

Viðauki 1

Viðmiðunargjaldmiðill innlends fjármálakerfis og virkni peningastefnunnar

Upp á síðkastið hefur verið mikil umræða um aukna notkun evrunnar í bókhaldi fjármálafyrirtækja og uppgjöri fjármálaviðskipta á innlendum hlutabréfamarkaði. Þessa hefur sérstaklega orðið vart eftir að Straumur-Burðarás fékk heimild til þess að færa bókhald sitt í evrum. Áhugi virðist einnig meðal fjölda annarra fyrirtækja og í þessu samhengi hefur verið rætt um mögulega skráningu hlutabréfa í evrum í Kauphöllinni, sérstaklega eftir sameiningu hennar við OMX-kauphöllina.

Gagnlegt er að skipta greiningu á áhrifum aukinnar notkunar innlendra fjármálafyrirtækja á erlendum gjaldmiðlum á virkni peningastefnunnar í tvær meginspurningar, sem þó eru nátengdar. Annars vegar má spyrja um líkleg áhrif þess á virkni peningastefnunnar að fjármálafyrirtæki færðu *bókhald* sitt í erlendum gjaldmiðli, hins vegar um áhrif þess að erlendir gjaldmiðill yrði *uppgjörsgjaldmiðill* fjármálaviðskipta.

Áhrif þess að fjármálafyrirtæki færi bókhald í erlendum gjaldmiðli

Meðan hlutfallslegt umfang út- og innlána í íslenskum krónum dregst ekki verulega saman virðist ekki ástæða til að ætla að það hefði marktæk áhrif á miðunarferli og áhrifamátt peningastefnunnar að innlend fjármálafyrirtæki bókfæri eignir og skuldir (og þar með eigið fé) í erlendum gjaldmiðli. Með sama hætti og áður mun peningastefnan hafa áhrif á útlánsvesti sem fjármálafyrirtækin bjóða og þar með á útgjaldaákvarðanir heimila og fyrirtækja sem taka lán í krónum.

Það breytir sennilega litlu þótt dragi úr vægi þessarar lánastarfsemi í rekstri viðkomandi fjármálafyrirtækja eftir því sem starfsemi þeirra erlendis eykst. Lánafyrirtækin munu þurfa að fjármagna lánastarfsemi í krónum með innlánnum, útgáfu á verðbréfum í krónum, lántöku hjá Seðlabankanum eða kaupum á afleiðusamningum hjá öðrum fjármálafyrirtækjum til að verja sig fyrir gjaldmiðlaáhættu.¹ Á endanum verður því til mótvarandi liður skuldamegin á efnahagsreikningi lánakerfisins í íslenskum krónum sem Seðlabankinn verðleggur með beinum eða óbeinum hætti. Þeir aðilar sem fjármagna sig beint á markaði (og því ekki í gegnum lánakerfið) verða fyrir sambærilegum áhrifum í gegnum vaxtarófið (þ.e. langtímavextir ráðast af væntingum um þróun skammtímavaxta sem Seðlabankinn stjórnar beint eða óbeint) meðan fjármöggunin er í krónum.

1. Jafnvel þótt fjármálafyrirtæki fjármagni einhvern hluta innlendra lánastarfsemi með óvarinni erlendra lántöku eða skuldabréfaútgáfu felur það ekki í sér að peningastefnan verði sem því nemur áhrifaminni. Leiði hækkun stýrivaxta til tímabundinnar gengishækkunar krónunnar verður erlenda lántakan áhættusamari og lánafyrirtækin verða að taka tillit til þeirrar áhættu þegar þau ákveða útlánsvesti.

