna að minnka kostnaðinn við gjaldeyrishöftin eða jafnvel komast hjá þeim. Í fjórða lagi geta áhrif gjaldeyrishafta verið á mismunandi eftir tegundum fyrirtækja og í ólíkum löndum sem endurspeglar mismunandi efnahagsástand. Að lokum getur verið erfitt og dýrt að framfylgja gjaldeyrishöftum, jafnvel í löndum sem hafa góðar stofnanir og litla spillingu, þar sem algengt er að ákveðnir aðilar fái undanþágu frá reglunum. Þess vegna benda rekstrarhagfræðirannsóknir til þess að gjaldeyrishöft hafi víðtækan og langvarandi kostnað í för með sér, en hafi ekki enn sýnt verulegan ávinning (Forbes 2006).

### 3 Lönd með gjaldeyrishöft á útstreymi

Í þessum hluta ritgerðarinnar ber ég saman gjaldeyrishöft í þremur löndum: Malasíu, Tælandi og Spáni. Þessi lönd höfðu tímabundin gjaldeyrishöft á útstreymi fjármagns í lok tuttugustu aldar sem ég tek til skoðunar: Í Tælandi voru höftin frá 14. maí árið 1997 til 30. janúar árið 1998; í Malasíu voru mikil höft frá 1. september 1998 sem að var að miklu leyti aflétt í september 1999, innan þriggja ára hafði helstu viðskiptahindrunum verið aflétt; og á Spáni voru höftin frá 21. september til 23. nóvember árið 1992 (Reinhart & Edison 2001).

Tafla 1 Hvenær gjaldeyrishöft voru sett og afnumin.

	Malasía	Tæland	Spánn
Gjaldeyrishöft sett á	Í september árið 1997	14. maí árið 1997	21. september árið 1992
Gjaldeyrishöft afnumin	Að miklu leyti í september 1999	30. janúar árið 1998	23. nóvember árið 1992

#### 3.1 Malasía

Árið 1998 veiktist fjármálageiri Malasíu þar sem ringgit (gjaldmiðill Malasíu) varð fyrir árás af hendi erlendra spákaupmanna. Eftir að reynt var að draga úr útstreymi fjármagns með því að hækka vexti, lögðu stjórnvöld á alhliða gjaldeyrishöft í september 1998 sem lokaði öllum lagalegum leiðum fyrir afgangsviðskipti á innlendum gjaldmiðli. Þó að þessum aðgerðum væru aðallega beint gegn erlendum spákaupmönnum höfðu takmarkanir einnig áhrif íbúa landsins. Takmarkanirnar fólu í sér aðgerðir sem takmörkuðu alþjóðlegan markað með ringgit og gerð var krafa um að erlendir eigendur

verðbréfa gætu ekki farið með fjárfestingar sínar úr landi næstu 12 mánuði. Takmarkanirnar veittu stjórnvöldum rými til að safna forða innan um stöðugt gengi og lögleiða stefnu sem ætluð var til þess að endurbæta hagkerfið sem og að lækka vexti (Saborowski, Sanya, Weisfeld, og Yopez 2014).

Malasía var með mjög opið hagkerfi og efnahagsþróun landsins fylgdi jafnan frjálsu streymi á fjármagnsflutningum. Eftir reglubundið endurmat á gjaldeyriseftirliti og brotthvarf þess á árunum 1986-1987 urðu fjármagnsviðskipti opin. Eignasafnsinnstreymi var að mestu án hafta. Lán innlendra aðila í erlendri mynt þurftu þó að vera undir ákveðnum mörkum. Lántökur umfram þessi mörk þurfti að samþykkja. Náið var fylgst með flutningi á ringgit yfir landamæri, þar á meðal notkun ringgit í viðskiptum, viðskiptum erlendra aðila og aflandsviðskipti með verðbréf sem skráð voru í kauphöllum. Á þessum tíma var virkur ringgit-aflandsmarkaður þróaður og megnið af ringgit var áhættuvarið. Til ársins 1997 gátu bankar veitt framtryggingar gegn ringgit til erlendra aðila sem auðveldaði viðskipti á milli álands- og aflandsmarkaða (Ariyoshi ofl. 2000: 53).

Eftir að kreppan hófst í Asíu varð ringgit fyrir verulegum þrýstingi eins og aðrir gjaldmiðlar í Asíu, eins og fram hefur komið. Kreppan varpaði ljósi á veikleika í uppbyggingu bankakerfisins á svæðinu sem leiddi til almenns endurmats á svæðisbundnum áhættuútlánum. Spákaupmenn tóku skortstöðu í ringgit í aðdraganda gengislækkunar og ringgit-aflands gengið hækkaði sem hlutfall af innlendu verði. Fyrstu viðbrögð stjórnvalda var að rjúfa tengslin á milli álands- og aflandsvaxta. Í ágúst 1997 settu þau höft með skammvinnum árangri þar sem ringgit hélt áfram að streyma á aflandsmarkað og þrýstingurinn á vexti innanlands (álandsvextir) hélt áfram að byggjast upp. Þó stjórnvöld hefðu hækkað innlenda vexti um nokkur prósent þá var ennþá 20% munur á álands- og aflandsvöxtum. Áhyggjur af hröðum samdrætti og vaxandi vandamálum hjá fyrirtækjum og bankastarfsemi leiddi til þess að stjórnvöld hækkuðu vexti meira. Yfirvöld slitu tímabundið tengslin á milli gengis álands- og aflandsmarkaða með því að takmarka viðskipti við erlenda aðila í ringgit, en útstreymið hélt áfram í gegnum ýmsar óbundnar leiðir til að nýta þann mikla vaxtamun sem hafði skapast. Flæði ringgit-aflandsfjár leiddi til hækkunar á innlendum vöxtum á móti samdrætti í þjóðarbúskapnum og jók á erfiðleika í fyrirtækja- og bankastarfsemi

(Ariyoshi ofl. 2000). Innlent fjármagn byrjaði að flýja land í gegnum banka og aðra farvegi og erlendir fjárfestar gerðu upp eignasöfnin sín sem voru að mestu leyti eignir í hlutabréfum. Í lok ágúst árið 1998 hafði Malasía tapað um einum þriðja af gjaldeyrisforðanum sínum eða nærri 10,5 miljarða dollara af útstreymi fjármagns. Gengi ringgits hafði veikst um 65% á móti bandaríkjaradollara og hlutabréfamarkaðurinn hafði fallið um 75% frá því fyrir stríð til loka desember 1996 (Tarmirisia 2004). Í september 1998 snéri Malasía frá hávaxtastefnunni.

Í ljósi þessa og eftir að verulegt útstreymi fjármagns hafði átt sér stað lögðu stjórnvöld á fjölda hafta og eftirlitsaðgerða í september 1998. Þau beindust sérstaklega að spákaupmennsku með ringgit og útstreymi fjármagns og að því að reyna að afnema ringgit-aflandsmarkaðinn og koma á stöðugleika á skammtíma fjármagnsflæði. Með ráðstöfnunum var einnig reynt að auka peningalegt sjálfstæði. Stjórnvöld höfðu áhyggjur af því að það þyrfti að halda vöxtum háum í langan tíma með skaðlegum áhrifum á atvinnustarfsemi og bankakerfið (Ariyoshi ofl. 2000; Tarmirisia 2004).

Ráðstafanirnar voru hannaðar til að útrýma öllum hugsanlegum leiðum til að taka íhugandi stöður gegn ringgit. Beinar erlendar fjárfestingar og alþjóðleg viðskipti voru ekki einungis útilokuð heldur var einnig lokað á möguleikana á að ringgit færi úr landi, og þess krafist að ringgit sem var til erlendis kæmi til Malasíu. Lokað var á að erlendir aðilar sem áttu ringgit gætu komið því úr landi í 12 mánuði og lagðar voru hömlur á flutning fjármagns innlendra aðila. Fjármagnshöftin voru studd með frekari ráðstöfunum til að uppræta hugsanleg göt í reglugerðunum sem hægt væri að nýta til að komast framhjá höftunum. Til að loka öllum mögulegum leiðum til að spákaupmenn gætu tekið sér stöðu gegn ringgit og flytja ringgit úr landi þurftu fjárfestar að „senda heim“ allan ringgit erlendis frá og til Malasíu. Aflandsbönkum var bannað að stunda viðskipti með ringgit og íbúum var bannað að veita eða taka lán frá erlendum aðilum í ringgit (Tarmirisia 2004).

Yfirvöld festu einnig ringgit við Bandaríkjadal. Þau mótuðu peninga- og fjármálastefnu til að styðja atvinnustarfsemi og flýta fyrir fjárhags- og fyrirtækjaumbótum til að takast á við veikburða fjármálastofnanir og styrkja bankakerfið (Ariyoshi ofl. 2000). Eftir að 12 mánuðurnir voru liðnir var hægt að fara með fé úr landi, en þó með ákveðnum annmörkum og gjaldtöku sem var reiknuð út frá höfuðstól eða

hagnaði af fjárfestingum erlendra aðila. Með reglunum og þessum aðgerðum vildu yfirvöld hvetja fjárfesta til að horfa til lengri tíma með fjárfestingar sínar í Malasíu, laða inn nýtt fé inn í landið, en á sama tíma draga úr óstöðugleika skammtímaflæðis. Til viðbótar vildu þau draga úr áhrifum fjármagnsútstreymis frekar en að skyndilega yrði mikið útstreymi (Ariyoshi ofl. 2000; Tarmirisia 2004).

## 3.2 Tæland

Vegna kreppunnar í Asíu, áhyggna af of miklum vaxtahækkunum og til að takmarka aðgang spákaupmanna að sjóðum í innlendum gjaldmiðli lögðu yfirvöld Tælands gjaldeyrishöft á í maí árið 1997. Þó að þessar aðgerðir hafi aðallega beinst gegn erlendum spákaupmönnum höfðu takmarkanirnar einnig áhrif á íbúa landsins. Gjalddeyrishöftin takmörkuðu framvirk viðskipti, útflutning á afhentum kröfum og kröfum um að afrakstur af sölu hlutabréfa yrði umreiknaður á innlendu gengi. Þessar aðgerðir náðu ekki að stöðva gengislækkun baht gjaldmiðilsins (hann hafði lækkað 50% sex mánuðum eftir gildistöku) og mikil minnkun varð á gjaldeyrisforða (20% sex mánuðum eftir gildistöku). Vextir héldu einnig áfram að hækka eftir að höftin voru sett á. Ennfremur var verulegur munur á milli álands- og aflands gengis sem var hvatning fyrir fjárfesta til að sniðganga takmarkanirnar. Stjórnvöld afnámu höftin síðan í janúar 1998 (Saborowski, Sanya, Weisfeld, og Yepez 2014).

Eftir gengisstöðugleika og mikinn hagvöxt í Tælandi í áratug hafði Baht orðið fyrir miklum þrýstingi í maí 1997. Vaxandi merki voru um ofþenslu í hagkerfinu á árinu 1993 sem kom fram í þrálátri verðbólgu og verulegri aukningu á viðskiptahallanum. Þó viðskiptahallinn hafi verið meira og minna fjármagnaður af innstreymi fjármagns árin 1994 og 1995 varð vaxandi hluti af innstreymi til skamms tíma vegna aukins varnarleysis af skyndilegri breytingu á viðhorfi á markaði (Ariyoshi ofl. 2000).

Þrýstingur vegna spákaupmennsku hafði verið viðvarandi á árinu 1997 vegna þeirrar trúar að háir vextir myndu að lokum lækka vegna áhyggna af stöðu hagkerfisins og bankakerfisins og að það þyrfti að fella baht. Þrýstingurinn og árásir spákaupmanna áttu sér auðveldlega stað vegna tiltölulega opins gjaldeyriskerfis í Tælandi á þessum tíma. Þar voru líka vel þróaðir gjaldeyrisskiptamarkaðir og erlendir aðilar höfðu frelsi til að fá

lán í baht í innlendum bönkum. Umreikningur á baht lánsfé í erlendri mynt leiddi til stigvaxandi útstreymis fjármagns sem olli þrýstingi á gengið. Vegna þessa álags gagnvart seðlabanka minnkaði gjaldeyrisforði landsins (Ariyoshi ofl. 2000).

Stjórnvöld Tælands lögðu á gjaldeyrishöft til að koma á stöðugleika á gjaldeyrismarkaðinum og vegna þessara áhlaupa á baht. Gjaldeyrishöftin voru samþykkt í ljósi þess mikla samdráttar sem hafði orðið í gjaldeyrisforða og skaðlegra áhrifa af vaxtavörn á atvinnustarfsemi og bankakerfið. Fjármálastofnanir voru beðnar um að forðast erlend viðskipti eða fresta viðskiptum við erlenda aðila sem gætu auðveldað þeim að byggja upp stöðu baht á aflandsmarkaði. Kaup sem gerð voru með genginu baht þurftu að vera greidd í bandarískum dollurum. Erlendar hlutabréfajárfestingar sem byggðu á fé sem kom til baka til landsins í baht voru bannaðar (en frjálst var að senda heim fé í erlendum gjaldmiðlum). Erlendir aðilar þurftu að nota álandsgengi vegna sölu á hlutabréfum. Þessar aðgerðir urðu til þess að stjórnvöld skiptu gjaldeyrismarkaðnum í tvo hluta með aðskildu gengi, annan fyrir fjárfesta sem keyptu baht á innlendum markaði og hinn fyrir þá sem keyptu á erlendum mörkuðum. Einnig kröfðust fjármálastofnanir þess að það yrði að halda daglegar skýrslur um gjaldeyrisviðskipti við erlenda aðila (Ariyoshi ofl. 2000).

