

Framkvæmd peningastefnunnar og stjórnþæki Seðlabanka Íslands

Stjórnþæki Seðlabanka Íslands í peningamálum voru endurskoðuð á fyrri hluta ársins 1998. Þau hafa verið óbreytt frá þeim tíma. Endurskoðunin 1998 var í raun lokaáfangi í þróun sem hófst 1984 þegar smám saman var hafid að draga úr höftum á fjármálamörkuðum. Breytingar stjórnþækja bankans hafa haldist í hendur við uppbyggingu og þróun fjármálamarkaða á þessu tímabili auk þess sem breytt markmið peningastefnunnar hafa einnig haft afgerandi áhrif á þróun þeirra. Auk þessa var við endurskoðunina 1998 höfð hliðsjón af fyrirhuguðum stjórnþækjum Seðlabanka Evrópu vegna samstarfsins á Evrópska Efnahagssvæðinu og svo þess að líta mátti svo á að stjórnþæki hans yrðu nokkurs konar viðmið fyrir aðra seðlabanka og endurspegluðu „state of the art“ í seðlabankafræðum.

Sögulegt yfirlit

Allt frá því að Seðlabanki Íslands var stofnaður á árinu 1961 hefur meginstjórnþæki hans verið vextir, lengst af bæði vextir bankans sjálfs og vextir annarra lánastofnana. Fram til 1986 voru í gildi lagaákvæði sem heimiluðu Seðlabankanum að ákveða lágmarks- vexti af innlánnum og hámarks vexti af útlánnum auk þess að ákveða vexti í eigin viðskiptum. Þessum heimildum var beitt án undantekninga fram til 1984 þegar vextir í millibankaviðskiptum voru gefnir frjálsir. Með endurskoðun Seðlabankalaganna 1986, afnámi okurlaga 1987 samhliða setningu vaxtalaga 1987 féllu heimildir Seðlabankans til ákvörðunar lágmarks- og hámarks vaxta lánastofnana úr gildi. Við þá breytingu varð meginbreyting á framkvæmd stefnunnar í peningamálum, þar sem Seðlabankinn varð að treysta á áhrif eigin vaxta á vexti lánastofnana til þess að hafa þau áhrif sem hann óskaði á vaxtastig í landinu.

Annað meginstjórnþækið í peningamálum á þessu tímabili og reyndar allt fram til 1993–1995 voru takmarkanir á gjaldeyrisviðskiptum. Í upphafi við-

reinsnartímabilsins voru gjaldeyrisviðskipti vegna vöru og þjónustu gefin frjáls en önnur gjaldeyrisviðskipti, þ.e. fjármagnshreyfingar, voru áfram háðar takmörkun og leyfum stjórnvalda. Takmarkanir á fjármagnshreyfingum studdu stefnu stjórnvalda í gengismálum, þó svo að ójafnvægi í viðskiptum með vöru og þjónustu við útlönd hlýti að lokum að hafa áhrif á gengi krónunnar.

Seðlabanki Íslands hefur aldrei reynt að stýra peningamagni eða peningaframboði eins og margir seðlabankar hafa reynt, sérstaklega í þróunarríkjum. Nokkrum sinnum reyndi Seðlabankinn að beita útlán innlánsstofnana takmörkunum. Reynslan af þeim var ekki góð fremur en erlendis. Almenna reynslan er sú að útlánatakmarkanir skila fyrst og fremst árangri í stuttan tíma og að í opnu fjármálaumhverfi eru þær tilgangslausar og veikja einungis innlent fjármálakerfi gagnvart erlendri samkeppni.

Markmið peningastefnunnar á tímabilinu 1961 til 1986 voru ekki alltaf skýr. Stjórnmalalegar takmarkanir á sveigjanleika í vaxtamálum, eftirgefanleg gengisstefna og aðhaldsleysi í ríkisfjármálum ollu því að verðbólga var mikil bæði á áttunda og níunda áratugnum. Gengi krónunnar lét undan og var ýmist fellt eða látið síga. Þannig skiptust á tímabil gengis-

1. Höfundur er fyrrverandi framkvæmdastjóri peningamálasviðs Seðlabanka Íslands.

Rammi 1 Uppbygging skipulegra fjármálamarkaða

Verðbréfamarkaður: Verðbréfaþing Íslands var stofnað árið 1985. Seðlabankinn var fyrsti viðskiptavakinn 1986 á þinginu. Ríkisvixlar voru skráðir á þinginu árið 1987 og var Seðlabankinn viðskiptavaki þeirra. Húsbref voru skráð á þinginu árið 1989 og voru Landsbref hf. viðskiptavaki samkvæmt samningi við Húsnæðisstofnun ríkisins. Fyrstu hlutabréfin voru skráð 1990. Seðlabankinn hætti viðskiptavakt með ríkisskuldabréf árið 1996, en nokkrir markaðsaðilar tóku við hlutverki hans. Sumarið 2000 buðu Lánasýsla ríkisins og Íbúðalánasjóður út verkefni viðskiptavaka fyrir ríkisskuldabréf, húsbref og húsnæðisbref. Þá bauð Lánasýsla ríkisins út verkefni aðalmiðlara fyrir ríkisvixla í október árið 2000 og samhliða því er áformað að Seðlabankinn hætti viðskiptavakt með ríkisvixla.

