

Stjórnþæki peningamála og hagkvæmni fjármálakerfisins

Jón Steinsson
Harvard University

19. maí, 2004

Miðlunarferli peningamálastefnunnar:

Stjórnþæki Seðlabankans: 2 vikna vextir

Hafa áhrif á:

- aðra vexti á peningamarkaði,
- ávöxtunarkröfu skuldabréfa,
- inn- og útlánsvexti bankanna,

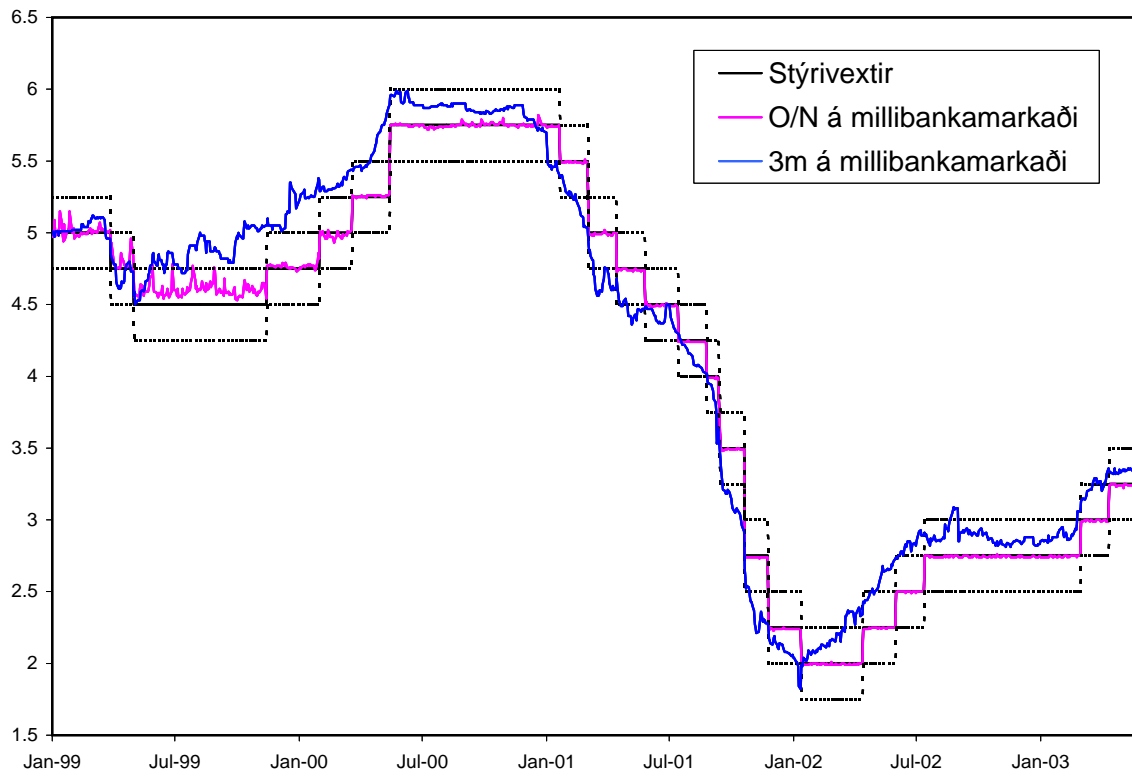
sem hafa áhrif á:

- gengi krónunnar,
- önnur eignaverð,
- útlán bankakerfisins,

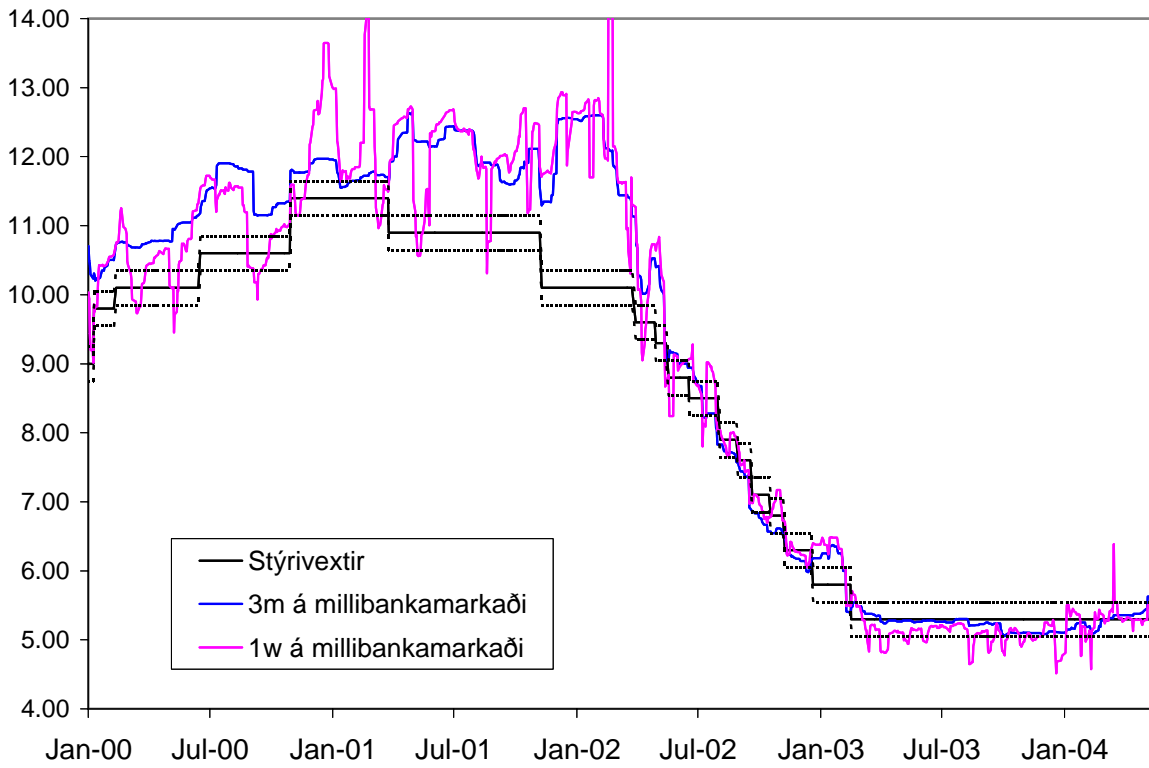
sem loks hafa áhrif á:

- eftirspurn í hagkerfinu,
- verðbólguvæntingar,
- verðbólgu.

Miðlun Vaxta í Kanada



Miðlun vaxta á Íslandi



Frávik vaxta á millibankamarkaði frá stýrivöxtum Seðlabankans eru slæm fyrir að minnsta kosti tvær sakir:

- Þau veikja miðlunarferlið og innleiða óþarfa óvissu í það.
- Þau eru vísbending um óskilvirkni í fjármálakerfinu

Frávikin þýða að íslenskir bankar fjármagna sig á mismunandi kjörum.

- Sumir fjármagna sig með endurhverfum viðskiptum við Seðlabankann.
- Aðrir fjármagna sig á millibankamarkaði á allt öðrum kjörum

Þetta er merki þess að brotalöm sé á því að millibankamarkaðnum takist á miðla fé frá þeim sem hafa það til þeirra sem best not hafa fyrir það með hagkvæmum hætti.

Í 4. grein laga um Seðlabanka Íslands segir: „Seðlabanki Íslands skal [...] stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi [...].”

Á undanförunum árum hafa orðið miklar breytingar á framkvæmd peningamála víða erlendis:

- Bindiskylda hefur verið lækkuð eða afnumin
- Vægi beinna markaðsaðgerða hefur minnkað
- Tekin hafa verið upp rafræn greiðslumiðlunarkerfi

Lengi vel stjórnuðu seðlabankar vöxtum með beinum markaðsaðgerðum sem hafði áhrif á magn grunnfjár.

Ör tækniþróun hefur minnkað til muna eftirspurn eftir grunnfé.

Margir hagfræðingar hafa haft af því áhyggjur að þetta kunni að leiða til þess að seðlabönkum reynist erfiðara og erfiðara að stjórna vöxtum (sjá Friedman, 1999).

Hvernig stjórna seðlabankar vöxtum þegar eftirspurn eftir grunnfé er að engu orðin?

Unnt er að breyta framkvæmd peningamála til þess að komast hjá þessum vanda.

Seðlabankar Kanada, Ástralíu og Nýja Sjálands hafa hrundið slíku kerfi í framkvæmd.

Umgjörðin á evrusvæðinu, í Svíþjóð og á Íslandi líkist þessu meira og meira.

Í hinu nýja kerfi:

- leikur rafræna greiðslukerfið lykilhlutverk,
- framkvæmir seðlabankinn nánast engar bein-
ar markaðsaðgerðir.