Aðgerðirnar 1997 voru þannig miðaðar við aftengingu á milli álands- og aflandsmarkaðs. Tvískipta gengiskerfið var leið til að útiloka þá erlendu spákaupmenn sem ekki höfðu trú á viðskiptabönkum eða fjárfestingum í Tælandi um aðgang að innlendum lánamarkaði. Höftin voru alhliða en undanþegin voru fyrirtæki sem tengdust alþjóðlegum viðskiptum og beinum erlendum fjárfestingum í Tælandi. Bankarnir voru þó beðnir um að halda til haga skriflegum gögnum um slík viðskipti vegna endurskoðunar og eftirlits (Ariyoshi ofl. 2000).

Aðgerðirnar í Tælandi virðast hafa dregið verulega úr viðskiptum á gjaldeyrisskiptamarkaði í landinu, þar sem erlendir fjárfestar höfðu keypt og selt til að verja gengisáhættu vegna fjárfestinga. Þeir stöðvuðu einnig tímabundið áhlaup á baht og ollu þannig miklu tapi fyrir spákaupmenn (um 100 milljónum dollara til ½ milljarða dollara) (Ariyoshi 2000).



### 3.3 Spánn

Eftir inngöngu Spánar í Evrópubandalagið (EB) árið 1986 rýmkaði höfuðstólsreikningur Spánar smám saman og þróaðar voru umbætur í fjármálageiranum. Fyrir 1986 höfðu verið mikil höft á fjármagnsflæðinu vegna ótta við að frjálst flæði fjármagns gæti truflað innlenda fjármálamarkaði og dregið úr sjálfstæði peningastefnu landsins. Eftir að Spánn gekk í Evrópubandalagið rýmkaði smám saman fyrir erlendum langtímalántökum í einkageiranum. Það rýmkaði fyrir beinum fjárfestingum innan- og utanlands, gjaldeyrisrekstri viðskiptabanka, fjárfestingum erlendra aðila í miðlungs- og langtíma verðbréfum, erlendra eigna á innlendum mörkuðum og gjaldeyrisreikningum íbúanna (Ariyoshi ofl. 2000).

Meiri þátttaka á alþjóðlegum fjármagnsmörkuðum og hár vaxtamunur sem tengdist aðhaldssamri peningastefnu leiddi til aukins innstreymis fjármagns. Sem svar við þessari þróun voru nokkrar takmarkanir settar á í lok níunda áratugarins, þá einkum á skammtímaflæði: meðal annars krafa um formlegt samþykki á allar erlendar lántökur af innlendum aðilum með skemmri gjalddaga en eitt ár sem síðan var framlengt í 3 ár. Þessar takmarkanir gerðu peningastefnunni kleift að ná bæði innri og ytri markmiðum sínum og á sama tíma að vernda innlenda fjármálamarkaði. Takmarkanir voru afnumdar á árunum 1990-1991 og öll önnur gjaldeyrishöft voru afnumin í febrúar 1992. Frjálsum flutningum á fjármagnsviðskiptum fylgidi aukið fjármagnsflæði. Samsetning eignasafnisins færðist í fjárfestingar í ríkisverðbréfum (Ariyoshi ofl. 2000).

Seinni hluta ársins 1992 varð pesetinn fyrir verulegum þrýstingi af spákaupmennsku. Veikburða staða í ríkisfjármálum, mikið atvinnuleysi og aukinn viðskiptahalli dró úr trúverðugleika gengisins sem aftur dró úr trúverðugleika vaxtavarnar gjaldmiðilsins. Pesetinn var síðan felldur innan ERM þann 17. september árið 1992. Þrýstingurinn á gjaldmiðilinn hélt áfram, en frekari aðlaganir voru erfiðar miðað við þá almennu spennu sem var innan ERM samstarfsins, þar sem ákvarðanir um breytingar á gengi voru háðar samkomulagi við aðra meðlimi innan samstarfsins.

Í ljósi þess að stjórnvöld á Spáni vildu vera áfram með í ERM samstarfinu og vegna skuldbindinga þeirra gagnvart Efnahags- og myntbandalagi Evrópu (EMU) komu þau á fjölda markaðstengdra hafta á skammtíma fjármagnsflæði í september 1992.

Skyndilegar vaxtahækkningar til að verja gjaldmiðilinn á þessum tímapunkti voru taldar hafa þveröfug áhrif í að halda aftur af þrýstingi spákaupmanna (Ariyoshi ofl. 2000).

Stjórnvöld á Spáni innleiddu 100% vaxtalaust bindiskylduálag fyrir innlenda banka. Álagið átti að hindra spákaupmennsku með því að auka kostnað fyrir bankana við að eiga viðskipti við erlenda aðila. Þessar aðgerðir takmörkuðust við eina innborgun þegar bankar áttu í gjaldmiðlaskiptasamningum við erlenda aðila (Ariyoshi ofl. 2000). Samkvæmt Magud og Reinhart (2006) þá minnkuðu höftin bæði fjármagnsútfærslu og raungengisþrýsting töluvert við þetta. Engar upplýsingar var að finna um hvort þau hefðu haft áhrif á samsetningu fjármagnsflæðis en þau virðast hafa aukið sjálfstæði peningastefnunarinnar eitthvað. Ariyoshi (2000) vill meina að höftin á Spáni hafi myndað mikinn mun milli erlendra og innlendra vaxta ásamt því að auka stöðugleika gengisins, hann tekur þó fram að niðurstöðurnar hafi verið óskýrar.

Ráðstafirnar sem voru samþykktar, voru hannaðar til að trufla stöðutöku með því að krefjast þess að bankarnir leggðu inn hjá seðlabankanum hlutfall af öllum hreinum skortstöðu í innlendum gjaldmiðli (eða gnóttstöðu í erlendri mynt) á núll vöxtum. Þessar sértæku ráðstafirnar fólu í sér að innlendir bankar urðu að leggja inn á seðlabankann ákveðna upphæð í pesetum í eitt ár á núll vöxtum. Reynt var að takmarka fjármagnsflæði með því að gera flæðið viðkvæmara gagnvart innlendum vöxtum og þannig draga hugsanlega spákaupmennsku; með því að gera það kostnaðarsamt fyrir spænska banka að taka þátt í viðskiptum sem hægt væri að nota af erlendum aðilum til að stunda spákaupmennsku gegn pesetanum (Ariyoshi ofl. 2000: 55).

Höftunum var breytt þann 5. október árið 1992. Nýjar aðgerðir tóku við af fyrri ráðstöfunum þar sem gerð var krafa um að innlendir bankar settu fram ákveðna upphæð sem ekki bæri neina vexti gagnvart seðlabanka. Yfirvöld komust að því að fyrri aðgerðir hefðu verið óþarflega víðtækar og mótun þeirra ekki nægilega skýr. Nýrri endurskoðaðri aðgerð var ætlað að refsa erlendum aðilum sem tóku afstöðu gegn pesetanum með því að hækka kostnað fyrir erlenda spákaupmenn sem voru að afla fjár í gegnum gjaldeyrisskiptamarkaði; slík viðskipti voru dýr fyrir erlenda aðila vegna þess að bankarnir settu á gjald þegar lagt var inn og tekið út. Við endurskoðun á fyrstu reglum var þannig reynt að verjast spákaupmennsku og verja viðskipti sem ekki byggðu á spákaupmennsku. Því hefur verið haldið fram að víðtækar og takmarkandi aðferðir fyrstu ráðstafananna hafi í raun lamað flestar skammtímaaðgerðir vegna þess hve

víðtækar þær voru og náðu yfir margskonar starfsemi.. Upphafleg óvissa um nákvæmt gildissvið ráðstafanna frá september gætu einnig að hafa dregið úr virkni á markaðnum á tímabilinu rétt eftir að eftirlitinu var komið á (Ariyoshi ofl. 2000: 56).

## 4 Áhrif gjaldeyrishafta

### 4.1 Virka höftin?

Samkvæmt Finni Oddssyni ofl. (2011) sýna rannsóknir að gjaldeyrishöft hafi engin jákvæð áhrif á hagvöxt í þróuðum ríkjum og að þau hafi neikvæð áhrif í þeim ríkjum sem hafa ekki sterkt lýðræði. Það sé „fylgni á milli gjaldeyrishafta og lægra raunvaxtarstigs og einnig fylgni við lægri verðbólgu“ (Finnur Oddsson ofl. 2011: 12). Þeir benda auk þess á að það sé fylgni milli gjaldeyrishafta og meiri verðbólgu og lægra raunvaxtarstigs. Þau dragi auk þess úr erlendum fjárfestingum og auki kostnað við fjármögnun lítilla og meðalstórra fyrirtækja. Árangur haftanna í að ná fram tilætluðum markmiðum hafa verið mismikil í þeim löndum sem hér eru tekin til samanburðar. Í Malasíu leiddi afnám aðgangs þeirra sem ekki bjuggu í landinu til þess að ringgitaflandsmarkaðnum var meira og minna útrýmt. Auk takmarkana á fjárfestingar erlendra aðila og fjárfestinga innlendra erlendis var stuðlað að því að útstreymi fjármagns var takmarkað. Í samspili við aðrar þjóðhags- og fjármálastefnur, hjálpuðu höftin við það að koma á stöðugleika á gengi ringgits. Eftir að höftin voru sett á hætti spákaupmennska að þrýsta á gengið þrátt fyrir verulega slökun í ríkisfjármálum og peningamálastefnu sem lagði áherslu á að styðja viðkvæma atvinnustarfsemi. Ekki hafa heldur verið merki um samhliða markað með ringgit og engin marktæk leið til að komast hjá hindrunum var skráð. Á Spáni voru í upphafi mikil frávik á álands- og aflandsvöxtum. Stöðugleiki peseta innan ERM gefur til kynna að með höftunum hafi tekist að minnka aðgang spákaupmanna að pesetum með því að aðgreina álands gjaldeyrismarkaði og aflandsmarkaði og þannig tekist að takmarka spákaupmennsku gegn pesetanum. Hins vegar þegar umfang haftanna minnkaði og varð skýrara minnkaði munurinn. Pesetinn varð aftur undir þrýstingi þangað til gengi hans lækkaði í samræmi við ERM í nóvember 1992, þá var gjaldeyrishöftunum aflétt og yfirvöld hækkuðu vexti.

Í Tælandi, varð upphaflega mikill munur á álands- og aflandsvöxtum, viðskipti á gjaldeyrisskiptamarkaði hættu nánast og árásir spákaupmanna hættu tímabundið. Hins vegar byrjuðu höftin fljótlega að þróa leka, þrýstingur á baht byrjaði aftur og innan tveggja mánaða eftir að höftin voru sett á gerðu stjórnvöld gengi baht fljótandi. Flest skilyrði haftanna voru afnumin eða þeim breytt verulega í lok janúar 1998. Banni við

viðskiptum bankanna við erlenda viðskiptamenn var breytt í ákveðna annmarka og hinn tvískipti markaður var sameinaður (Ariyoshi ofl. 2000: 23-26).

Nokkrir þættir gætu hafa átt þátt í árangri þeirra hafta aðgerða sem hér hafa verið ræddar. Á Spáni drógu víðtækar og takmarkandi ráðstafanir sem fyrst voru kynntar í raun ekki aðeins úr spákaupmennsku, heldur einnig úr miklu víðtækari sviðum viðskipta. Óvissan í upphafi um umfang ráðstafannana kann einnig að hafa dregið úr virkni á markaðnum. Yfirvöld komu fram með skýrari reglur í kjölfarið og þrengdu gildissvið þeirra. Markaðsaðilar fundu leiðir til að notfæra sér smugur í lögnum vegna væntinga um viðbótarafskriftir. Höftin virðast einnig upphaflega hafa verið árangursrík í Tælandi, sem endurspeglar hlé á umfangsmikilli sölu innlendra á baht og strangri stjórn seðlabanka. Það sem gróf undan árangri aðgerðanna var hinn viðvarandi mikli munur á virkum aflandsmarkaði. Höftin gætu hafað seinkað alhliða endurskipulagningu og stöðugleika og því aukið á kreppuna (Ariyoshi ofl. 2000: 27-28).