Gjaldeyrismarkaður: Gjaldeyrismarkaður var settur á laggirnar í maí 1993 og starfar samkvæmt reglum sem settar eru af Seðlabankanum. Skilaskylda leyfishafa gjaldeyris á gjaldeyri var afnumin um leið. Markaðsaðilar voru í upphafi viðskiptabankarnir þrír, Lánastofnun sparisjóðanna og Seðlabankinn. Gengi krónunnar var skráð á daglegum viðskiptafundum í Seðlabankanum en viðskipti voru frjáls milli banka utan funda. Gjaldeyrismarkaðurinn var endurskipulagður vorið 1997, þegar

markaðsaðilar, sem þá voru orðnir 5 auk Seðlabankans, gerðust viðskiptavakar. Þá var komið á fót tölvuvæddu upplýsingakerfi um leiðbeinandi verðtilboð sem Seðlabankinn styðst við þegar hann skráir opinbert viðmiðunargengi krónunnar á milli kl. 10.45 og 11 að morgni hvers viðskiptadags. Aðilum á gjaldeyrismarkaði hefur fækkað á þessu ári og eru nú 5 að Seðlabankanum meðtöldum.

Krónumarkaður: Krónumarkaðurinn er millibankamarkaður með skammtíma inn- og útlán á milli lánastofnana. Markaðurinn var settur á laggirnar í júní 1998. Hann starfar á grundvelli reglna sem Seðlabankinn setti í samstarfi við markaðsaðila. Hlutverk Seðlabankans er þó eingöngu að skipuleggja markaðinn með hliðstæðum hætti og Verðbréfaþingið gerir varðandi verðbréfamarkaðinn. Markaðsaðilar eru nú 7, þ.e. viðskiptabankarnir fjórir, tveir sparisjóðir og Kaupþing hf. Viðskipti eru með bindi- eða lánstíma til eins dags, viku, mánaðar, 3 mánaða, 6 mánaða og 12 mánaða. Markaðsaðilar setja fram leiðbeinandi vaxtaboð með lifandi hætti innan dags í allar þessar tímalengdir. Lágmarkstilboðsfjárhæðir eru skilgreindar og hámarksvaxtabil, 0,25 prósentustig, er sett á lánstíma umfram 1 mánuð. Verslað er með innstæður á viðskiptareikningum í Seðlabankanum og sér hann um frágang viðskipta samkvæmt fyrirmælum markaðsaðila.

festu og gengissigs.² Til að endurreisa fjármálakerfið eftir verulega rýrnun fjárfstofna í kjölfar verðbólgu á sjöunda og áttunda áratugnum var verðtrygging almennt heimilud á árinu 1979, fyrst á langtíma-skuldbindingum en stuttu síðar á inn- og útlánum til skamms tíma. Verðtrygging fól í sér aukinn sveigjanleika í vaxtamálum en grunnvextir verðtryggðra skuldbindinga voru enn bundnir af vaxtaákvörðunum Seðlabankans allt fram til 1986. Þrátt fyrir mikla útbreiðslu verðtryggingar var því enn ójafnvægi á fjármagnsmarkaðnum.³

Þegar lagabreytingarnar voru gerðar á árinu 1986 voru engir virkir fjármálamarkaðir á landinu aðrir en

hefðbundnir inn- og útlánamarkaðir. Peninga-, verðbréfa-, og gjaldeyrismarkaðir voru ekki til. Verðbréfaþingi Íslands hafði að vísu verið komið á fót á árinu 1985 en sáralítill viðskipti höfðu orðið á þinginu. Til að greiða fyrir viðskiptum með ríkisskuldabréf gerðist Seðlabankinn viðskiptavaki með ríkisskuldabréf á þinginu. Þessi afskipti bankans leiddu til þess að vísbending fékkst um markaðsávöxtun verðtryggðra ríkisskuldabréfa⁴ og sú ávöxtun varð fljótlega viðmiðun fyrir lánastofnanir fyrir ákvörðun verðtryggðra vaxta á út- og innlánnum. Í upphafi var það ekki ætlun Seðlabankans að hafa bein áhrif á ávöxtun ríkisskuldabréfa en væri bankinn hreinn seljandi eða kaupandi var það augljóslega hægt í ljósi þess hversu grunnur skuldabréfamarkaðurinn var á þessum árum. Hrein viðskipti Seðlabankans með

2. Verðbólgu og verðbólguhjöðnun á Íslandi er lýst í: Palle S. Andersen og Már Guðmundsson (1998), „Inflation and Disinflation in Iceland“, Working Papers, 1, Seðlabanki Íslands.

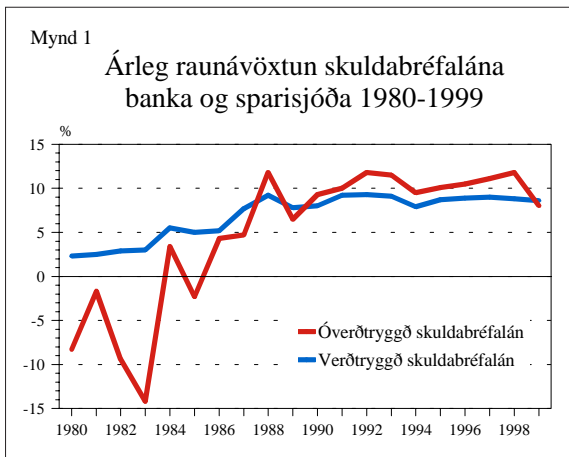
3. Sjá grein Bjarna Braga Jónssonar (1998), „Verðtrygging lánsfjármagns og vaxtastefna á Íslandi“, sérrit 3, Seðlabanki Íslands.