Gerist það hins vegar að smám saman fari að draga úr framboði lánsfjár í krónum í kjölfar þess að lánastofnanir færi bókhald sitt í erlendum gjaldmiðli gæti staðan breyst. Það gæti t.d. gerst að lánastofnanir yrðu tregar til að lána í krónum eða að lánskjör yrðu „óeðlilega“ óhagstæð. Í þessu samhengi verður þó að hafa í huga að á meðan eftirspurn er eftir lánsfé í krónum meðal almennings og fyrirtækja, t.d. hjá þeim sem vilja forðast áhættu tengda gengissveiflum, eru hagnaðartækifæri fyrir lánafyrirtæki til staðar (eða önnur fyrirtæki á meðan aðgengi að þessum markaði er óheft) og því erfitt að sjá fyrir sér að þessi starfsemi hverfi, þótt ekki sé útilokað að hún geti minnkað að umfangi frá því sem nú er.²

Áhrif Seðlabankans á verð peninga, þ.e. vexti, ráðast af getu hans til að hafa áhrif á magn peninga í umferð. Hvernig sem uppgjörum fjármálafyrirtækja er háttáð hefur bankinn einkarétt á að gefa út krónur. Litlar líkur eru á að krónan hverfi af sviðinu sem viðskiptamiðill (e. medium of exchange) án atbeina stjórnvalda. Á meðan enn er þörf fyrir krónur í viðskiptum, t.d. í viðskiptum með vöru sem greiða þarf fyrir með peningum, og vegna uppgjör samninga, skattgreiðslna o.s.frv., verður áhrifamáttur peningastefnunnar einhver. Litlu breytir þótt notkun seðla og myntar sé tiltölulega lítil hér á landi því að stór hluti viðskipta er eftir sem áður gerður upp í krónum.³

Áhrif þess að erlendum gjaldmiðill yrði uppgjörsgjaldmiðill fjármálafyrirtækja

Við fyrstu sýn virðast áhrif þess á miðlun peningastefnunnar að uppgjör fjármálaviðskipta yrði í erlendum gjaldmiðli í stað króna geta orðið meiri en fyrri áhrifin. Verði erlendum gjaldmiðill uppgjörsgjaldmiðill fjármálaviðskipta gæti velta á innlendum fjármálamörkuðum, þ.e.a.s. mörkuðum þar sem stunduð eru viðskipti með verðbréf skráð í krónum, dregist saman og þar með geta Seðlabankans til að hafa áhrif á vaxtakjör út vaxtarófið. Framkvæmd peningastefnunnar yrði einnig vandasamari vegna þess að nýta þarf upplýsingar sem fólgnar eru í markaðsverði sem verður erfiðara ef skilvirkni markaðanna minnkar.

Dragist innlend lánastarfsemi saman yrði þörf innlendra fjármálafyrirtækja fyrir útgáfu verðbréfa í krónum minni. Það hefði óheppileg áhrif á innlenda peninga- og skuldabréfamarkaði þar sem hann yrði grynri. Nú þegar er við talsverðan vanda að etja í þeim efnum vegna takmarkaðrar skuldabréfautgáfu ríkisins. Ástæða er til að hvetja ríkið til þess að sinna betur því hlutverki sínu að tryggja næga útgáfu markaðsbréfa ríkissjóðs til þess að vaxtamyndun á skuldabréfamarkaði verði með eðlilegum hætti. Vegna þess að skuldaraáhætta ríkissjóðs er lítil sem engin eru vextir ríkisskuldabréfa mikilvægir viðmiðunarvextir í markaðsviðskiptum.

2. Einnig má hugsa sér að eftirspurn eftir lánsfé í krónum fari minnkandi en það gæti dregið úr áhrifamætti peningastefnunnar með sama hætti, a.m.k. um vaxtafarveg peningastefnunnar. Sú þróun tengist hins vegar ekki sérstaklega umfjöllunarefni þessa viðauka, heldur er ein birtingarmynd þeirrar alþjóðavæðingar íslensks hagkerfis sem hefur ágerst á síðustu árum og mun líklega halda áfram, óháð því hvort fjármálafyrirtæki fari að færa bókhald sitt í evrum eða ekki.
3. Í þessu samhengi má nefna að almenningur virðist mjög tregur til að leggja af notkun eigin gjaldmiðils, jafnvel í löndum þar sem ríkir óðaverðbólga, sjá Giovannini og Turtelboom (1994).