Í Malasíu voru víðtækar aðgerðir og strangar. Árangursrík framkvæmd þeirra af hálfu stjórnvalda og bankanna virðast hafa verið lykillinn í að afnema ringgitaflandsmarkaðinn og því að halda aftur af þrýstingi frá spákaupmennsku. Tiltölulega hagstæðu efnahagslegu atriðin í Malasíu í upphafi voru viðleitni stjórnvalda til að koma á framfæri upplýsingum til að auka gagnsæi haftanna. Viðleitni þeirra til að hraða styrkingu fjármálakerfisins og aukið traust á svæðinu virðist einnig hafa gegnt mikilvægu hlutverki í að auka viðurkenningu á aðgerðunum bæði innanlands og erlendis. Ariyoshi ofl. telja of snemmt að dæma, á þeim tíma þegar þeir skrifa skýrslu sína árið 2000, hvort að höftin muni til langs tíma litið hafa neikvæð áhrif á viðhorf fjárfesta (Ariyoshi ofl. 2000:28).

Ariyoshi ofl. (2000) telja að að setning haftanna á útflæði fjármagns á meðan fjármálakreppan stóð yfir virðist hafa veitt stjórnvöldum tímabundinn frest. Höftin gáfu yfirvöldum Malasíu svigrúm til að taka á þjóðhagslegu ójafnvægi og innleiða umbætur á bankastarfsemi. Á Spáni, komu ráðstafanirnar ekki í veg fyrir endurskipulagningu pesetans, þó þær kunni að hafa aukið tímenn sem fékkst til að semja um endurröðun innan ERM. Ariyoshi ofl. segja að reynslan hjá þessum þremur löndum bendi til þess í fyrsta lagi að ef höftin eigi skili árangri, þurfi þau vera alhliða, og samanstanda af bæði af höftum á inn og útflæði fjármagns og að þeim sé framfylgt. Auk þess þurfi að fylgja

nauðsynlegar umbætur. Þeir benda á að höftin skapi ekki varanlega vörn gagnvart þeim sem reyna að komast í kringum þau. Einnig segja þeir að það að stjórna virkni aflandsmarkaðar hafi verið leið til að koma veg fyrir útstreymi sem stafar af þrýstingi spákaupmennsku (Ariyoshi ofl. 2000: 28).

#### **4.1.1 Voru höftin árangursrík í Malasíu?**

Það er erfitt að afmarka áhrifin af gjaldeyrishöftunum í Malasíu frá víðtækari alþjóðasamvinnu og þróun á svæðinu þar sem efnahagsþróun í Malasíu var frá upphafi kreppunnar á margan hátt svipuð og í öðrum löndum á svæðinu. Engu að síður virðast höftin hafa verið áhrifarík í að eyða ringgit-aflandsmarkaði, þangað sem spákaupmenn beindu sjónum sínum. Í samspili við það 12 mánaða bindiskyldu, tímabil þar sem erlendir eigendur máttu ekki taka fjárfestingar sínar úr landi, og afnám aflandsmarkaðar ringgits hafði mikil áhrif og dró úr fjármagnsflóttu (Ariyoshi ofl. 2000: 54).

Þrýstingur spákaupmennslu á ringgit hvarf meira og minna eftir að höftin voru sett á og það voru tiltölulega fáar tilkynningar um að reynt væri að komast hjá höftunum. Þegar grein Ariyoshi ofl. var skrifuð 2000 voru vísbendingar um að skattur á útflæði gæti hafa stuðlað að auknu trausti fjárfesta. Markaðsaðilar litu á skattinn sem framför frá fyrra banni við erlendum fjárfestingum eða því að koma með erlent fjármagn í landið. Neikvæð viðbrögð fjárfesta við höftunum birtust í samdrætti í beinum erlendum fjárfestingum og dæmi voru um brotthvarf fjárfesta (Ariyoshi ofl. 2000).

Takmarkanir á útstreymi fjármagns var margþætt. Víðtækt eftirlit sem hafði komið til framkvæmda fyrir endurskoðun á höftunum í febrúar 1999 skipti vissulega máli. En skynsamleg efnahagsstjórn, hraðar umbætur fjármálageirans, bættar horfur í efnahagsgeiranum og traust á svæðinu voru einnig mikilvægir þættir. Á heildina litið, virðast höftin hafa veitt svigrúm til þess að hrinda grundvallarumbótum í framkvæmd (Ariyoshi ofl. 2000: 54).

Árangur haftanna virðist ekki hafa komið til án tilkostnaðar. Þótt innlend fyrirtæki litu stöðugleika ringgit og niðurskurð í vöxtum sem höftin leiddu af sér jákvæðum augum, voru viðhorf á alþjóðlegum fjármálamörkuðum neikvæðari. Traust alþjóðlegra fjárfesta á Malasíu veiktist miðað við önnur lönd á svæðinu. Kostnaðurinn við fjármögnun frá

erlendum aðilum jókst og ströng framkvæmd haftanna lagði aukinn kostnað á fjárfesta, banka og yfirvöld (Ariyoshi ofl. 2000: 55).

Til að skoða þjóðhagslegu áhrifin á höftunum í Malasíu betur, safnaði Tarmirisia (2004) saman mánaðarlegum gögnum sem náðu yfir tímabilið frá janúar 1991 til desember 2002. Niðurstöðurnar sýndu fram á að áhrifin af breytingum á fjármagnsviðskiptum í Malasíu var mismunandi eftir tegund gjaldeyrishafta. Höft á innflæði hafði jákvæð, tölfræðilega sterk áhrif á breytinguna á raunvöxtum, í samræmi við fræðilegt hlutverk þeirra; að brúa bilið á milli innlendra og erlendra vaxta svo að innlendir vextir væru hærri en á alþjóðlegu sviði. En höftin á útstreymi höfðu öfug áhrif sem gaf til kynna að þau hefðu áhrif til lækkunar á innlendum vöxtum. Höft á banka og erlenda gjaldeyrisstarfsemi sem studdu höft á fjármagnsútstreymi hjálpaði einnig að lækka innlendu vextina, sem var örugglega vegna þess að þau hjálpuðu að leysa álands- og aflandsfjármálamarkaðinn úr böndum. Höft á alþjóðlegviðskipti með ringgit og hlutabréfamarkaðsvirkni hafði engin tölfræðileg áhrif á vaxtamun. Þrátt fyrir töluverð áhrif þeirra á þróun vaxtamismunar fann Tarmirisia ekki tölfræðilega marktæk áhrif af gjaldeyrishöftum (Tarmirisia 2004).

Höftin í Malasíu voru að mestu leyti aflögð í febrúar árið 1999 og í staðinn var lögð áhersla á skatta á útstreymi fjármangs. Allt beint erlent fjárfestingastreymi var undanþegið og gengið var fast. Róttæku árásirnar á fjármagnsflæði hafði þau áhrif að stöðva fjármagnsflæði í báðar áttir (Dornsbusch 2001).

Stjórnvöld festu ringgit við bandaríkjadollara, slökuðu á peninga- og fjármálastefnunni og flýttu fyrir umbótum fyrirtækja og fjármála hlutanum. Fyrir utan kröfuna um að hagræða viðskiptum í erlendra mynt urðu vöruviðskipti án takmarkana (Tarmirisia 2004). Tólf mánaða banninu á erlenda verðbréfaeign var breytt í skatt svo að ópolinmótt fjármagn gat farið úr landi gegn álagi. Í september 1999 var 10% útgönguálag lagt á hagnað af erlendum fjárfestingum. Eldri fjárfestingar voru þó undanþegar. Opnað var fyrir gjaldmiðlaskiptasamninga og framvirk viðskipti með ringgit. Á árinu 2001 var útgönguálagið fyrst takmarkað við hagnað af nýrri hlutabréfaeign en síðan afnumið alveg í maí. Slakað var á ýmsum hömlum á árinu 2000 svo sem hömlum á lántökum erlendra aðila (Tarmirisia 2004; Arionbanki ed).

#### 4.1.2 Voru höftin árangursrík í Tælandi?

Höftin í Tælandi komu ekki í veg fyrir að útflæðið færi í gegnum mismunadi leiðir. Munurinn á álands- og aflandsvöxtum jókst mjög mikið sem skapaði tækifæri til að græða á tímabundnum gengismun/verðmismun og virkaði því sem hvatning fyrir því að sniðganga höftin. Með viðvarandi væntingar um gengisfellingu bathsin, jókst fjármagnsflótti gjaldeyrisforðans og yfirvöld yfirgáfu loks fastgengisstefnu sína og gerðu gengi baht fljótandi þann 2. júlí 1997, í ljósi þess að of hár kostnaður var af að því verja gengið. Tryggingariðgjald á innlendum gjaldeyrismarkaði og aflandsmarkaðinum hófst í lok ágúst 1997. Baht hélt áfram að veikjast þar til alhliða stöðugleikapakki leiddi til þarfa á umbótum sem var talið rétt að framkvæma, þar með talið að efla veikburða fjármálastofnanir (Ariyoshi ofl. 2000).

Gjaldeyrishöft Tælands auðvelduðu málin einungis í skamman tíma. Það eru engar haldbærar sannanir um ástæðurnar fyrir því hvað það var sem dró úr árangri með gjaldeyrishöftunum né leiðunum sem notuð voru til að sniðganga höftin. Það að komast í kringum þau var hins vegar auðveldara af því að höftin voru ekki mjög fjölbreytt og útrýmdu ekki aflandsmarkaðinum, sem hélt áfram að skapa möguleika á að nýta sér verðmun milli markaða. Sérstaklega í ljósi áframhaldandi vandamála í fjármálageiranum og ójafnvægis í þjóðarbúskapnum. Einkum þegar ríkisfjármál urðu frjáls 1996-97, með skyndilegum fjárhagslegum hvata sem nam um 4-5% af landsframleiðslu. Höftin, auk veikburða stöðu efnahagsmála, grófu undan trausti fjárfesta og leiddu til samdráttar í hreinu innstreymi fjármagns einkaaðila til Tælands á þessu tímabili. Þegar efnahagslegt umhverfi sýndi batamerki og Tælandsbanki afnam höftin þann 30. janúar 1998, fékk baht aukið verðgildi, verðbréfamarkaður jókst og ávöxtunarmunur minnkaði (Ariyoshi ofl. 2000).

Ariyoshi telur höftin ekki hafa verið nægilega þétt þar sem hægt var að komast framhjá þeim og það leiddi aftur til aukins þrýstings á bath. Gjaldyrisforði Tælands hélt áfram að dragast saman eftir að gjaldeyrishöftunum hafði verið komið á. Höftin virðast þó hafa aukið stöðugleika gengis bathsin og aukið á vaxtamuninn milli álands- og aflandsvaxta (Edison og Reinhart 2000; Ariyoshi 2000).



#### 4.1.3 Voru höftin árangursrík á Spáni?

Daglegar tölur um álands- og aflandsvaxtamun og hreyfingar á peseta innan ERM benda til þess að höftin hafi upphaflega náð árangri í að koma í veg fyrir spákaupmennsku gegn peseta, en þó aðeins tímabundið. Frá 21. september (þegar höftin voru fyrst sett á) og fram í miðjan október höfðu millibankavextir lækkað með síðari vikkun á álands- og aflandsvaxtamun. Pesetinn varð stöðugri og það dró úr tapi varasjóðs um 2 milljarða bandaríkjadollara í október, samanborið við lækkun um 13 milljarða dollara í september. Frá miðjum október árið 1992 féll hins vegar vaxtamunurinn nálægt núlli og jókst aðeins lítillega þegar pesetinn varð aftur fyrir þrýstingi í nóvember, sem endurspeglaði væntingar markaðsaðila um aðra aðlögun. Tap á varasjóði jókst í 9 milljarða dollara í nóvember. Þann 23. nóvember, var pesetinn felldur í annað sinn, allar stýringar sem hafði verið komið á í september 1992 voru fjarlægðar og yfirvöld hækkuðu vexti. Engar frekari árásir spákaupmanna komu fram fyrr en í maí 1993 þegar pesetinn var felldur í þriðja sinn. Eftir það varð vikkun ERM vikmarka í  $\pm 15$  prósent í ágúst 1993 (Ariyoshi 2000).

Erfitt er að meta hvort lækkun á álands- og aflandsvaxtamun frá miðjum október og þörf fyrir mikil inngrip í nóvember til að verja gengi, endurspegli annmarka á umfangi haftanna eða að í auknum mæli væri reynt að fara í kringum þau. Það má finna stuðning fyrir báðum skoðunum. Því hefur verið haldið fram að spænskir bankar hafi sent peseta til dótturfélaga sinna í London til að sniðganga kröfu um innlánsvexti. Einnig virðist sem fjármálafyrirtæki, sem voru ekki bankar, kunni að hafa verið notuð til að koma innlendri mynt út úr landi til að bregðast við innborgunarálagningu á starfsemi útlánabanka (t.d. með yfirfærslu til útibúa innlendra banka erlendis).