4. Öll útgefin íslensk ríkisskuldabréf voru verðtryggð á þessu tímabili. Útgáfa óverðtryggðra ríkisskuldabréfa hófst ekki á ný fyrr en 1995.

ríkisskuldabréf hafa lengst af verið í jafnvægi og ekki miðast við að hafa áhrif á ávöxtun ef frá er talið tímabilið 1994 til 1995 þegar Seðlabankinn reyndi að festa í sessi vaxtalækkun á verðtrygðum skuldbindingum með kaupum á ríkistrygðum skuldabréfum. Reynolds bankans af þeirri íhlutun var ekki góð. Hún leiddi í ljós að markaðurinn hafði dýpkað það mikið að Seðlabankinn hafði ekki bolmagn til þess að hafa varanleg áhrif á ávöxtun á markaði.

Þróun stefnunnar í peningamálum⁵

Sú mikla verðbólguhjöldun sem varð um 1990 skapaði ný skilyrði til efnahagsstjórnunar. Að hluta til átti lækkun verðbólgu sér rætur í þeim breytingum sem átt höfðu sér stað á fjármálamarkaðnum og skipti þar að líkindum mestu að vextir voru nú markaðsákvæðir enda leiddi vaxtafrelsið til skarprar hækkunar vaxta. Aðrir þættir höfðu einnig áhrif, ekki síst sá slaki sem myndaðist í heildareftirspurn og leiddi til verulegs atvinnuleysis. Þá hafa verið leidd að því rök að verðtrygging fjárskuldbindinga hafi stuðlað að því að verkalýðshreyfingin hafi smám saman séð að tilgangslaust var að sækja miklar nafnlaunahækkunar sem einungis leiddu til víxlhækkana launa og verðlags. Skuldsetning heimila hafði vaxið mjög á áttunda áratugnum í kjölfar þess að vaxandi hluti lána lánakerfisins var verðtryggður. Þá fylgdu vextir óverðtryggðra lána einnig verðbólgu. Verðbólga



5. Einnig er fjallað um stefnuna í peningamálum og skipulag á 10 áratugnum í grein Mús Guðmundssonar og Yngva Arnar Kristinssonar (1997), „Peningastefna á Íslandi á 10. áratugnum“, *Fjármálatíðindi*, 44, 103-128..

hafði því vaxandi áhrif á afkomu skuldsettra heimila, jók greiðslubyrði þeirra og dró úr vilja almennings til þess að sækja nafnlaunahækkunar sem ekki voru efnahagslegar forsendur fyrir.

Þessar aðstæður gerðu það að verkum að meiri festa komst á gengismál strax í upphafi tíunda áratugarins. Reyndar var gengisfesta ein af forsendum þeirra kjarasamninga sem leiddu til hjöðunar verðbólgu. Gengi krónunnar var stöðugt frá árinu 1990 þar til í nóvember 1992 þegar það var fellt um 6% fyrst og fremst vegna gengislækkana í mikilvægum viðskiptalöndum.⁶ Gengi krónunnar var fellt aftur

Rammi 2 Gengisstefnan

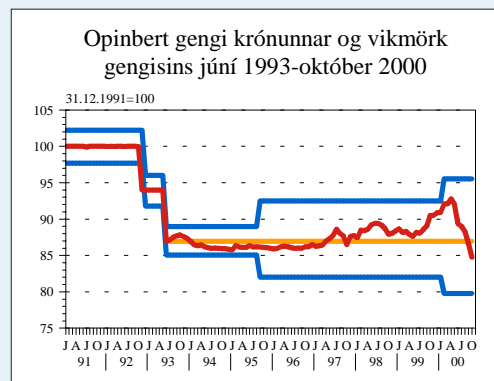
Samkvæmt 15. grein Seðlabankalaganna ákveður Seðlabankinn að fengnu samþykki ríkisstjórnarinnar hvernig verðgildi íslensku krónunnar gagnvart erlendum gjaldmiðlum skuli ákveðið. Gengisstefnan er því sameiginleg ákvörðun ríkisstjórnar og Seðlabankans.

Núverandi gengisstefna er byggð á ákvörðun frá 11. febrúar 2000. Meginatriði hennar eru eftirfarandi:

Viðmiðun: Gengisvísitala sem miðast við samsetningu utanríkisviðskipta með vöru og þjónustu árið áður. Vísitalan er endurskoðuð árlega og tilkynnt um samsetningu hennar.

Miðgildi: Miðgildi gengisvísitölunnar er 115,01.

Frávíkismörk: 9% til hvorrar handar. Efri mörk gengisvísitölu eru 125,36 en neðri mörk 104,66.



6. Tengingar finnska marksins, sænsku og norsku krónunnar og sterlingspundsins við ECU gáfu eftir á haustmánuðum 1992 og gengi þessara gjaldmiðla féll gagnvart ECU. Raunveruleg gengisbreyting var minni en 6% þar sem ofantaldir gjaldmiðlar veiktust gagnvart krónu.

um 7,5% í júní 1993 í kjölfar ákvörðunar um skerðingu fiskveiðiheimilda. Hvorug þessara gengisfellinga hafði umtalsverð áhrif á innlent verðlag enda voru þær gerðar við skilyrði samdráttar í efnahagslífinu. Frá gengisfellingunni í júní 1993 hefur miðgengi krónunnar verið óbreytt og gengi hennar sveiflast í kringum miðgildið eftir því hvernig efnahagsaðstæður hafa verið og hvert aðhald Seðlabankans í peningamálum hefur verið. Frá því í maí 1993 hefur gengisstefnan falist í því að halda gengi krónunnar innan vikmarka sem eru opinberlega tilkynnt og ákveðin í samráði Seðlabankans og ríkisstjórnar. Upphaflega voru vikmörkin 2,25% til hvorrar handar við miðgildið. Þau voru víkkuð í 6% haustið 1995 og loks í 9% snemma árs 2000. Þá var gengisviðmiðuninni breytt haustið 1995 og tekin upp viðmiðun við gengisvog sem aftur miðaðist við samsetningu vöru- og þjónustuviðskipta við útlönd í stað gengisvogar sem var samsett af ECU (76%), Bandaríkjadal (18%) og japönsku jeni (6%).