Yfirlit

Í þessu erindi ætla ég að:

- útskýra nokkuð nákvæmlega hvernig hið nýja kerfi virkar,
- reyna að svara því af hverju vextir á milli-bankamarkaði á Íslandi fylgja ekki stýrivöxtum Seðlabankans betur,
- fjalla um nokkrar tillögur til úrbóta á framkvæmd peningamálastefnunnar.

Nokkur hugtök:

Grunnfé: Seðlar og mynt auk sjóða og innstæðna innlánsstofnana hjá Seðlabankanum.

Grunnfé í greiðslukerfinu: Sjóðir og innstæður innlánsstofnaka hjá Seðlabankanum.

Grunnpunktur: 0.01%, þ.e. 100 grunnpunktur = 1%

Framkvæmd peningamálastefnunnar samkvæmt kennslubókunum:

- Lykilmunurinn á peningum (grunnfé) og öðrum eignum er að peningar bera ekki vexti,
- Eftirspurn eftir peningum byggist á því að þeir auðvelda viðskipti,
- Seðlabankar stjórna vöxtum með markaðsaðgerðum, þ.e. með því að auka og minnka magn grunnfrjár.

Í Kanada, Ástralíu og Nýja Sjálandi:

- Unnt er að nota alls kyns vaxtaberandi eignir til þess að greiða fyrir viðskiptum,
- grunnfé í greiðslukerfinu ber vexti,
- seðlabankinn framkvæmir nánast engar markaðsaðgerðir,
- grunnfé í greiðslukerfinu haldið föstu

Lýsing kennslubóka á framkvæmd peningamálastefnunnar er úrelt!

Greiðslukerfið leikur lykilhlutverk í Kanada

Stjórnþæki Seðlabanka Kanada er í raun inn- og útlánsvextir í greiðslukerfinu.

Hvernig eiga greiðslur sér stað í rafrænu greiðslukerfi:

- Dæmigerð greiðsla
- Nettó áhrif í greiðslukerfinu eru núll!

Villandi að nota orðalagið "leggja inn" og "taka út". Elur á hugmyndum um að peningar á pappírsformi séu einhvers staðar fyrir hendi.

Reglur greiðslukerfisins:

- Bankar með neikvæða stöðu í lok dags taka daglán á útlánavöxtum greiðslukerfisins.
- Bankar með jákvæða stöðu í lok dags fá greidda innlánsvexti greiðslukerfisins yfir nótt.

Framkvæmd peningamálastefnunnar:

- Útlánsvextir í greiðslukerfinu eru ávallt 50 grunnpunktum hærri en innlánsvextir.
- Grunnfé í greiðslukerfinu haldið föstu í núlli!

Hver og einn banki hefur hvata til þess að enda daginn með núllstöðu í greiðslukerfinu.

Bankar lána hver öðrum á millibankamarkaði á vöxtum sem eru á milli inn- og útlánsvaxta greiðslukerfisins.

Mikilvæg atriði:

- Inn- og útlánsvextir í greiðslukerfinu mynda gólf og þak á vexti á millibankamarkaði.
- Kerfið tryggir virkni millibankamarkaðar.
- Dæmigerð viðskipti breyta ekki nettóstöðu bankakerfisins í greiðslukerfinu.
- Hvernig breytast heildarútlán bankakerfisins?
- Ekkert þak á heildarútlánnum þegar engin bindiskylda er til staðar.

Tvenns konar greiðslur breyta nettóstöðu banka-kerfisins í greiðslukerfinu:

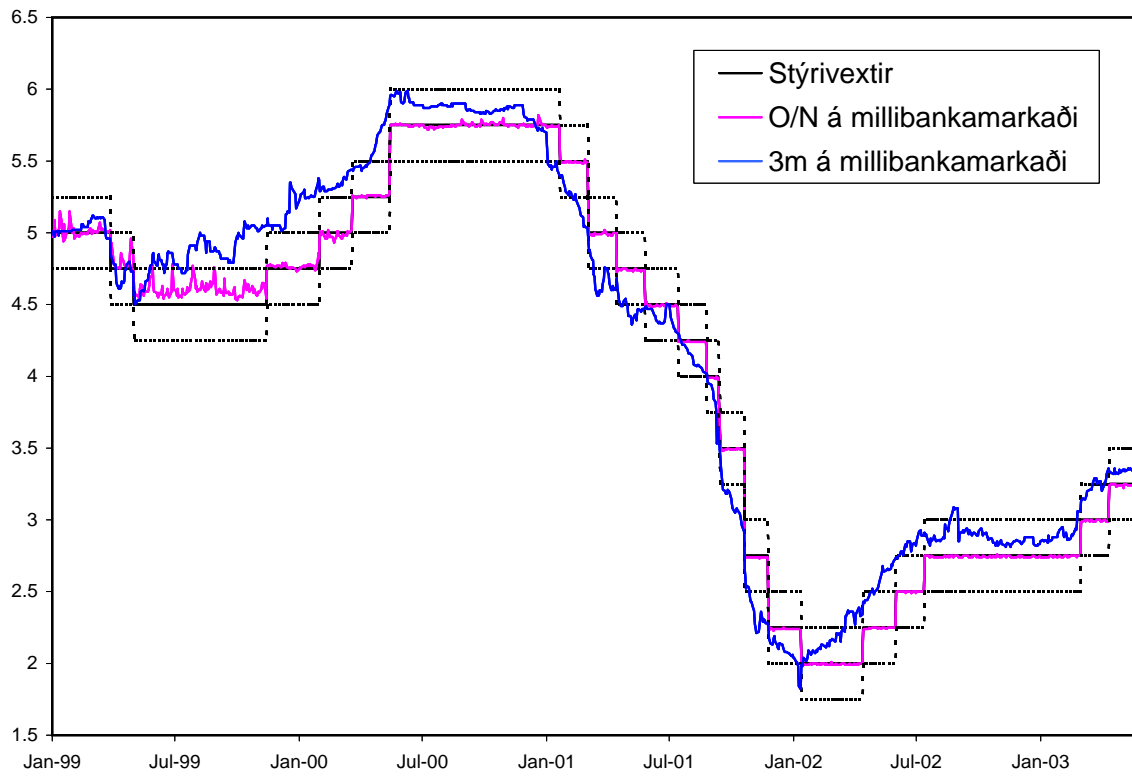
- Breytingar á eftirspurn eftir seðlum og mynt
- Greiðslur ríkissjóðs.

Lykilatriði að grunnfé í greiðslukerfinu sé haldið blýföstu í núlli!

Seðlabanki Kanada framkvæmir daglegar markaðs- aðgerðir til þess að núlla út áhrif greiðslna ríkissjóðs og breytinga á eftirspurn eftir seðlum og mynt.

NB: Á Íslandi hefur bindiskyldan áhrif á heildareftirspurn eftir grunnfé. Seðlabankinn ætti að halda grunnfé í greiðslukerfinu föstu í þeirri fjárhæð sem bankarnir þurfa að hafa vegna bindiskyldu.

Miðlun Vaxta í Kanada



Ég hef notað kerfið í Kanada sem dæmi

En kerfið í Ástralíu og Nýja Sjálandi er nánast eins

Og það sem meira er: Kerfið á evrusvæðinu, í Svíþjóð er mjög svipað.

Og kerfið hér á Íslandi hefur verið að færast í átt að þessu kerfi á síðustu árum.

En af hverju hefur Seðlabanka Íslands þá ekki tekist að hafa jafn góða stjórn á millibankavöxtum hér á landi og aðrir seðlabankar?

Orsakirnar:

- Framkvæmd peningamála er enn frábrugðin framkvæmdinni í þeim löndum sem fremst standa.
- Sérstakir þættir sem hafa með smæð hagkerfisins.

Hvernig er framkvæmd peningamála frábrugðin á Íslandi?

1. Stórgreiðslukerfið
2. Bindiskylda
3. Bilið milli inn- og útlánsvaxta í greiðslukerfinu
4. Skammtímastýring grunnfjár í greiðslukerfinu

1. Stórgreiðslukerfið

Greiðslukerfið er orðið hornsteinn í framkvæmd peningamálastefnunnar víða erlendis

Mikilvægt er að lokið verði við þróun fullkomins rafræns greiðslukerfis á Íslandi