Áhersla á eftirlit og höft á aðeins eina leið fjármögnunar til að forðast viðurlög á æskileg viðskipti leiddi til fleiri möguleika fyrir spákaupmennsku, sem virðast byggjast á væntingum um frekari gengislækkun. Reynsla Spánar á tímabundnum höftum á útflæði fjármagns gefur til kynna að til að skila árangri, þurfi höftin að vera víðtæk og það að takmarka ráðstafanir við algengustu leiðir spákaupmennsku gætu verið ófullnægjandi, því kaupmenn munu fljótt finna nýjar leiðir. Þó gjaldeyrishöft kunni að hafa veitt yfirvöldum tímabundið svigrúm þar til samið var um aðra aðlögun innan ERM, veittu þau

ekki varanlega vörn þegar það voru sterkir hvatar til að fara í kringum þau, einkum vegna væntinga um gengislækkun (Ariyoshi 2000).

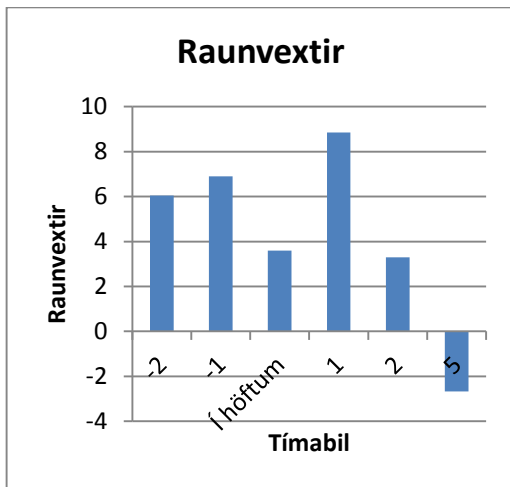
## 5 Töluleg gögn

Ég framkvæmdi samanburðargreiningu á höftum í þeim löndum sem ég hef fjallað um; Malasíu, Tælandi og Spáni.

Myndir eru settar upp úr tölulegu gögnunum þar sem helstu efnahagsatriði eru skoðuð; raunvextir, raungengi, hagvöxtur, verðbólga og fjárfesting. Myndirnar eru byggðar upp með þeim hætti að fyrst er skoðað tveimur árum áður en setning hafta var framkvæmd í hverju landi og er það merkt með -2. Síðan er skoðað árið áður en höftin voru sett á og er það merkt með -1. Tímabilið „Í höftum“ er það tímabil frá því að gjaldeyrishöftin voru sett á og þangað til þau voru afnumin að öllu eða miklu leyti. Eftir það er gerð grein fyrir tímabilunum sem eru ári eftir að gjaldeyrishöftin voru afnumin, tveimur árum eftir á og fimm árum eftir að gjaldeyrishöftin voru afnumin. Raungengið er miðað við að það var 100 árið 2010. Nánari upplýsingar um tölulegu gögnin má finna í viðauka.

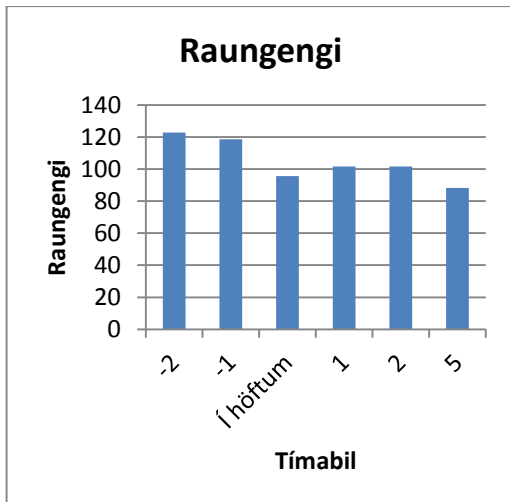
Öll tölulegu gögnin voru fengin af vef Datamarket. Á vef Datamarket er hægt að finna samansafn af fjárhags- og þjóðhagslegum upplýsingum víða um heim. Datamarket safnar flóknum og fjölbreyttum gögnum saman á einn stað og lætur það á eitt snið svo að auðvelt sé að leita að gögnum og bera þau saman. Gögnin eru samansafn frá opinberum aðilum og einka aðilum, þar á meðal hafa þeir gögn frá Seðlabanka Íslands, Sameinuðu þjóðunum, Alþjóðabankanum og fleirum (Datamarket.com).

## 5.1 Malasía



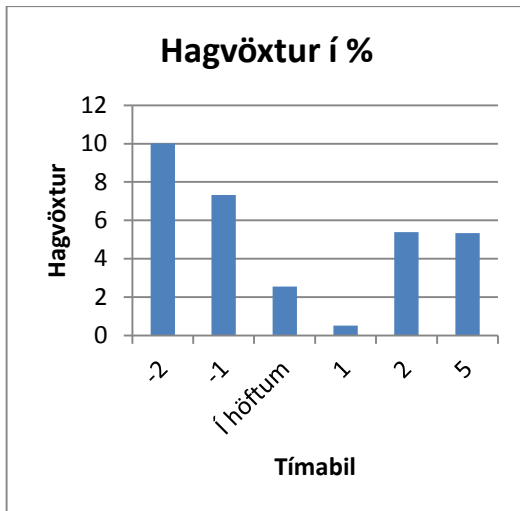
Litlar breytingar voru á raunvöxtum tvö árin fyrir innleiðingu haftanna. Þegar höftin voru látin á og á meðan þau stóðu yfir lækkuðu raunvextirnir um 3,3% og um leið og höftin voru afnumin þá hækkuðu raunvextir um 5,3%. Ári síðar þá lækkuðu raunvextir aftur og 5 árum eftir afnám haftanna voru raunvextirnir komnir í -2,7% (Datamarket).

Mynd 2 Raunvextir í Malasíu



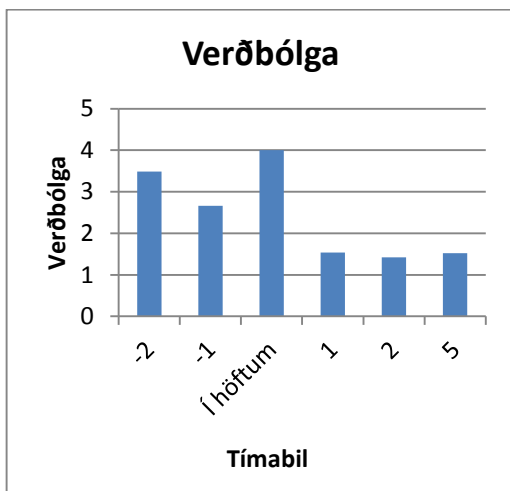
Það voru litlar breytingar á raungenginu tvö árin áður en höftin voru innleidd. Þegar höftin voru látin á og yfir haftatímabilið fór gengið úr 118 í 96. Þegar höftin voru afnumin hækkaði gengið í 101 og var það næstu tvö árin. Fimm árum síðar lækkaði gengið aftur og fór í 88 (Datamarket).

Mynd 3 Raungengi í Malasíu



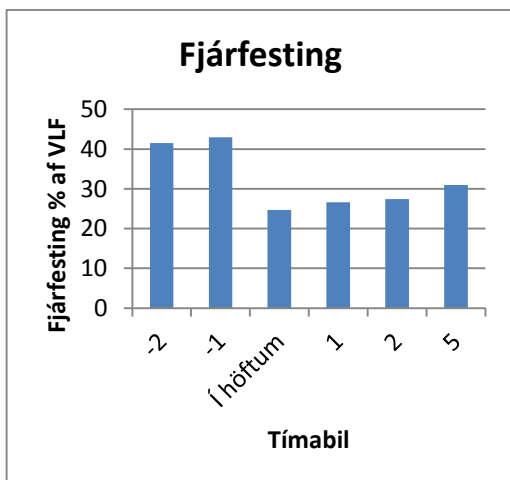
Hagvöxtur var frekar hár eða 10% 2 árum fyrir innleiðingu haftanna. Árinu áður var hann búin að lækka um 3% en þegar höftin voru innleidd og yfir haftatímabilið var hagvöxturinn 2,5%. Árið eftir að höftin voru afnumin lækkaði hagvöxtur enn meira og fór niður í 0,5% en fór svo upp í 5% og virðist hafa haldist stöðugur þar eftir (Datamarket).

Mynd 4 Hagvöxtur í Malasíu



Verðbólga var 3,5% tveimur árum fyrir innleiðingu gjaldeyrishaftanna og lækkaði í 2,6% ári áður en höftin voru innleidd. Yfir haftatímann hækkaði verðbólgan og var 4%. Þegar höftin voru afnumin þá lækkaði verðbólgan aftur og varð 1,5% og hélst stöðug næstu árin og var en 1,5% 5 ár eftir að höftin voru afnumin (Datamarket).

Mynd 5 Verðbólga í Malasíu



Fjárfesting var frekar stöðug 2 árin fyrir innleiðingu haftanna en þegar höftin voru innleidd og yfir haftatímann þá lækkaði fjárfesting í 24,7%. Eftir að höftin voru afnumin þá hækkaði fjárfesting örlítið eða um 2%. Fimm árum eftir að þau voru afnumin var fjárfesting komin í 30% (Datamarket).

Mynd 6 Fjárfesting í Malasíu

Samkvæmt tölulegu gögnunum hér fyrir ofan má sjá að gjaldeyrishöftin höfðu áhrif á alla þættina sem skoðaðir voru. Raunvextir minnkuðu við setningu gjaldeyrishafta og hækkuðu gífurlega við afnám haftanna. Ef litið er til 5 ára sést að raunvextirnir voru komnir í -2,7% sem gefur til kynna að setning gjaldeyrishaftanna hafði áhrif. Ef við skoðum raunvexti frá 5 árum eftir afnám haftanna og þangað til árið 2012 má sjá að raunvextirnir hafa verið flöktandi upp og niður á hverju ári. Það gefur því til kynna að gjaldeyrishöftin höfðu áhrif til lengri tíma (Viðauki 7.2).

Þegar litið er á raungengið sést að gjaldeyrishöftin höfðu áhrif á gengið. Raungengið fór úr því að vera 122 tveimur árum áður en höftin voru látin á og í það að vera 96 á meðan höftin voru á. Raungengið var orðið enn lægra eða 88 fimm árum eftir afnám gjaldeyrishaftanna.

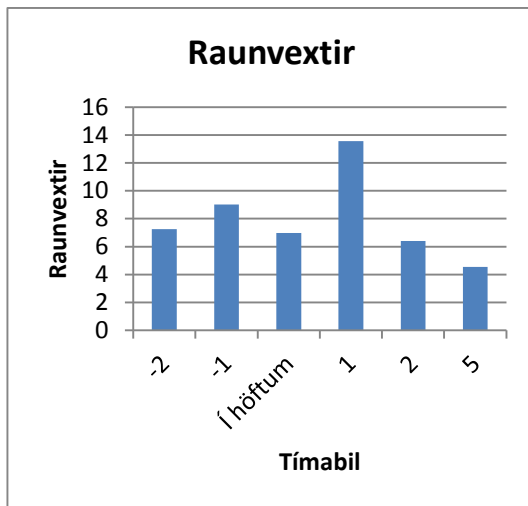
Gjaldeyrishöftin höfðu verulega mikil áhrif á hagvöxtinn. Hagvöxturinn fer úr því að vera frekar hár, eða 10% tveimur árum áður en gjaldeyrishöftin voru innleidd og fara niður í 2,5% á meðan gjaldeyrishöftin voru til staðar. Árið eftir að gjaldeyrishöftin voru afnumin lækkaði hagvöxturinn ennþá meira og fór niður í 0,5%. Hér má sjá að gjaldeyrishöftin höfðu áhrif til skemmri tíma en ef við lítum á áhrifin til tveggja ára þá var hagvöxturinn kominn í 5% og var það einnig 5 árum eftir að höftin voru afnumin.

Verðbólga eykst við setningu haftanna og á meðan höftin eru á, en um leið og höftin eru afnumin þá lækkar verðbólgan úr 4% í 1,5%. Ef verðbólgan er skoðuð frá því að gjaldeyrishöftin voru afnumin og þangað til árið 2012 má sjá að hún hefur flöktað örlítið og fór mest í 5,4% árið 2008 en annars hefur hún verið í kringum 2-3%, en árið 2012 var verðbólgan í 1,6% (Viðauki 7.2). Þannig sést að áhrif gjaldeyrishaftanna voru þau að eftir afnám hefur hún haldist mun lægri heldur en áður en gjaldeyrishöft voru látin á.

Fjárfesting hafði aukist áður en að gjaldeyrishöftin voru látin á, en um leið og höftin voru sett á og yfir þann tíma sem að gjaldeyrishöftin voru á þá minnkaði fjárfesting um um það bil helming. Fjárfestingin fór úr því að vera 42% af VLF tveimur árum áður en að gjaldeyrishöftin voru látin á í það að vera 24% af VLF á meðan höftin stóðu yfir. Fjárfestingin náði sér ekki aftur á strik eftir að gjaldeyrishöftin voru afnumin og árið 2012 var fjárfestingin orðin 25,8% sem er aðeins 1,8% hækkun síðan að gjaldeyrishöftin voru afnumin (Viðauki 7.2).