Frá 1993 hefur Seðlabankinn lagt vaxandi áherslu á stöðugt verðlag sem meginmarkmið í peningamálum og gefið genginu minna vægi og skilgreint það sem millimarkmið að aðalmarkmiðinu, þ.e. stöðugu verðlagi. Vextir Seðlabankans, og þá fyrst og fremst vextir í endurhverfum verðbréfavíðskiptum bankans⁷ við lánastofnanir, urðu meginstjórnþæki hans en vægi viðskipta á verðbréfamarkaði hefur smám saman minnkað eftir því sem verðbréfamarkaðurinn hefur orðið burðugri og aðrir markaðsaðilar hafa haft það hlutverk sem Seðlabankinn hafði á fyrstu árum hans.

Seðlabankinn hefur lagt áherslu á að draga úr afskiptum af verðbréfamarkaðnum og losna við hlutverk viðskiptavaka fyrir ríkisskuldabréf og ríkisvixla. Ástæðan er sú að bankinn telur að tíð inngríp á þessa markaði séu ekki æskileg þar sem þau geti leitt til þess að vaxtamyndun á þessum mörkuðum verði minna trúverðug en ella. Slíkt getur dregið úr viðskiptum með bréfin á eftirmarkaði og hamlað frumsölu þeirra. Þá er það mat bankans að dýpt skuldbréfamarkaðarins hér á landi, eins og annars staðar,

7. Endurhverf verðbréfavíðskipti eru viðskipti með verðbréf þar sem samið er um að viðskiptin gangi til baka að tilteknum tíma liðnum á fyrirfram umsömdu verði. Í raun er eins og um lán gegn handveði í viðkomandi verðbréfum sé að ræða en munurinn felst í því að „lánveitandi“ hefur eignarhald á verðbréfunum á samningstímanum.

geri það að verkum að bankinn geti ekki haft áhrif á vexti með varanlegum hætti.

Til að leysa sig frá því að gegna hlutverki viðskiptavaka með ríkisskuldabréf gerði bankinn á árinu 1996 sérstaka samninga við nokkra aðila Verðbréfaþingsins um að gegna hlutverki viðskiptavaka fyrir ríkisskuldabréf.⁸ Þessir samningar voru undanfari þess að fjórir stærstu aðilarnir á skuldabréfamarkaðnum tóku að sér viðskiptavakt á eigin forsendum vorið 1998.⁹

Seðlabankinn útilokar þó ekki að eiga viðskipti með ríkisskuldabréf á Verðbréfaþinginu en slíkt myndi þó gerast á grundvelli ákvarðana bankans hverju sinni og til að ná tilteknum peningalegum markmiðum. Við núverandi aðstæður er erfitt að sjá við hvaða skilyrði það gæti reynst nauðsynlegt.

Farvegur peningastefnunnar

Vextir Seðlabankans, eða ávöxtun í endurhverfum verðbréfavíðskiptum, eru meginstýritæki Seðlabankans. Þessi lánskjör mynda jaðarávöxtun lánsfjár fyrir lánastofnanir og hafa þannig áhrif á inn- og útlánsvexti þeirra. Því leiðir vaxtabreyting Seðlabankans að jafnaði til hliðstæðra breytinga á vöxtum í lána-kerfinu með einhverri tímatöf.¹⁰ Áhrif breytinga Seðlabankavaxta fara eftir tveimur farvegum.¹¹

Rammi 3 Vaxtaróf Seðlabankans

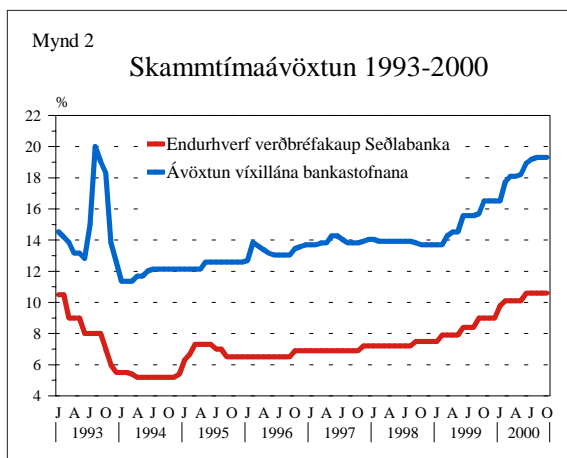
| Daglán | Nafnvextir | Ávöxtun |
|----------------------------|------------|---------|
| Viðskiptareikningar | 6,9% | 7,1% |
| Innstæðubréf | 10,9% | 11,5% |
| Bindiskylda | 9,7% | 10,1% |
| Endurhverf viðskipti | - | 11,4% |
| Daglán | 12,4% | 13,1% |

8. Þessir samningar voru að formi til fjárvörslusamningar þar sem Seðlabankinn fól nokkrum aðilum að ávaxta hluta af ríkisskuldabréfasafni sínu, gegn því að þeir gegndu hlutverki viðskiptavaka fyrir tiltekna flokka ríkisskuldabréfa sem skilgreindir voru sem markflokkar.