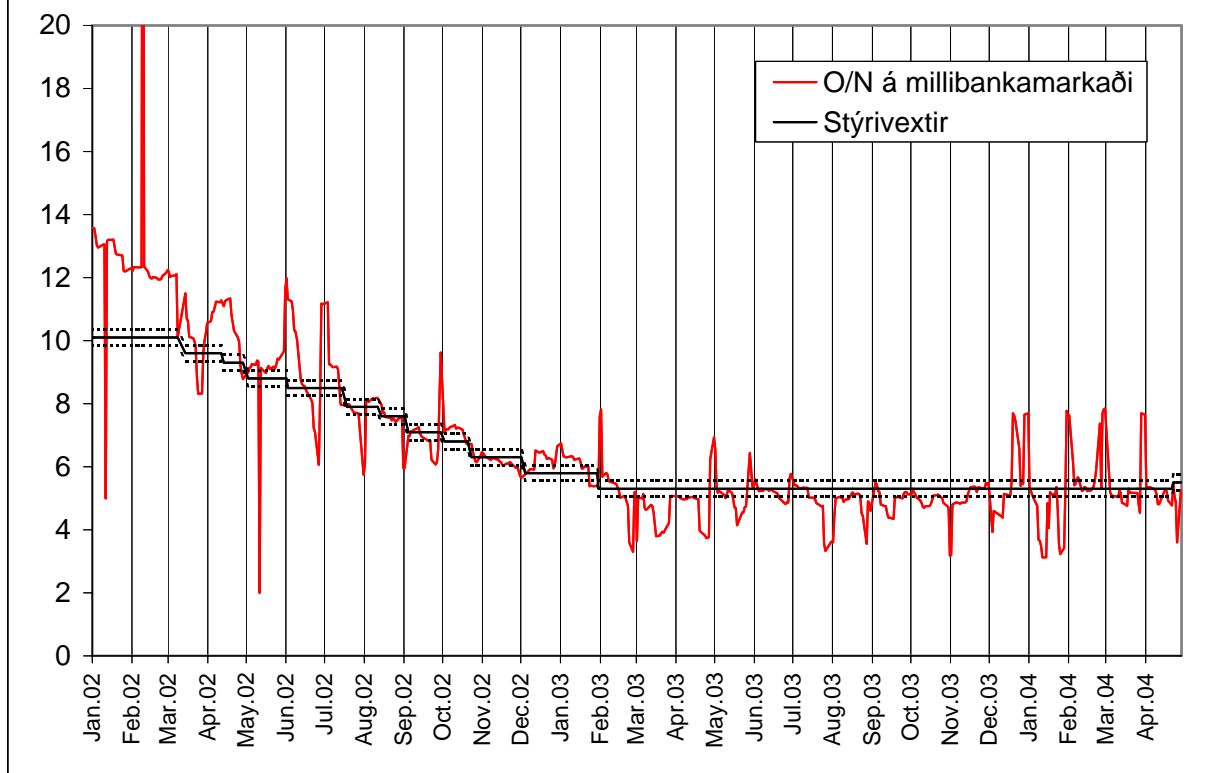
Helstu einkenni kanadíska stórgreiðslukerfisins:

- Veð fyrir öllum neikvæðum stöðum.
- Seðlabankinn tryggir greiðslur ef fleiri en einn aðili lendir í vandræðum.
- Seðlabankinn ákvarðar inn- og útlánsvexti kerfisins.
- Bankar greiða inn- og útlánsvexti kerfisins af stöðum yfir nótt.
- Við lok hvers dags, eftir að hætt hefur verið að framkvæma greiðslur, fáa aðilar í kerfinu tíma til þess að núlla út stöður innbirðis.

2. Bindiskylda

- Seðlabankar eru almennt hættir að nota bindiskyldu til þess að reyna að hafa áhrif á heildarútlán bankakerfisins.
- Bindiskylda veldur bönkum kostnaði ef samþærilegir vextir eru ekki greiddir af bindireikningum og fást á millibankamarkaði
- Af þessum sökum reyna bankar að flytja fé úr bindiskyldum eignum í eignir sem ekki eru bindiskyldar. Þetta getur valdið óhagkvæmni.
- Bindiskylda getur valdi skammtímaflökti á vöxtum á millibankamarkaði

O/N vextir á Íslandi



Af þessum sökum hafa flest ríki afnumið bindiskylduna og/eða tekið að greiða sambærilega vexti af bindiskyldum eignum og fást á milli-bankamarkaði.

Seðlabanki Íslands hefur lagað bindiskylduna hér að því sem gerist á evrusvæðin nema hvað varðar vexti

Bindiskyldan er mikilvægari tekjulynd fyrir Seðlabanka Íslands en fyrir flesta aðra seðlabanka.

Bindiskyldan er hins vegar ekki orsök hinna stóru frávika vaxta á millibankamarkaði frá stýrivöxtum Seðlabankans.