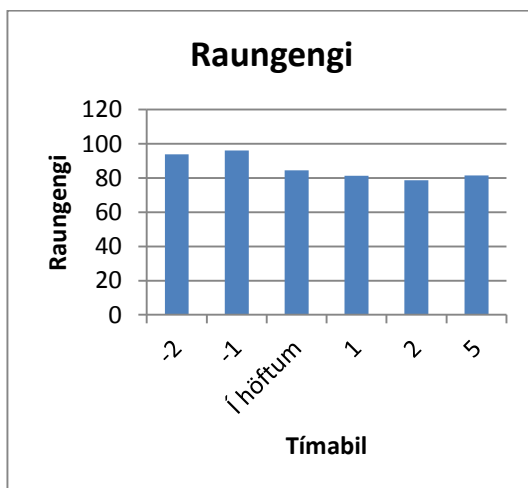
Þegar allir þessir þættir eruð skoðaðir, getum við dregið þá ályktun að gjaldeyrishöftin í Malasíu höfðu áhrif. Höftin höfðu áhrif á alla þessa þætti til skamms tíma en svo má sjá að höftin höfðu áhrif á raunvexti og fjárfestingu til langstíma.

## 5.2 Tæland



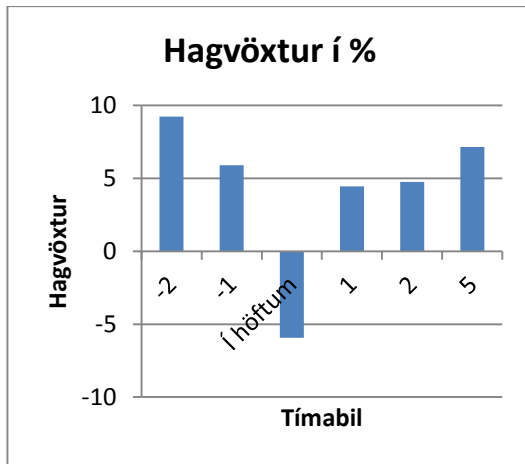
Raunvextir voru 7,25% tveimur árum áður en höftin voru innleidd. Ári áður en þau voru innleidd höfðu raunvextir hækkað í 9%. Þegar höftin voru innleidd og yfir haftatímabilið lækkuðu raunvextirnir aftur í 7%. Árið eftir að höftin voru afnumin þá hækkuðu raunvextir í 13% en lækkuðu svo aftur í 6,4% ári síðar.

Mynd 7 Raunvextir í Tælandi



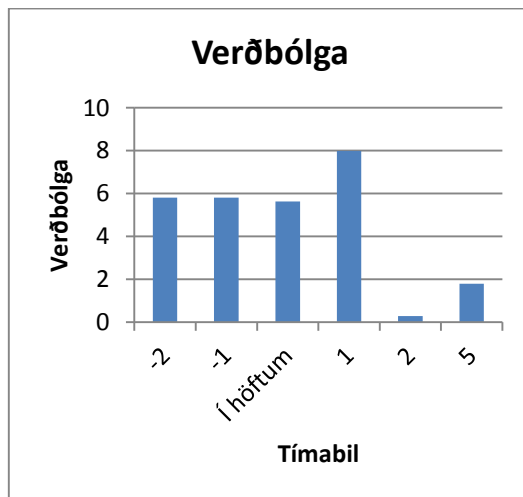
Það voru litlar breytingar á raungenginu tvö árin áður en höftin voru innleidd. Þegar höftin voru látin á og yfir haftatímabilið fór gengið úr 96 í 84. Þegar höftin voru afnumin lækkaði gengið enn meira og fór í 81 og 5 árum síðar var það ennþá í 81 (Datamarket).

Mynd 8 Raungengi í Tælandi



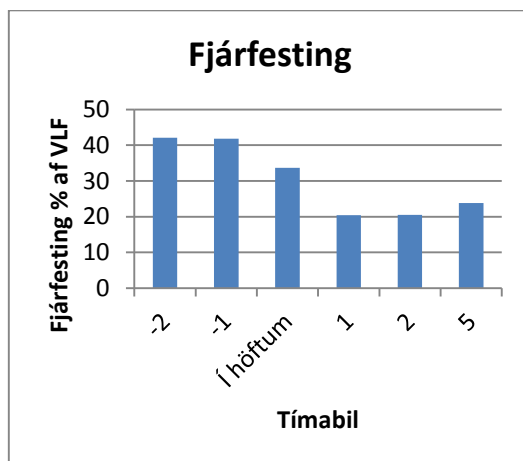
Hagvöxtur var 9% tveimur árum fyrir innleiðingu haftanna en hafði lækkað niður í 5,9% árið áðuren þau voru innleidd. Þegar höftin voru innleidd og yfir haftatímabilið lækkaði hagvöxtur í -5,9% en hækkaði aftur í 4,4% árið eftir að höftin voru afnumin. 5 árum síðar var hagvöxturinn kominn í 7% (Datamarket).

Mynd 9 Hagvöxtur í Tælandi



Verðbólga var frekar stöðug tveimur árum fyrir höft, yfir haftatímamann og þangað til höftin voru afnumin. Árið eftir að höftin voru afnumin þá hækkaði verðbólga í 8% en ári síðar lækkaði verðbólgan niður í 0,28% og 5 árum síðar var hún ennþá lág eða 1,8% (Datamarket).

Mynd 10 Verðbólga í Tælandi



Fjárfesting var stöðug tvö árin áður en höftin voru innleidd. Þegar höftin voru innleidd lækkaði fjárfesting um 6% og var þá 33,6%. Ári eftir að höftin voru afnumin lækkaði fjárfesting í 20% og var svo stöðug næstu árin á eftir. 5 árum eftir afnám hafta var fjárfestingin 23,8% (Datamarket).

Mynd 11 Fjárfesting í Tælandi



Raunvextirnir fóru úr því að vera 7,25% tveimur árum áður en gjaldeyrishöftin voru sett á í það að vera 9% árinu áður en höftin voru sett á og meðan á þeim stóð lækkuðu raunvextirnir í 6,9%. Afnáam gjaldeyrishaftanna virðist hafa haft áhrif á raunvextina þar sem þeir hækkuðu í 13,5% ári eftir að þau voru afnumin. Raunvextirnir fóru samt aftur lækandi ári seinna og frá þeim tíma til ársins 2012 hafa raunvextirnir verið í kringum 2-5%. Því má segja að gjaldeyrishöftin hafi haft áhrif til skemmri tíma en ekki langs tíma.

Þegar litið er á raungengið kemur í ljós að gjaldeyrishöftin höfðu áhrif á gengið. Raungengið fór úr því að vera 96 árið áður en gjaldeyrishöftin voru sett á, en árið sem þau voru sett á fór gengið niður í 84,6. Eftir að gjaldeyrishöftin voru afnumin þá hélt gengið áfram að lækka en það fór ekki að hækka aftur fyrrenn árið 2006 þegar það fór úr 83 í 90.

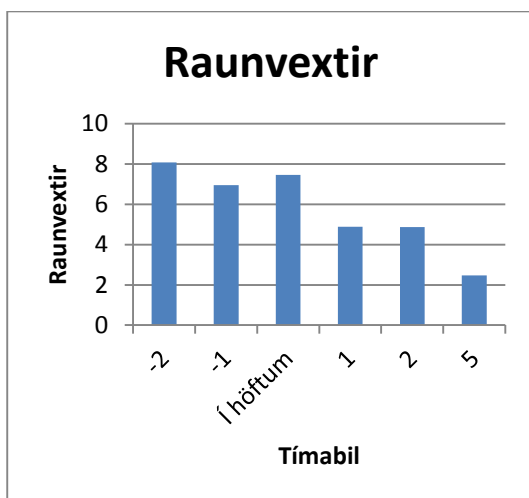
Hagvöxturinn varð fyrir áhrifum af gjaldeyrishöftunum. Tveimur árum áður en þau voru sett á var hagvöxturinn í Tælandi 9,23%, en hann lækkaði niður í 5,9% árinu áður og í höftunum fór hann niður í -5,9%. Eftir að gjaldeyrishöftunum var aflétt jókst hagvöxturinn aftur og varð 4,5%. Hagvöxturinn hefur verið frekar flöktandi síðan en fór mest í 7% árið 2003 og lægst í -2,3% árið 2009 (Viðauki 7.2). Hér er í raun hægt að sjá að gjaldeyrishöftin hafi haft áhrif til langs tíma vegna þess að áður en höftin voru lögð á hafði hagvöxturinn ekki farið neðar en 4,6% í nokkra áratugi (Datamarket).

Verðbólgan var nokkuð stöðug árin áður en gjaldeyrishöftin voru sett á og hélst verðbólgan áfram sú sama á meðan gjaldeyrishöftin stóðu yfir, í 5,6%. En eftir að gjaldeyrishöftin voru afnumin þá hækkaði hún í 8% en féll svo ári eftir það í 0,28%. Fimm árum eftir afnámið var hún komin í 1,8%, en hún hélt áfram að hækka frá þeim tíma og var komin í 5,5% árið 2008 en féll svo aftur niður árið 2009 og fór í -0,84%. Frá árunum 2010 hefur verðbólgan verið frekar stöðug (Viðauki 7.2; Datamarket).

Fjárfestingin hafði farið síhækkandi árin áður en gjaldeyrishöftin voru sett á og tveimur árum áður hafði fjárfestingin aukist úr 32% af vergri landsframléiðslu (VLF) í 42% af VLF, en þegar höftin voru sett á féll fjárfestingin aftur í 33% af VLF. Árið eftir að gjaldeyrishöftin höfðu verið afnumin féll fjárfestingin niður í 20,4% af VLF og hefur ekki farið nema einu sinni, árið 2005, yfir 30% (Viðauki 7.2, Datamarket).

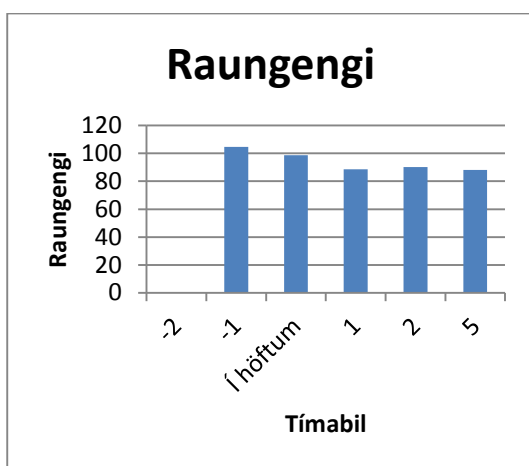
Þegar allir þættirnir í Tælandi eru skoðaðir virðist það hafa haft meiri áhrif á landið þegar gjaldeyrishöftin voru afnumin heldur en þegar þau voru sett á.

### 5.3 Spánn



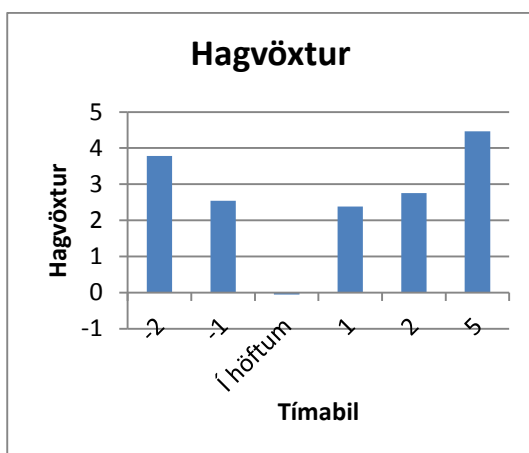
Raunvextir voru frekar stöðugar tvö árin fyrir innleiðingu haftanna og yfir haftatímam. Eftir að höftin voru afnumin þá lækkuðu raunvextir um 3% eða í 4,9%. 5 árum eftir að gjaldeyrishöftin voru afnumin voru vextirnir komnir niður í 2,5% (Datamarket).

Mynd 12 Raunvextir á Spáni



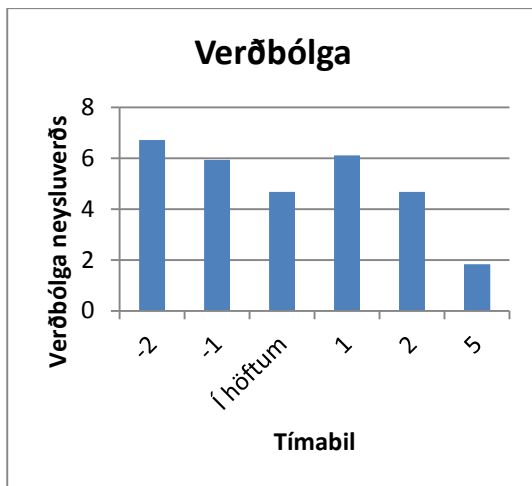
Raungengið lækkaði úr 104,7 í 98 þegar höftin voru innleidd. Eftir að höftin voru afnumin hélt gengið áfram að lækka og fór niður í 88,7 ári síðar og fimm árum síðar var það enn í 88 (Datamarket).