9. Tveir viðskiptavakanna lentu í erfiðleikum á vormánuðum árið 2000 og tilkynntu Verðbréfaþinginu að þeir hygðust hætta viðskiptavakt með ríkisskuldabréf. Lánasýsla ríkisins og Íbúðalánasjóður brugðust við með því að bjóða út viðskiptavakt á markaðsbrefum sínum. Viðskiptavakar skv. þeim samningum fá greidda veltuþöknun.

10. Aðstæður á lánamarkaðnum geta einnig gert það að verkum að vaxtabreytingar Seðlabanka komi ekki fram í vöxtum lánastofnana.

11. Fjallað er um áhrif Seðlabankavaxta á aðra vexti í grein Þórarins G. Péturssonar (1996), „Tímaróf vaxta og skammtíma vaxtaspár“, Fjármálatíðindi, 43. árg., 169-183.



Annars vegar hefur vaxtabreytingin áhrif á fjárstrauma inn og út úr landinu ef fjármagnsviðskipti við útlönd eru frjálst. Þessi áhrif geta verið skjót, en virknin er mjög háð væntingum um gengi gjaldmiðilsins. Alla jafna stuðlar vaxtahækkun Seðlabanka að styrkingu á gengi sem hefur áhrif til aukins aðhalds í efnahagsmálum. Hins vegar hefur vaxtabreytingin áhrif á neyslu og fjárfestingu en reynslan sýnir að þau áhrif gerast aðeins með nokkuð langri tímatöf. Það tvöfalda vaxtaróf sem er hér á landi og felst í útbreiddri notkun verðtryggingar í skuldabréfa- og innlánaviðskiptum gerir það að verkum að Seðlabankavextir hér á landi hafa ekki eins ótvíræð áhrif á vaxtastigð í landinu og í sumum öðrum löndum. Þá dregur opnun fjármagnsmarkaða við útlönd einnig úr virkni Seðlabankavaxta¹² þar sem staðkvæmd er milli innlendrar og erlendrar fjármálþjónustu.

Stjórnþæki Seðlabankans eftir endurskoðun 1998¹³

Við endurskoðun stjórnþækja Seðlabankans árið 1998 voru í meginatriðum lögð þrjú sjónarmið til grundvallar. Í fyrsta lagi var það kappsmál bankans að regluleg bein viðskipti hans á eftirmarkaði fyrir ríkisverðbréf hyrfu úr sögunni og að þessir markaðir gætu starfað án daglegra afskipta Seðlabankans. Seðlabankinn kæmi fyrst og fremst inn á þessa markaði óreglulega og þá einkum ríkisvixlamarkaðinn vegna mikilvægis ríkisvixla í lausafjárstöðu innláns-

stofnana. Mörkuð var sú stefna að hætta viðskiptavakt með ríkisvixla svo fljótt sem auðið væri. Í þessu fólst að endurhverf viðskipti yrðu meginfarvegur lausafjárviðskipta Seðlabankans við lánastofnanir í stað beinna viðskipta með ríkisverðbréf. Í öðru lagi hafði bankinn áhuga á að framkvæmd peningastefnunnar byggðist fyrst og fremst á því að senda skýr skilaboð til fjármálamarkaðarins um stýrivexti Seðlabankans. Þessu fylgdi að nauðsynlegt var að skapa fyrirgreiðslukerfi fyrir lánastofnanir í Seðlabankanum sem drægi úr sveiflum í vöxtum á peningamarkaði vegna sveiflna í lausafjárstöðu þeirra sem orsakast meðal annars af innheimtu tekna ríkissjóðs. Mikið flókt vaxta á peningamarkaði gæti valdið því að óvissa skapaðist um það vaxtastig sem Seðlabankinn stefndi að. Í þriðja lagi vildi bankinn skjóta fótum undir myndun millibankamarkaðar í krónum, en opinn daglegur aðgangur lánastofnana að endurhverfum verðbréfavíðskiptum í Seðlabankanum girti fyrir millibankaviðskipti með krónum. Í fjórða lagi vildi Seðlabankinn samræma aðgang mismunandi lánastofnana að viðskiptum við bankann en fram til þessa tíma höfðu viðskipti við Seðlabankann verið bundin að mestu við innlánsstofnanir.¹⁴ Að lokum vildi Seðlabankinn eins og áður var sagt samræma eftir því sem kostur væri fyrirgreiðslukerfi sitt því sem fyrirhugað var að yrði á evrusvæðinu.

Mikilvæg breyting hafði verið gerð á skipulagi gjaldeyrismarkaðarins vorið 1997 þegar markaðsaðilar aðrir en Seðlabankinn gerðust viðskiptavakar. Við þá breytingu dró verulega úr viðskiptum Seðlabankans á gjaldeyrismarkaðnum en bankinn hafði í raun verið eini viðskiptavakinn frá því að honum var komið á fót vorið 1993, þótt óformlega væri. Breytingin leiddi til þess að viðskipti á millibankamarkaðnum jukust að miklum mun og sveiflur innan dags og milli daga jukust. Að mati Seðlabankans var slíkt jákvætt og hreyfingar gengisins endurspegluðu með virkari hætti en áður aðstæður á gjaldeyrismarkaðnum. Hið nýja skipulag leiddi til þess að viðskipti Seðlabankans á gjaldeyrismarkaðnum voru alfarið bundin við tvennt, annars vegar inngríp til að hafa áhrif á gengi krónunnar og hins vegar viðskipti vegna þarfa ríkissjóðs fyrir gjaldeyri.

12. Við fullkomnar aðstæður, þ.e. upplýsta markaði án viðskiptakostnaðar og frjálssar fjármagnshreyfingar hefur einstakur seðlabanki ekki svigrúm til sjálfstæðrar peningastefnu ef fylgt er fastgengisstefnu.