Önnur óheppileg afleiðing þess að erlendur gjaldmiðill yrði uppgjörsgjaldmiðill fjármálaviðskipta gæti verið að innlend fjármálafyrirtæki sæju minni ávinning af því að sinna hlutverki viðskiptavaka með verðbréf hins opinbera. Segi þau upp samningi sínum um viðskiptavakt hefði það afar óheppileg áhrif á innlenda fjármálamarkaði og getu Seðlabankans til að hafa áhrif á innlenda vexti.⁴

Áhrif þess að krónan hyrfi af sviðinu sem uppgjörsgjaldmiðill fjármálafyrirtækja á greiðslumiðlun í landinu og hlutverk Seðlabankans í því ferli er einnig umhugsunarefni. Vart kemur til greina að viðskipti og uppgjör fjármálafyrirtækja við Seðlabankann yrði í öðrum gjaldmiðli en krónum. Það vekur einnig spurningar um hlutverk Seðlabankans sem lánveitanda til þrautavara, því að eðlilegast er að hugsanleg neyðar- aðstoð bankans sé í krónum.

Niðurstaða

Ekki virðist líklegt að ákvörðun fjármálafyrirtækja um að færa bókhald sitt í erlendum gjaldmiðli ein og sér dragi úr virkni peningastefnunnar. Á meðan krónan er notuð í innlendum viðskiptum við kaup á vöru og þjónustu verður áfram þörf fyrir lánastarfsemi í krónum. Á meðan slík lánastarfsemi er fyrir hendi hefur peningastefnan áhrif. Verði þessi aðgerð hins vegar til þess að draga úr notkun krónunnar í innlendri lánastarfsemi, einkum ef um leið yrði hætt að nota krónuna sem uppgjörsgjaldmiðil fjármálaviðskipta, er líklegt að áhrif Seðlabankans á innlenda vexti minnki. Peningastefnan yrði þó ekki með öllu áhrifalaus á meðan krónan er ríkjandi gjaldmiðill í innlendum viðskiptum. Yrði erlendur gjaldmiðill hins vegar tekinn upp í almennum viðskiptum með vörur og þjónustu myndi draga verulega úr slagkrafti peningastefnunnar.⁵ Líkurnar á því að það gerist verða hins vegar að teljast hverfandi. Mjög alvarleg hagstjórnarmistök er leiddu til óðaverðbólgu þyrftu líklega að koma til.

Að lokum má velja því fyrir sér hvort ofangreind breyting gæti orðið til þess að vægi mismunandi miðlunarleiða peningastefnunnar breytist. Aukist vægi lána í erlendum gjaldmiðlum meðal almennings er líklegt að vægi gengisfarvegarins í miðlun peningastefnunnar aukist á kostnað vaxtafarvegarins.⁶ Peningastefnan gæti þess vegna orðið erfiðari í framkvæmd því að gengissveiflur eru illfyrirsjáanlegar, þ.e.a.s. óvissa í miðlunarferlinu myndi aukast.

Ef hlutabréf innlendra fyrirtækja verða skráð í erlendum gjaldmiðli myndi það einnig hafa áhrif á miðlun peningastefnu um eignaverðs- farveginn. Hækki gengi krónunnar í kjölfar aukins aðhalds innlendra peningastefnu, minnkar kaupmáttur hlutabréfaeignar sem skráð er í erlendum gjaldmiðli gagnvart innlendri vöru og þjónustu að öðru

4. Stanley Fischer (2006) hefur bent á að þótt almennt séð sé erfitt að meta áhrif dollaravæðingar á dýpt innlends fjármálakerfis sé líklegra að áhrifin séu jákvæð þegar haft er í huga að hinn valkosturinn sé líklega að fjármálakerfið hverfi út fyrir landsteinana verði reynt að koma í veg fyrir þessa þróun með fjármagnshöftum.