Mynd 13 Raungengi á Spáni



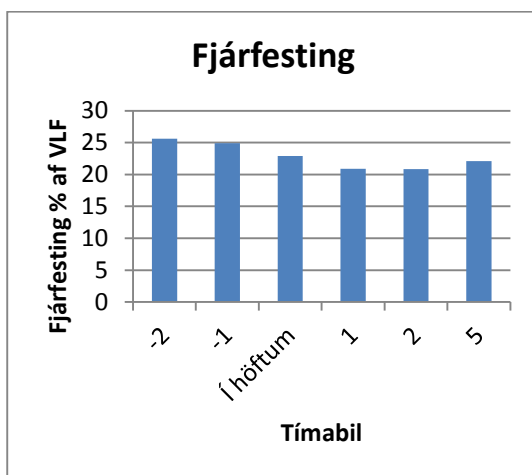
Hagvöxturinn var 3,8% tveimur árum áður en höftin voru innleidd. Þau fóru lækkandi og þegar höftin voru innleidd lækkaði hagvöxturinn í -0,05%. Eftir að höftin voru afnumin hækkaði hagvöxturinn í 2,4% og ári síðar í 2,75%. Fimm árum eftir afnám haftanna var hagvöxturinn kominn í 4,5% (Datamarket).

Mynd 14 Hagvöxtur á Spáni



Verðbólga fór úr 6,7% tveimur árum áður en höftin voru innleidd í 4,6% þegar að höftin voru sett á. Verðbólgan hækkaði aftur við afnám haftanna en fimm árum seinna hafði verðbólgan lækkað niður í 1,8% (Datamarket).

Mynd 15 Verðbólga á Spáni



Fjárfesting var frekar stöðug tvö árin áður en innleiðing hafta var sett á. Þegar höftin voru sett og yfir haftatímabilið var fjárfesting 22,9%. Eftir að höftin voru afnumin lækkaði fjárfesting niður í 20,9% (Datamarket).

Mynd 16 Fjárfesting á Spáni

Á Spáni hækkuðu raunvextirnir árið sem að gjaldeyrishöftin voru sett á, þeir fóru úr 6,6% í 7,5%. Hins vegar þegar gjaldeyrishöftin voru afnumin þá fóru raunvextir að lækka og fóru niður í 4,9%. Raunvextirnir á Spáni fóru svo lækkandi eftir það á hverju ári og árið 2002 voru þeir komnir í -0,04% (Viðauki 7.2).

Raungengið fór lækkandi við setningu haftanna þar sem það fór úr 104,8 í 98,7. Árið eftir að gjaldeyrishöftin voru afnumin fór það að lækka meira og fór niður í 88. Gengið byrjaði ekki að hækka almennilega fyrr en árið 2003, en þá var gengið 93,5 og fór svo hækkanði eftir það og árið 2009 var gengið komið aftur yfir 100 (Viðauki 7.2). Gjaldyrishöftin höfðu áhrif á raungengið á Spáni til skamms tíma en til lengri tíma litið höfðu þau ekki áhrif.

Við setningu gjaldeyrishaftanna fór hagvöxtur úr 2,5% í -0,05%. Eftir að gjaldeyrishöftin voru afnumin byrjaði hagvöxtur aftur að aukast og var kominn í 2,4% ári seinna. Hagvöxtur hélt áfram að aukast og náði toppi í 5% árið 2000, en þá fór hagvöxturinn aftur að lækka og árið 2009 var hagvöxturinn kominn í -3,7% (Viðauki 7.2). Þegar áratugurinn fyrir gjaldeyrishöftin er skoðaður sést að það var alltaf mikið flökt á hagvextinum og hann fór oft niður í 1% og undir það. Því er hægt að segja að það hefur fleira haft áhrif á hagvöxtinn á Spáni. Hagvöxtur fór niður í -3,7% árið 2009 þegar kreppa víðsvegar um heiminn skall á. Því er í raun ekki hægt að segja að gjaldeyrishöftin hafi haft áhrif á hagvöxtinn til langs tíma en hægt er að segja að þau hafi haft áhrif til skamms tíma þegar þau voru sett á (Datamarket).

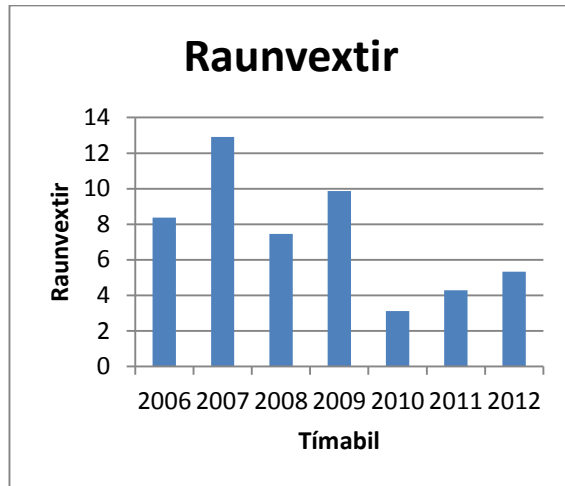
Verðbólgan á Spáni var 6,7% tveimur árum áður en gjaldeyrishöftin voru sett á. Þegar gjaldeyrishöftin voru sett á þá lækkaði verðbólgan um 2% og fór niður í 4,6%. Þegar höftin voru afnumin þá hækkaði verðbólgan aftur og fór í 6,1%, en fimm árum seinna fór verðbólgan að lækka aftur og var komin í 1,8%. Eftir það byrjaði hún aftur að hækka og náði toppi sínum í 4% árið 2008, en árið 2009 féll verðbólgan í -0,28% (Viðauki 7.2). Hér er ekki hægt að sjá að höftin hafi haft nokkur áhrif á verðbólguna á Spáni. Þegar saga verðbólgunnar á Spáni er skoðuð sést að hún fór hækkandi eftir 1960 og náði toppi sínum árið 1977 en varð þá 24,5%. Þá byrjaði verðbólgan að lækka smám saman og hélt sá hraði áfram þó að gjaldeyrishöftin væru sett á (Datamarket).

Fjárfesting hafði náð toppi sínum árið 1990 þegar hún var 25,6% af VLF en þá byrjaði hún að fara lækandi og meðan höftunum stóð þá var hún í 22,9%, en hún hélt áfram að lækka eftir að gjaldeyrishöftin voru afnumin. Fjárfestingin byrjaði aftur að hækka nokkrum árum síðar og náði toppi sínum svo árið 2007 þegar hún varð 30%. Árið 2008 byrjaði fjárfestingin svo að lækka og árið 2012 var fjárfestingin komin í 19% (Viðauki 7.2).

Á Spáni virðast gjaldeyrishöftin ekki hafa haft mikil áhrif. Eftir að saga þáttanna hefur verið skoðuð sést að allir þættirnir hafa alltaf verið vaxandi og fallandi sama hvort að gjaldeyrishöftin voru á eða ekki.

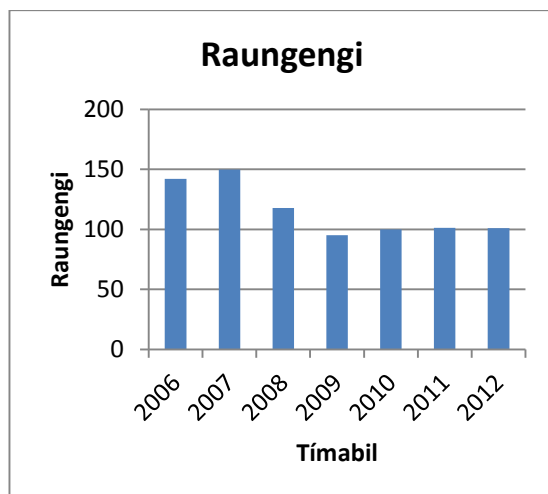
## 5.4 Ísland

Til samanburðar getum við einnig skoðað þessa þætti á Íslandi og athugað hvort gjaldeyrishöftin hafi haft svipuð áhrif á Íslandi og þau gerðu erlendis.



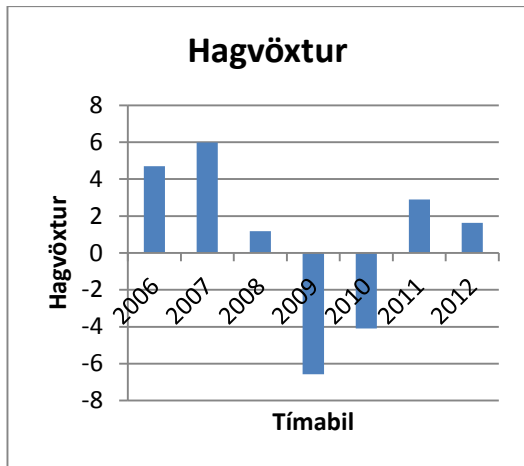
Raunvextirnir voru 8,36% tveimur árum fyrir höft. Árið áður en höftin voru látin á höfðu raunvextir hækkað í 12,9% en þegar höftin voru látin á lækkuðu raunvextir í 7,5%. Raunvextir hækkuðu svo aftur í 9,9% árið eftir. Árið 2010 fóru vextir aftur að lækka og fóru í 3% og hafa hækkað jafnt og þétt síðan.

Mynd 17 Raunvextir á Íslandi



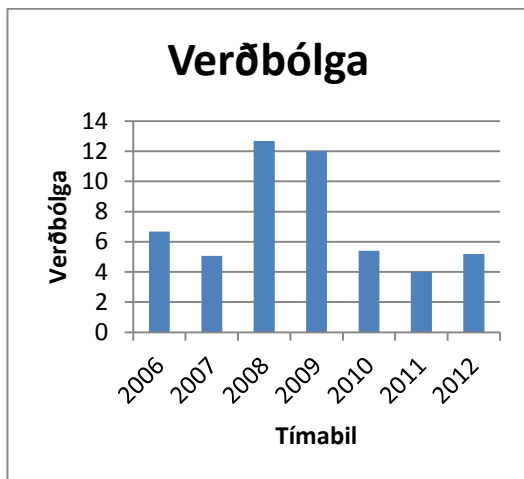
Raungengið var komið í 142 tveimur árum fyrir höft og árið áður var það í 149. Árið sem höftin voru látin á lækkaði raungengið í 117,8 og árið 2009 var það komið í 95. Raungengið var svo komið í 101 árið 2012 og hefur haldist stöðugt eftir það.

Mynd 18 Raungengi á Íslandi



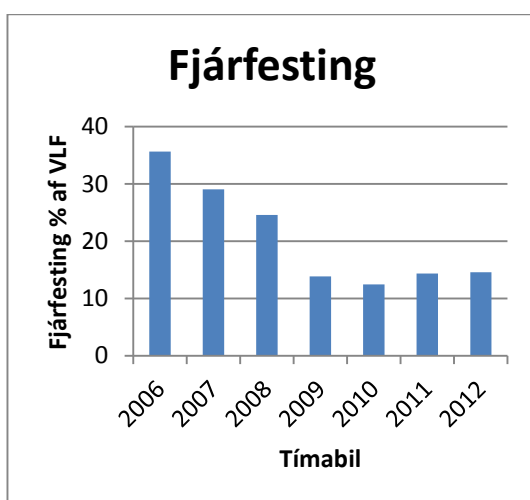
Hagvöxtur var 4,7% tveimur árum fyrir höftin. Ári áður var hagvöxtur í 5,9%. Þegar höftin voru látin á lækkaði hagvöxtur í 1,2% og ári síðar var hagvöxtur kominn í -6,5%.

Mynd 19 Hagvöxtur á Íslandi



Verðbólgan á Íslandi var 6,7% árið 2006. Árið 2007 hafði verðbólgan lækkað í 5%. Árið 2008 þegar gjaldeyrishöftin voru látin á fór verðbólga í 12% og var það einnig árið eftir. Eftir það fór verðbólgan síðan að lækka og árið 2012 var hún í 5%.

Mynd 20 Verðbólga á Íslandi



Fjárfesting var í 35,6% tveimur árum fyrir höftin. Þegar gjaldeyrishöftin voru sett á lækkaði fjárfesting í 24,5% og árið 2009 var fjárfestingin komin niður í 13,8%. Fjárfestingin hefur verið frekar stöguð síðan þá og verið í kringum 13%.