13. Ársskýrsla Seðlabanka Íslands 1998, bls. 20.

14. Fyrirgreiðsla við viðskiptavaka ríkistrygðra skuldabréfa var einnig opin fyrirtækjum í verðbréfaþjónustu.

Seðlabankinn hefur ekki gert inngrípsstefnu sína á gjaldeyrismarkaðnum opinbera að öðru leyti en því að hann hlýtur að reyna að verja þau vikmörk sem gengisvísitölunni eru sett. Tilgangur inngrípa seðlabanka á gjaldeyrismarkaði getur verið tvíþættur, annars vegar að verja tiltekin mörk gengisins og hins vegar að draga úr sveiflum gengis til þess að koma í veg fyrir að miklar hreyfingar gengisins magnist vegna viðbragða markaðsaðila, þ.e. að koma í veg fyrir hræðsluviðbrögð á markaðnum. Það er heldur ekki venja þeirra seðlabanka sem hafa gengi sem markmið við stjórn peningamála að lýsa íhlutunarstefnu sinni þar sem slíkt myndi skapa hættur fyrir gengisstefnunna. Seðlabankinn hefur hins vegar upplýst jafnóðum um inngríp sín þegar þau hafa átt sér stað.

Yfirlit yfir stjórn tækin

Stjórn tækjum Seðlabankans má í meginatriðum skipta í tvennt: Annars vegar föst viðskiptaform og hins vegar markaðsaðgerðir. Eftir breytingarnar árið 1998 eru föst viðskiptaform Seðlabankans fjögur, þ.e. viðskiptareikningar, daglán, innstæðubréf og bindiskylda. Tiltækar markaðsaðgerðir Seðlabankans felast í inngrípum hans á mörkuðum, þ.e. skuldabréfamarkaði, ríkisvixlamarkaði og gjaldeyrismarkaði, og í endurhverfum viðskiptum.

Eins og áður sagði hefur Seðlabankinn lítil afskipti haft af skuldabréfamarkaðnum allt frá 1995 en er enn viðskiptavaki á ríkisvixlamarkaðnum þótt nú hilli undir að því ljúki. Þá hafa viðskipti hans á gjaldeyrismarkaði minnkað til muna og eru fátíð eftir breytinguna sem gerð var 1997 og áður er lýst.

Viðskiptareikningar lánastofnana

Hlutverk viðskiptareikninga lánastofnana í Seðlabankanum er tvíþætt. Annars vegar geyma þeir lausafé lánastofnana sem afgangur er í dagslok og ekki er hægt að festa til skamms eða lengri tíma með öðrum og arðbærari hætti. Hins vegar eru þessir reikningar uppgjörsreikningar vegna viðskipta milli lánastofnana og Seðlabankans. Greiðsluuppgjör jöfnunarinnar á milli lánastofnana fer um þessa reikninga sem og greiðsluuppgjör vegna viðskipta á milli lánastofnana og uppgjör viðskipta þeirra við Seðlabanka. Yfirdráttur á þessum reikningum er óheimill og komi til hans verða lánastofnanir að taka daglán með refsigjaldi sem vaxtafært er til baka um einn dag. Vaxta-

kjör þessara reikninga mynda lágmarksvexti á daglánum á millibankamarkaði þar sem ekki er ástæða fyrir þátttakendur á þeim markaði að setta sig við lægri vexti en bjóðast á þessum reikningum. Vextir viðskiptareikninga eru auglýstir og tilkynntir fyrirfram.

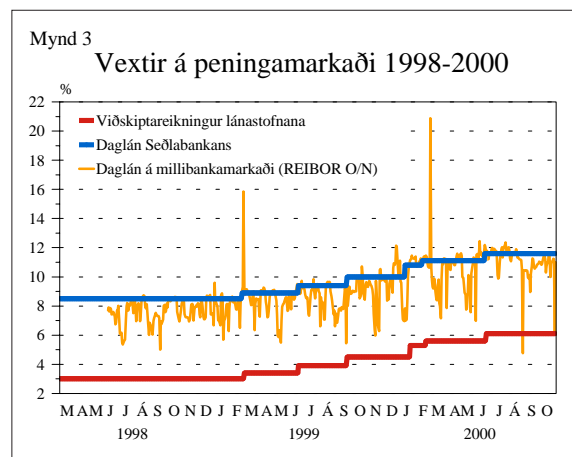
Daglán

Lánastofnanir í viðskiptum við Seðlabankann eiga kost á daglánnum gegn því að þær leggi fram verðbréf sem Seðlabankinn sættir sig við til tryggingar. Þessi verðbréf eru þau sömu og hæf eru í endurhverfum viðskiptum. Engar takmarkanir eru á fjárhæð daglána svo lengi sem lánastofnanir eiga veðhæf verðbréf. Vextir daglána eru tilkynntir fyrirfram. Vextir daglána mynda hámark á lánnum til eins dags á krónumarkaðnum þar sem ekki er ástæða til fyrir lánastofnanir að taka lán til eins dags með hærri vöxtum nema þær eigi ekki hæf verðbréf til veðsetningar.

Með vöxtum viðskiptareikninga og daglána myndar Seðlabankinn neðri og efri mörk fyrir daglánavexti á millibankamarkaðnum og kemur þar með í veg fyrir of miklar sveiflur þeirra vaxta. Of miklar sveiflur millibankavaxta gætu haft truflandi áhrif á lána- og verðbréfamarkaðinn og skapað óvissu um stefnu Seðlabankans í peningamálum.