5. Alþjóðlegar rannsóknir benda til þess að áhrifamáttur peningastefnunnar myndi minnka færi almennings í vaxandi mæli að nota evrur í almennum viðskiptum með vörur og þjónustu. Sjá t.d. Castillo, Montoro og Tuesta (2006). Reynsla Perú bendir þó ekki til þess að slagkrafturinn hverfi með öllu en seðlabankanum þar í landi hefur tekist að halda verðbólgu við markmið þrátt fyrir að um 80% viðskipta efnahagslífsins séu dollaravædd.

6. Þetta eru m.a. niðurstöður alþjóðlegra rannsókna. Sjá t.d. Castillo, Montoro og Tuesta (2006).

óbreyttu, jafnvel þótt virði bréfsins í skráningargjaldmiðli sé óbreytt. Auðsáhrif hlutabréfaeignarinnar verða því næmari fyrir gengisbreytingum.

Hugsanlegt er að afleiðing þess að bókhald fjármálafyrirtækja yrði fært í erlendum gjaldmiðli sé að nokkru leyti jákvæð áhrif á miðlun peningastefnunnar. Því hefur verið haldið fram að það vinni gegn viðleitni Seðlabankans til þess að auka aðhald í peningamálum að gengishækkun, sem leitt getur af hækkun stýrivaxta, hafi jákvæð áhrif á eiginfjárlutfall fjármálafyrirtækja og auki því útlánagetu þeirra. Yrði efnahagsreikningurinn færður í erlendum gjaldmiðli gætu áhrifin snúist við og þannig styrkt miðlun peningastefnunnar um útlánafarveg miðlunarferlisins.

Almennt séð gæti aukin notkun erlendra gjaldmiðla haft óaskileg áhrif á fjármálastöðugleika ef hún felur í sér að gengisáhætta innlendra aðila með útgjöld í krónum aukist.⁷ Það er hins vegar ekki sjálfgefið að það gerist né heldur er gjaldmiðlaáhætta nýtt fyrirbæri.

Aukna notkun erlendra gjaldmiðla í íslensku efnahagslífi má líta á sem eðlilega afleiðingu alþjóðavæðingar og afnáms hafta á íslensku athafnalífi og fjármálakerfi. Hún er hins vegar ekki síður afleiðing ofpenslu og óstöðugleika sem ríkt hefur undanfarin ár og endurspeglast í mikilli verðbólgu, háum vöxtum og sveiflum í gengi krónunnar.

Að hindra þessa þróun með boðum og bönnum er ekki líklegt til að skila árangri. Efnahagslegur kostnaður hafta á fjármagnshreyfingum er að líkindum meiri en ábatinn. Skynsamlegasta leiðin til að stuðla að því að krónan verði áfram nothæfur gjaldmiðill á íslenskum fjármálamarkaði er að haga innlendri hagstjórn þannig að dragi úr hvata til að nota erlenda gjaldmiðla. Það verður best gert með því að tryggja efnahagslegan stöðugleika. Takist stjórnvöldum að tryggja að umsvif í þjóðarbúskapnum séu í samræmi við framleiðslugetu verður verðlag stöðugra og krónan betri miðill í viðskiptum, og sem reikningseining og viðmiðun í samningum.

Heimildir

- Castillo, P., C. Montoro og V. Tuesta (2006), „An estimated stochastic general equilibrium model with partial dollarization: A Bayesian approach“, Seðlabanki Perú.
- Fischer, S., (2006), „Dollarization“, ræða flutt á 75 ára afmælisráðstefnu tyrkneska seðlabankans, 13.-15. desember 2006.
- Giovannini, A., og B. Turtelboom (1994), „Currency substitution“, í bókinni *The Handbook of International Macroeconomics*, ritstjóri F. Van der Ploeg, Blackwell.

7. Í þessu samhengi má nefna að þótt lánaþyrtingin verjist sinni gengisáhættu er áfram veruleg hættu af slíkri lánastarfsemi til viðskiptavina sem hafa ekki aðgang að „náttúrulegri gengisvörn“, eins og reynslan af fjármálakreppu SA-Asíu á síðasta áratug síðustu aldar sýndi svo glögglega.