Mynd 21 Fjárfesting á Íslandi

Á Íslandi höfðu raunvextir hækkað í 12,9% árið fyrir gjaldeyrishöftin. Með gjaldeyrishöftunum lækkuðu raunvextir í 7,5%. Raunvextirnir hækkuðu svo aftur í 10% árið 2009. Árið 2010 lækkuðu raunvextir aftur og fóru alveg niður í 3%. Raunvextir hafa síðan hækkað stöðugt smám saman. Raunvextir á Íslandi hafa verið flöktandi áratugum saman. Ef söguleg gögn eru skoðuð þá voru raunvextir frá 1978-1986 oftast í mínus og árið 1983 fóru þeir alveg niður í -19,48%. Frá 1987 hafa þeir verið jákvæðir en ávallt flöktandi frá 7% til 12% og hafa þrisvar farið í 12% og beint eftir það niður í rúmlega 7%. Því er í raun ekki hægt að segja að það hafi einungis verið gjaldeyrishöftin sem lækkuðu raunvexti niður, heldur einnig aðrir efnahagslegir þættir.

Raungengið var orðið nokkuð hátt nokkrum árum fyrir gjaldeyrishöftin og náðu toppi sínum árið 2005, þegar það var komið í 152,8. Raungengið fór lækkandi árið sem gjaldeyrishöftin voru sett á og fór niður í 117,8 og ári síðar í 95. Raungengið hefur hækkað í rúmlega 100 og hefur haldist stöðugt síðan. Gjaldyrishöftin höfðu áhrif á raungengið og nær það líklegast ekki að hækka aftur fyrr en að gjaldeyrishöftin verða afnumin.

Hagvöxtur á Íslandi hefur verið flöktandi í áratugi. Á síðasta áratug náði hagvöxtur hámarki árið 2004 þegar hagvöxtur var 7,8%. Árið fyrir gjaldeyrishöftin var hagvöxtur 5,9% en fór svo niður í 1,18% árið 2008. Árið 2009 var hagvöxtur kominn niður í -6,6% en hækkaði í -4% árið eftir. Hagvöxtur hefur farið lækkandi síðan og núna í janúar 2014 er hagvöxtur kominn í 3,3% (Hagstofa Íslands ed).

Á Íslandi hefur verðbólgan verið á stöðugu flakki í marga áratugi og náði toppi sínum árið 1983 þegar hún var 84% (Datamarket). Síðustu tvo áratugi hefur hún verið mun lægri en hún hefur flakkað frá 1,5% í 6%, þegar gjaldeyrishöftin voru látin á fór verðbólga í 12% og var það í tvö ár. Árið 2010 lækkaði hún aftur í 5% og hefur haldið áfram að lækka því í dag, apríl 2014, hefur verðbólga mælst í 2,4% (Hagstofa Íslands ed). Miðað við þessi gögn er hægt að halda því fram að gjaldeyrishöftin hafi haft skammtíma áhrif en það gætu aðrir þættir haft áhrif.

Fjárfestingin náði hámarki sínu árið 2006 þegar fjárfestingin var 35% af VLF. Þegar gjaldeyrishöftin voru látin á lækkaði fjárfestingin í 24,6% og árið eftir í 13,86%. Fjárfestingin hefur verið stöðug síðan þá og hefur verið á milli 12-14,5%. Því er hægt að segja að gjaldeyrishöftin hafi haft áhrif á fjárfestingu. Í raun var það gjaldyriskreppan

sem hafði áhrif á að fjárfesting lækkaði en það er hægt að segja að gjaldeyrishöftin séu ástæðan fyrir því að fjárfestingin nær ekki að hækka meira.

Á Íslandi hafa gjaldeyrishöft haft áhrif. Við getum aðeins skoðað til skamms tíma þar sem höftin eru ennþá á og því er ekki hægt að gera grein fyrir því hver langtíma áhrifin verða. Höftin virðast hafa haft skammtíma áhrif á alla þættina, en einnig er hægt að benda á að gjaldeyriskreppan sem skall á árið 2008 hafi haft þessi áhrif. Það er hægt að sjá að gjaldeyrishöftin höfðu þau áhrif á t.d. fjárfestingu, raungengi, raunvexti og hagvöxt að það nær ekki að hækka nógu mikið á meðan höftin eru ennþá í gildi.



## 6 Umræða

Í þessari ritgerð hef ég fjallað um gjaldeyrishöft og áhrif þeirra. Ég skoðaði sérstaklega áhrif gjaldeyrishafta á útstreymi í þremur löndum og tók Malasíu, Tæland og Spán sem dæmi. Ég sýndi hvernig höftin voru sett á í hverju landi fyrir sig og hvers eðlis höftin voru í þessum löndum. Síðan dró ég fram töluleg gögn til að skoða áhrifin betur. Þetta voru gögn um raunvexti, raungengi, verðbólgu, fjárfestingu og hagvöxt í hverju landi fyrir sig. Skoðað var hvort gjaldeyrishöftin hefðu áhrif á þá þætti og hvort það hefði verið skammtíma eða langtíma áhrif.

Gjaldeyrishöft hafa verið notuð til að reyna að koma stjórn á sveiflukennd fjármagnsflæði til að takast á við áhlaup spákaupmennsku og auka sjálfstæði peningastefnu hvers ríkis. Algeng rök fyrir setningu haftanna er að þau gefi stjórnvöldum rými til að endurskipuleggja og lækka stýrivexti til að ýta undir fjárfestingu. Erfitt er að meta áhrif haftanna almennt þar sem margt getur haft áhrif á virkni þeirra, eins og til dæmis stjórnarfar í hverju landi, hve vel höftum er fylgt eftir og hvaða aðrar aðgerðir eru framkvæmdar á sama tíma. Fræðimenn sem hafa fjallað um gjaldeyrishöft og árangur af setningu þeirra hafa komist að ólíkum niðurstöðum.

Í þeim löndum sem hér eru til umfjöllunar var ein megin ástæða haftanna að verjast gegn þrýstingi frá spákaupmennsku, að skapa meiri stöðugleika á gjaldeyrismarkaði og koma á jafnvægi á milli álands- og aflandsvaxta. Eftir að nýmarkaðsríki í Asíu höfðu opnað hagkerfi sín fyrir frjálsara fjármagnsflæði upplifðu þau í lok 20. aldar mikinn þrýsting spákaupmanna á gjaldmiðla sína. Viðbrögð margra þeirra eins og Tælands og Malasíu var að setja á gjaldeyrishöft. Á Spáni voru aðstæður öðruvísi þar sem hér er um að ræða ríki sem var í EB (nú ESB) og var hluti af ERM samstarfi. Það varð því að taka tillit til þessa samstarfs við setningu haftanna.

Höftin í Malasíu voru áhrifarík í að eyða aflandsmarkaði. Þau leiddu til bata í hagkerfinu og veittu svigrúm til þess að hrinda grundvallarumbótum í framkvæmd. Áhrif haftanna voru þó ekki kostnaðarlaus. Traust alþjóðlegra fjárfesta á Malasíu veiktist miðað við önnur lönd á svæðinu. Kostnaðurinn við fjármögnun frá erlendum aðilum jókst og ströng framkvæmd haftanna lagði aukinn kostnað á fjárfesta, banka og yfirvöld.

Eins og Krugman benti á þá geta höft á útstreymi fjármagns gefið góðan árangur í að skapa rými til að bæta stöðuna í fjármálunum og lækka vexti þegar kreppuástand ríkir. Hann bendir þó á að algengt sé að markaðsaðilar finni leiðir til að komast hjá þeim.

Höftin í Tælandi komu ekki nægilega í veg fyrir að útflæðið færi í gegnum mismunandi leiðir og algengt var að farið væri framhjá höftunum. Þetta leiddi til þrýstings á bath. Gjaldeyrishöft Tælands auðvelduðu málin aðeins í skamman tíma. Gjaldeyrisorði Tælands hélt áfram að dragast saman eftir að gjaldeyrishöftunum hafði verið komið á en höftin virðast þó hafa aukið stöðugleika gengis bath og aukið vaxtamuninn á milli álands- og aflandsvaxta. Einnig tókst að draga úr útstreymi fjármagns að nokkru leyti.

Daglegar tölur um álands- og aflandsvaxtamun og hreyfingar á peseta innan ERM benda til þess að höftin hafi upphaflega náð árangri á Spáni en þó tímabundið. Samkvæmt Magud og Reinhard drógu höftin á Spáni úr útstreymi fjármagns. Einnig tókst Spánverjum með þessum aðferðum að auka sjálfstæði peningastefnunnar.

Greining mín á tölulegum gögnum sýnir að gjaldeyrishöftin höfðu áhrif á alla þættina sem skoðaðir voru hvað Malasíu varðar. Raunvextir lækkuðu við setningu gjaldeyrishafta og hækkuðu gífurlega við afnám haftanna. Gjaldeyrishöftin höfðu einnig áhrif á raungengið og hagvöxtinn. Verðbólga jókst einnig eftir að höftin voru sett á, en lækkaði svo eftir að þau voru að miklu leyti afnumin. Þess vegna má segja að gjaldeyrishöftin í Malasíu hafi haft þó nokkur áhrif.

Í Tælandi lækkuðu raunvextir við setningu gjaldeyrishafta. Eftir að þau voru afnumin hækkuðu þeir fyrst, en lækkuðu svo ári síðar. Gjaldeyrishöftin höfðu því áhrif á raunvexti einungis til skemmri tíma. Gjaldeyrishöftin höfðu áhrif á raungengið sem lækkaði eftir að höftin voru sett á og hélt áfram að lækka í nokkurn tíma. Hagvöxturinn lækkaði eftir að höftin voru sett á en hefur verið flóktandi síðan þá. Fjárfesting sem hafði aukist mikið rétt áður en höftin voru sett á féll við setningu haftanna og hefur haldist lág síðan.

Á Spáni hækkuðu raunvextir við gjaldeyrishöftin en lækkuðu aftur þegar þau voru afnumin. Raungengið lækkaði einnig og hélt áfram að lækka til ársins 2003. Hagvöxtur dróst saman en jókst fljótlega eftir afnám haftanna. Verðbólgan lækkaði á haftartíma en hækkaði aftur í sama form við afnám haftanna. Það má því segja að höftin hafi haft skammtímaáhrif á verðbólgunu. Fjárfesting lækkaði lítillega við setningu gjaldeyrishafta.

Ég dreg þá ályktun að höftin hafi ekki haft mikil áhrif á Spáni þar sem sambærilegar breytingar áttu sér stað utan haftatíma.

Þegar að tölulegu gögn Íslands eru skoðuð miðað við tölulegu gögn hinna landanna má sjá að Ísland og Malasía eru líkust. Þegar raunvextir, raungengi, verðbólga, fjárfesting og hagvöxtur eru skoðuð má sjá að áhrif gjaldeyrishafta voru svipuð hjá báðum löndum. Raunvextir lækkuðu við setningu gjaldeyrishafta í báðum tilvikum og hækkuðu ári seinna, en lækkuðu svo aftur. Raungengið hreyfðist svipað hjá báðum löndum. Verðbólga fór hækkanði við setningu haftanna á Íslandi og í Malasíu en í Tælandi og á Spáni fór verðbólga lækkanði. Fjárfesting lækkaði á Íslandi og í Malasíu um nánast helming við setningu haftanna.

Finnur Oddson ofl. (2001) halda því fram að gjaldeyrishöft hafi engin jákvæð áhrif í þeim ríkjum sem ekki hafa sterkt lýðræði. Það megi finna fylgni á milli gjaldeyrishafta og lægra raunvaxtarstigs og við lægri verðbólgu (Finnur Oddsson ofl. 2011: 12). Þeir benda auk þess á að það sé fylgni milli gjaldeyrishafta og meiri verðbólgu og lægra raunvaxtarstigs. Þau dragi auk þess úr erlendum fjárfestingum. Þegar áhrif haftanna eru skoðuð eru margir þættir sem þarf að taka tillit til eins og rætt var hér að ofan. Athugun mín á þessum þremur löndum sýnir að gjaldeyrishöftin höfðu áhrif þó svo að áhrifin hafi verið mismikil og til mislangs tíma.

## Heimildaskrá

Arion Banki ed. Afnáám gjaldeyrishafta í Malasíu og lærdómur Íslands. Sótt þann 5. maí 2014 af [https://www.arionbanki.is/library/Skrar/Greiningar/onnur-efnahagsmal/030412\\_Malas%C3%ADa.pdf](https://www.arionbanki.is/library/Skrar/Greiningar/onnur-efnahagsmal/030412_Malas%C3%ADa.pdf)

Ariyoshi, Aikra, Karl Habermeier, Bernard Laurens, Inci Okter-Robe, Jorge Canales-Kriljenko, og Anderi Kirilenko (2000). „Capital Control: Country Experiences with Their Use and Liberazation“ *International Monetary Fund Occasional Paper* 190.

Ásgeir Jónsson, Sigurður Jóhanesson, Valdimar Ármann, Brice Benaben og Stefaniu Perucci, (2012). *Nauðsyn eða val? Verðtrygging, vextir og verðbólga*.