Innstæðubréf

Lánastofnanir í viðskiptum við Seðlabankann eiga þess kost að kaupa innstæðubréf af Seðlabankanum. Innstæðubréfin eru óstöðluð skuldabréf með föstum vöxtum og eru ekki skráð á Verðbréfabingi. Þau eru



Rammi 4 Yfirlit yfir stjórnþæki Seðlabanka Íslands

Föst viðskiptaform:

Viðskiptareikningar: Geyma óráðstafað fé lánastofnana. Uppgjörsreikningar vegna greiðslujöfnunar milli innlánsstofnana og millibankaviðskipta, þar á meðal viðskipta við Seðlabanka. Vextir þessara reikninga mynda gólf fyrir daglánavexti á millibankamarkaðnum.

Daglán: Veitt að ósk lánastofnana, tryggð með sömu verðbréfum og hæf eru í endurhverfum viðskiptum. Vextir daglána mynda þak á daglánavöxtum á millibankamarkaðnum.

Innstæðubréf: Lánstími 90 dagar. Seld að ósk lánastofnana. Óskráð bréf en hæf í endurhverfum viðskiptum. Hlutverk að setja gólf undir ávöxtun þriggja mánaða vaxta á peningamarkaði.

Bindiskylda: Lögð á lánastofnanir sem ekki eru háðar fjárlögum í rekstri sínum.

Bindigrunnur er niðurstöðutala efnahags að frádregnu eigin fé, millibankaskuldum og ýmsum uppgjörsliðum. Miðað er við stöðu í lok fyrri mánaðar.

Bindihlutföll: Sá hluti bindigrunns sem bundinn er til eins árs eða lengur, 1,5%, afgangur 4%.

Binditímabil: 21. dagur hvers mánaðar til 20 næsta mánaðar.

Meðalinnstæða á bindireikningi skal ná tilskilinni bindifjárhæð.

Vextir: Auglýstir fyrirfram af Seðlabanka og færðir mánaðarlega.

Markaðsaðgerðir:

Viðskipti á verðbréfamarkaði: Takmarkast við ríkisbyggð verðbréf. Seðlabanki er enn viðskiptavaki ríkisvixla en viðskipti með ríkisskuldabréf fátíð.

Inngrip á gjaldeyrismarkaði: Óregluleg og eru ekki tilkynnt fyrirfram en upplýst um þau eftirá. Hlutverk þeirra er að styðja stefnu Seðlabankans í gengismálum.

Endurhverf viðskipti: Vikuleg uppboð eru á 14 daga samningum. Hæf verðbréf eru ríkisbyggð bréf með virkri viðskiptavakt á Verðbréfaþingi Íslands, samkvæmt sérstakri skrá sem Seðlabankinn auglýsir. Uppboðin geta verið ýmist fastverðsuppboð eða uppboð þar sem heildarfjárhæð framboðinna samninga er tilkynnt. Fastverðsuppboð hafa verið reglan til þessa.

seld þegar lánastofnanir óska þess en Seðlabankinn áskilur sér rétt til að taka þau úr sölu án fyrirvara. Tilgangur innstæðubréfanna er tvíþættur: Annars vegar að setja gólf undir ávöxtun á þriggja mánaða kostum á peningamarkaði og hins vegar að tryggja að alltaf séu til staðar ríkisbyggð peningamarkaðsbréf með þriggja mánaða binditíma.

Bindiskylda

Bindiskylda er kvöð á lánastofnanir um að eiga tiltekna fjárhæð á reikningi í seðlabanka, sem miðuð er við einhverja stærð úr efnahag þeirra stofnana sem skyldan nær til.

Veigamiklar breytingar voru gerðar á fyrirkomulagi bindiskyldu hér á landi á árinu 1998 í tengslum við þær breytingar sem þá voru gerðar á stjórnþækjum bankans. Fram til þess tíma hafði bindiskylda einungis náð til innlánsstofnana, verið krafa um að tiltekin innstæða væri bundin á reikningi í Seðlabankanum og eingöngu náð til innlends ráðstöfunar-

fjár innlánsstofnana. Við breytinguna 1998 var gildissvið bindiskyldu útvíkkað þannig að hún tekur nú til allra lánastofnana annarra en þeirra sem eru háðar framlögum á fjárlögum vegna starfsemi sinnar. Þá var grundvöllur bindiskyldunnar útvíkkaður þannig að hann nær í grófum dráttum til niðurstöðu efnahagsreikningsins að frádregnu eigin fé og millibankaskuldum við innlendar bindiskyldar stofnanir. Þessar tvær breytingar miðuðu að því að auka jafnræði milli lánastofnana og koma í veg fyrir að stofnanir leituðu eftir erlendu ráðstöfunarfé vegna bindihagræðis. Þá var horfið frá að bindifjárhæð væri „fryst“ á Seðlabankareikningum en þess í stað er bindiskyldum stofnunum gert að eiga að lágmarki tiltekna innstæðu að meðaltali á hverju binditímabili. Binditímabilið er frá 21. hvers mánaðar til 20. næsta mánaðar á eftir. Bindifjárhæð hvers mánaðar er reiknuð út á grundvelli upplýsinga úr efnahagsreikningi í lok mánaðarins á undan. Megintilgangur þess að heimila lánastofnunum að uppfylla bindiskylduna

að meðaltali á hverju binditímabili er að gera þeim kleift að nota innstæðu á bindireikningum sem höggdeyfi til að mæta sveiflum í lausafjárstöðu, sem annars myndu valda vaxtasveiflum á millibankamarkaðnum. Hér á landi veldur fyrirkomulag innheimtu tekna ríkissjóðs, svo að dæmi sé tekið, verulegum sveiflum í lausafjárstöðu innlánsstofnana milli mánaða. Ástæðan er sú að virðisaukaskattur er innheimtur á tveggja mánaða fresti (með gjalddaga 5. dag mánaðar).¹⁵ Auk innheimtu ríkissjóðs geta fjölmargar aðrar ástæður legið að baki sveiflna í lausafjárstöðu.