3. Bilið milli inn- og útlánsvaxta í greiðslukerfinu

- Kanada 50 punktar
- Ástralía 50 punktar
- Nýja Sjáland 50 punktar
- Evrusvæði 100 punktar
- Svíþjóð 150 punktar
- Ísland 490 punktar

Inn- og útlánavextir í greiðslukerfinu mynda gólf og þak á vexti á millibankamarkaði

Góð skammtímastýring á grunnfé í greiðslukerfinu veldur því að:

- Vextir á millibankamarkaði haldast nálægt miðju bilsins
- Gerir það að verkum að bankar þurfa ekki að leita til seðlabankans eftir fjármögnun

4. Skammtímastýring grunnfjár í greiðslukerfinu

Í dag framkvæmir Seðlabankinn vikulega endurhverf viðskipti

Breytingar á magni grunnfjár í greiðslukerfinu milli þessara vikulegu markaðsaðgerða valda flökti í vöxtum á millibankamarkaði

Tvær leiðir færar til þess að laga þetta:

1. Sænska leiðin

- Seðlabankinn annast ekki greiðslur ríkisins
- Afnám bindiskyldu
- Breytingar á eftirspurn eftir seðlum og mynt er mjög auðvelt að spá og eru ekki það stórar.

2. Leið Kanada, Ástralíu og Nýja Sjálands

- Daglegar markaðsaðgerðir til þess að halda grunnfé í greiðslukerfinu föstu.

Smæð markaðarins

1. Banka sem skorti lausafé vanti veðhæfar eignir til þess að geta átt endurhverf viðskipti við aðra banka eða Seðlabankann
2. Samkeppnissjónarmið ráði því að bankar vilji ekki lána hver öðrum
3. Lánaheimildir bankanna hver hjá öðrum eru lágar

Æskilegt væri að Seðlabankinn stuðli að stofnun formlegs rafræns markaðar fyrir endurhverf viðskipti milli banka

- Stundum virðist sem kerfið í heild vanti veðhæfar eignir
- Alltaf nóg af veðhæfum eignum í landinu
- Lífeyrissjóðirnir eiga t.d. mikið af veðhæfum eignum

Seðlabankinn ætti því að bjóða lífeyrissjóðunum að taka þátt í rafrænum markaði fyrir endurhverf viðskipti. (Athuga lagaumhverfi)

Öfug endurhverf viðskipti

Það mun hjálpa skilvirkni millibankamarkaðarins að Seðlabankinn hefur tekið að bjóða upp á bæði endurhverf viðskipti og öfug endurhverf viðskipti.

Áður sinnti bankinn einungis þeim sem skorti fé en ekki þeim sem höfðu fé aflögu.

Betra er að bankinn sinni báðum aðilum til jafns.

Notkun á slíkum innistæðubrэфum ætti að snarminnka ef skammtímastýring grunnfjár í greiðslu-kerfinu verður breytt til batnaðar.

Hlutverk Seðlabankans

Því er stundum haldið fram að ekki sé æskilegt að Seðlabankinn leiki of stórt hlutverk á millibankamarkaði.

Stundum er talað um að Seðlabankinn eigi að halda að sér höndum og leyfa "bönkunum að leysa þetta."

Í 4. grein laga um Seðlabanka Íslands segir: „Seðlabanki Íslands skal [...] stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi [...].”

Þetta má túlka sem svo að Seðlabankinn eigi að leitist við að tryggja að fjármálamarkaðir séu hagkvæmir

Þá mikilvægara að:

- Seðlabankann að gera það sem í hans valdi stendur til þess að lágmarka flökt vaxta og tryggja þannig að allir bankar geti fjármagnað sig á sömu kjörum (að viðbættu áhættuálagi).

En að

- bankarnir séu sjálfbjarga.

NB: Ef kerfið virkar sem skyldi á það ekki að valda því að bankarnir leiti til Seðlabankans í meira mæli en nú er.

Niðurstöður

1. Ljúka þarf við þróun fullkomins rafræns stórgreiðslukerfis
 - Stjórnþæki bankans verða inn- og útlánavextir í greiðslukerfinu
 - Tryggja öryggi greiðslna
2. Minnka þarf bilið milli vaxta á daglánnum og vaxta á viðskiptareikningi í Seðlabankanum niður í 50-150 grunnpunkta
3. Bæta þarf skammtímastýringu grunnfjár í greiðslukerfinu
 - Út með ríkissjóð og bindiskyldu. EÐA
 - Daglegar markaðsaðgerðir
4. Setja þarf á stofn formlegan markað fyrir endurhverf viðskipti milli banka (helst með aðkomu lífeyrissjóða)