Datamarket. Sótt 7.apríl 2014 af <https://datamarket.com/p/about/>

Datamarket. Real interest rate (%). Sótt 7.mars 2014 af <https://datamarket.com/data/set/1497/real-interest-rate#!ds=1497!gad=1r.2a.23.2q&display=table>

Datamarket. Real Effective Exchange Rate. Sótt 7.mars 2014 af <https://datamarket.com/data/set/1dmy/#!ds=1dmy!x8r=14.1d.1z.1n&display=table>

Datamarket. GDP Growth (Annual %). Sótt 7.mars 2014 af <https://datamarket.com/data/set/12nt/#!ds=12nt!dy3=21.2n.5k.5v&display=table>

Datamarket. Inflation, consumer prices (Annual %). Sótt 7. Mars 2014 af <https://datamarket.com/data/set/148w/#!ds=148w!ga2=1q.28.20.2m&display=table>

Datamarket. Total investment. Sótt 7.mars 2014 af <https://datamarket.com/data/set/1h7d/#!ds=1h7d!1ewv=41.2a.3m.2z&display=table>

- Dornbusch Rudy (2001). Malaysia: Was it different? National Bureau of Economic Research. Working paper 8325. NBER Working Paper Series.
- Edison, Hali J., og Reinhart, Carmen (2000). Capital Controls During Financial Crisis: The Case of Malaysia and Thailand. International Finance Discussion Paper nr. 662.
- Edwards, Sebastian (1999). How Effective Are Capital Controls? NBER Working Paper No.7413.
- Finnur Oddsson, Björn Þór Arnarson, Björn Brynjúlfur Björnsson, Lúðvík Elíasson & Haraldur I. Birgisson (2011). Gjaldeyrishöftin: kostnaður og efnahagsleg áhrif. Reykjavík: Viðskiptaráð Íslands
- Forbes, Kristin (2006). Capital Controls Submission for Palgrave's Dictionary of Economics, 2nd edition, sótt 13.mars 2014 af:  
[http://web.mit.edu/kjforbes/www/Papers/Capita\\_Controls-Palgrave\\_Entry-Forbes.pdf](http://web.mit.edu/kjforbes/www/Papers/Capita_Controls-Palgrave_Entry-Forbes.pdf)
- Hagstofa Íslands (ed.). Sótt 9.maí 2014 af: <http://www.hagstofa.is/Pages/1374>
- Johnson, Simon; Kochhar, Kalpana; Mitton, Todd og Natalia Tamirisa (2006) *Malaysian Capital Controls: Macroeconomics and Institutions* IMF Working Paper. WP/06/51
- Krugman, Paul (1998). *Saving Asia: It's Time To get Ridical The IMF Plan Not Only Has Failed to Revive Asia's Troubled Economies But Has Worsened the Situation. It's Not Time For Some Painful Medicine.* Fortune. Sótt 3.mars af  
[http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune\\_archive/1998/09/07/247884/](http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/1998/09/07/247884/)
- Magud, Nicolas og Reinhart, Carmen (2006). *Capital Controls: An Evulation.* Working Paper 11973. Cambridge MA: National Bureau of Economic Research.
- Magud, Nicolas, Reinhart Carmen og Kenneth S. Rogoff (2011). *Capital Controls: Myth and Reality – a Portfolio Balance Approach.* Working Paper 16805. Cambridge MA: National Bureau of Economic Research.

Reinhart, Carmen., Edison, Hali (2001). Stopping Hot Money. University of Maryland, College Park, Department of Economics. MPRA Paper No. 13862, posted 8. March 2009 14:34 UTC. [http://mpra.ub.uni-uenchen.de/13862/1/MPRA\\_paper\\_13862.pdf](http://mpra.ub.uni-uenchen.de/13862/1/MPRA_paper_13862.pdf)

Saborowski Christian, Sanya Sarah (2014) Effectiveness of Capital Outflow Restrictions. IMF Working Paper. International Monetary Fund January 2014.

Tamirisa, Natalia T (2004). Do Macroeconomic Effects of Capital Controls Vary by Their Type? Evidence from Malaysia. *International Monetary Fund Working Paper 04/3*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp0403.pdf>

## 7 Viðauki – Töluleg gögn af Datamarket

### 7.1 Töflur

Raunvextir				
Tímabil	Spánn	Tæland	Malasía	Ísland
-2	8,08632	7,25474	6,04065	8,36815
-1	6,95814	9,02367	6,90551	12,9104
<b>Í höftum</b>	<b>7,46293</b>	<b>6,97458</b>	<b>3,59309</b>	<b>6,01379</b>
<b>1</b>	<b>4,87838</b>	<b>13,5652</b>	<b>8,84821</b>	
<b>2</b>	<b>4,87314</b>	<b>6,401</b>	<b>3,29631</b>	
<b>5</b>	<b>2,47196</b>	<b>4,54911</b>	<b>-2,673</b>	

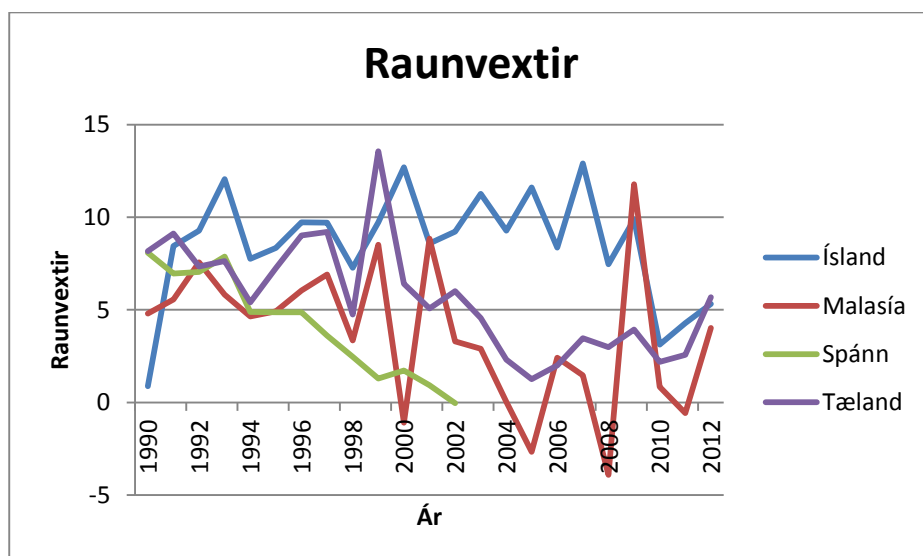
Raungengi				
Tímabil	Spánn	Tæland	Malasía	Ísland
-2	0	93,8192	122,971	142,133
-1	104,763	96,1504	118,758	149,9669
<b>Í höftum</b>	<b>98,6802</b>	<b>84,5686</b>	<b>95,7558</b>	<b>103,0876</b>
<b>1</b>	<b>88,7002</b>	<b>81,3181</b>	<b>101,632</b>	
<b>2</b>	<b>90,2274</b>	<b>78,7584</b>	<b>101,736</b>	
<b>5</b>	<b>88,242</b>	<b>81,4672</b>	<b>88,2342</b>	

Hagvöxtur				
	Spánn	Tæland	Malasía	Ísland
-2	3,781393	9,23748	10,0027	4,708971
-1	2,546001	5,901345	7,322743	5,958
<b>Í höftum</b>	<b>-0,05114</b>	<b>-5,94067</b>	<b>2,545688</b>	<b>-0,98925</b>
<b>1</b>	<b>2,383195</b>	<b>4,447636</b>	<b>0,517675</b>	
<b>2</b>	<b>2,757494</b>	<b>4,75007</b>	<b>5,390988</b>	
<b>5</b>	<b>4,468161</b>	<b>7,139975</b>	<b>5,332139</b>	

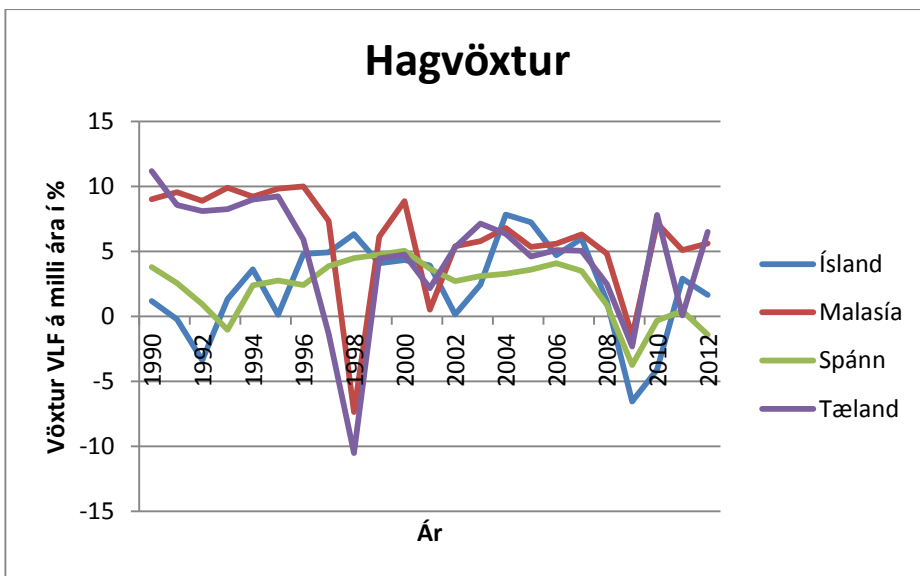
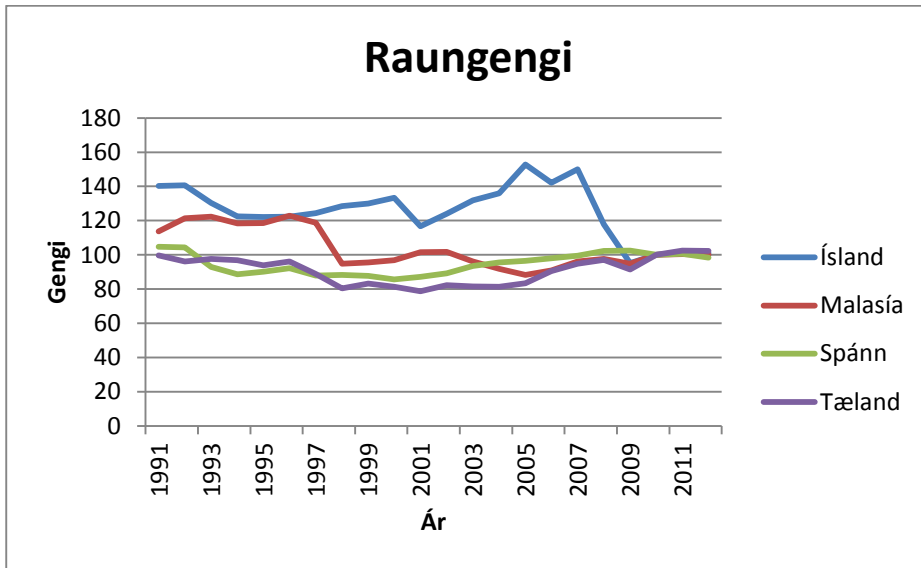
Verðbólga, vísitala neysluverðs í %				
Tímabil	Spánn	Tæland	Malasía	Ísland
-2	6,71794	5,818182	3,488559	6,675824
-1	5,935326	5,805106	2,662515	5,063668
Í höftum	4,6761	5,625797	4,007452	7,852124
1	6,110627	7,994729	1,53474	
2	4,674753	0,284726	1,416785	
5	1,833537	1,80435	1,518542	

Fjárfesting				
Tímabil	Spánn	Tæland	Malasía	Ísland
-2	25,635	42,094	41,478	35,607
-1	24,885	41,816	42,973	29,015
Í höftum	22,914	33,664	24,71285	15,96
1	20,914	20,447	26,635	
2	20,832	20,5	27,408	
5	22,076	23,801	30,942	

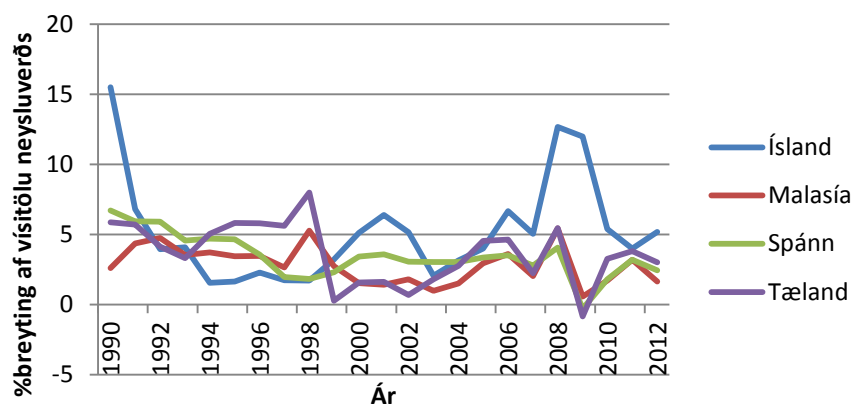
## 7.2 Samanburður á milli landa







## Verðbólga



## Fjárfesting, % af VLF