Bindihlutföllin eru tvö, annars vegar 1,5% fyrir ráðstöfunarfé þar sem upprunalegur binditími skuldbindinganna er 1 ár eða lengri og hins 4% fyrir annað ráðstöfunarfé.

Vextir bindiskyldu eru auglýstir og tilkynntir fyrirfram og liggja á milli vaxta viðskiptareikninga og daglána.

Endurhverf viðskipti

Eftir breytinguna 1998 fara endurhverf viðskipti Seðlabanka fram vikulega – á þriðjudögum – og eru í boði samningar til tveggja vikna. Í raun fer fram uppboð á endurhverfum samningum og tilkynnir Seðlabankinn fyrirfram hvort hann hyggst kaupa eða selja verðbréf á uppboðinu. Uppboðin geta auk þess verið breytileg eftir því hvort Seðlabankinn fastsetur þá ávöxtun sem um er að ræða eða fjárhæð útboðsins en þá ræðst ávöxtun viðskiptanna á uppboðinu. Í fyrra tilvikinu ræðst heildarfjárhæð samninganna af tilboðum lánastofnana. Sömu stofnanir hafa aðgang að uppboðum endurhverfra samninga og bindiskyldan nær til og gildir reyndar sú regla um öll viðskipti lánastofnana við Seðlabankann. Fram til þessa hefur Seðlabankinn eingöngu notað þá aðferð að festa ávöxtun í uppboðunum. Kostur hennar er að bankinn sendir skýr skilaboð um vaxtastigið. Hin leiðin, þ.e. að takmarka fjárhæð samninga sem eru í boði, felur í sér að nokkur óvissa getur skapast um hver ávöxtunin verður á uppboðinu og miklu skiptir að útboðsfjárhæðin sé rétt áætluð til að vaxtaþróunin verði sú sem Seðlabankinn óskar. Í fljótu bragði kann að virðast nokkuð áhættusamt að láta heildarfjárhæð fyrir-

greiðslu Seðlabankans ráðast af tilboðum lánastofnana en hafa ber í huga að bankinn reynir ekki að stýra peningamagni heldur skammtímavöxtum og markmið hans er að hafa áhrif á aðra vexti, gjaldeyris-hreyfingar, gengi og eftirspurn í hagkerfinu. Endanlegt markmið hans er síðan stöðugt verðlag. Fræðilega skiptir ekki máli, sé spurn eftir fyrirgreiðslu skilgreint samband, hvort vextir eða fjárhæð samninga er fastsett. Það þýðir að spurn eftir grunnfé Seðlabankans ætti ekki að vera mismunandi eftir því hvort verðið eða magnið er ákveðið. Tilteknum vöxtum samsvarar ákveðin spurn og væri framboð samninga ákveðið ættu vextirnir að vera þeir sömu.

Lokaorð

Næsta verkefni á þessu sviði er að leysa Seðlabankann frá því að vera viðskiptavaki ríkisvixla. Eins og þegar er nefnt eru nú í undirbúningi samningar á vegum Lánasýslu ríkisins og markaðsaðila á Verðbréfaþinginu um þátttöku þeirra í frumsölu ríkisvixla og viðskiptavakt á eftirmarkaði. Þá munu skapast skilyrði til þess að Seðlabankinn dragi sig til hlés. Það fyrirgreiðslukerfi sem Seðlabankinn kom á fót árið 1998 hefur reynst vel. Það virðist skila stefnu bankans í vaxtamálum til markaðsaðila með skýrum hætti og undanfarin tvö ár hafa óverðtryggð vaxtakjör lánastofnana og peningamarkaðsvextir í meginatriðum fylgt stýrivöxtum Seðlabankans. Þá hafa gjaldeyrisstraumar og gengi yfirleitt hreyfst með tilætlunum hætti þegar Seðlabankinn hefur breytt vöxtum sínum. Áhrif stýrivaxta bankans á spurn eftir útlánum virðast hins vegar óvissari og koma fram með lengri töl. Því veldur að líkindum mikið vægi verðtryggingar á lánamarkaðnum þar sem raunávöxtun verðtryggðra liða fylgir ekki stýrivöxtum bankans.

Tilvísanir

Már Guðmundsson og Yngvi Örn Kristinsson (1997), „Peningastefna á Íslandi á 10. áratugnum“, *Fjármálatíðindi*, 44, bls. 103-128.

Þórarinn G. Pétursson (1996), „Tímaróf vaxta og skammtímavaxtaspár“, *Fjármálatíðindi*, 43, bls. 169-183.

Palle S. Andersen og Már Guðmundsson (1998), „Inflation and Disinflation in Iceland“, Working Papers, 1, Seðlabanki Íslands.

Bjarni Bragi Jónsson (1998), „Verðtrygging lánsfjármagns og vaxtastefna á Íslandi“, sérrit 3, Seðlabanki Íslands.

Ársskýrsla Seðlabanka Íslands 1998, bls. 20.

15. Binditímabilið var valið með það fyrir augum að jafna á milli tveggja tímabila þegar virðisaukaskattur fellur í gjalddaga þannig að helmingur binditímabilsins liði fram að gjalddaga skattsins og helmingur þess á eftir gjalddaga.