

## Gjaldeyrismarkaður á Íslandi

*Frá árinu 1993 hefur gengi íslensku krónunnar verið ákvarðað á millibankamarkaði með gjaldeyri. Viðskiptavakar sjá til þess að viðskipti eigi sér stað á markaðnum með því að setja stöðugt fram verðtilboð í Bandaríkjadali. Gengi krónunnar breytist eftir aðstæðum á markaði en einu sinni á dag er skráð opinbert viðmiðunargengi Seðlabanka Íslands. Breytingar innan dags verða m.a. vegna breytinga á erlendri stöðu viðskiptavakanna en þeir verða að halda gjaldeyrisjöfnuði sínum innan ákveðinna marka. Peningastefna Seðlabankans hefur einnig áhrif á markaðinn*

### *Hlutverk gjaldeyrismarkaðar*

Gjaldeyrismarkaðir hafa það hlutverk að auðvelda og stýra miðlun gjaldeyris milli aðila sem vilja kaupa og selja gjaldeyri. Gjaldeyrismarkaðir eru mikilvægir vegna milliríkjaviðskipta en þó er talið að einungis 10% af viðskiptum á gjaldeyrismarkaði eigi rót sína að rekja til vöruviðskipta. Hin 90% má rekja til fjármagnsviðskipta. Á millibankamarkaði með gjaldeyri hér á landi fara fram viðskipti með íslenskar krónur fyrir Bandaríkjadali. Engin þörf væri fyrir slíkan markað ef ekki kæmi til verslun og fjármagnsflutningar milli landa. Eftir því sem frelsi í viðskiptum við útlönd jókst og fullt frelsi komst á í fjármagnsflutningum milli EES-ríkja í ársbyrjun 1995 jókst þörfin fyrir markað þar sem fjármálafyrirtæki gætu átt viðskipti með gjaldeyri fyrir íslenskar krónur.

Þörf viðskiptavaka fyrir gjaldeyri ræðst bæði af eigin þörfum og þörfum viðskiptavina þeirra. Viðskiptavinirnir eru fyrirtæki sem þurfa gjaldeyri til að greiða fyrir innflutning vara eða til að leysa inn tekjur í erlendri mynt, fjármálafyrirtæki sem ekki eiga aðild að millibankamarkaði, lífeyrissjóðir, ríki, sveitarfélög og einstaklingar. Erlend lán sem tekin eru vegna framkvæmda hér á landi eru innleyst fyrir milligöngu banka. Hvort sem viðskiptavinirnir vilja kaupa eða selja gjaldeyri af viðskiptavökunum hafa öll viðskipti áhrif á gjaldeyrisjöfnuð þeirra og hugsanlega einnig væntingar þeirra um það sem koma skal. Þessu til viðbótar eru spákaupmenn sem vilja fyrst og fremst hagnast á viðskiptum með erlendan gjaldeyri. Þótt spákaupmennska geti aukið hreyfingar á gjaldeyrismarkaði og jafnvel veikt eða styrkt

gjaldmiðil meira en efni standa til skapa spákaupmenn, ásamt öðrum, töluvert flæði á markaðnum.

Áður en gjaldeyrismarkaður var stofnaður hér á landi var lítil ástæða til að stunda spákaupmennsku með gjaldmiðilinn nema þegar búist var við gengisfellingu. Með gjaldeyrismarkaði jukust hins vegar hagnaðartækifæri. Ábatavonin er mikil en áhættan er jafnframt í samræmi við hana.

### *Millibankamarkaður með gjaldeyri verður til*

Fyrir stofnun íslensks millibankamarkaðar með gjaldeyri skráði Seðlabankinn daglegt gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart íslensku krónunni með hliðsjón af innbyrðis breytingum þeirra frá degi til dags. Meðalgengi gat breyst frá degi til dags í samræmi við ákvörðun stjórnvalda (gengissig). Hinn 28. maí 1993 hófust viðskipti með íslensku krónuna á millibankamarkaði með gjaldeyri á Íslandi. Tilgangurinn með stofnun markaðarins var að láta gengi íslensku krónunnar ráðast af framboði og eftirspurn eftir gjaldeyri í stað einhliða ákvörðunar Seðlabankans.

Fyrstu ár millibankamarkaðarins var gengi krónunnar ákvarðað á svokölluðum gengisskráningarfundum aðila markaðarins sem haldnir voru í Seðlabankanum rétt fyrir kl. 11 hvern viðskiptadag. Gengið var skráð með hliðsjón af síðustu stöðu gengisvísitölunnar, viðskiptum sem til var stofnað á fundinum og innbyrðis hreyfingum á milli erlendra gjaldmiðla frá deginum áður. Þrátt fyrir að skráningarfundirnir fælu í sér mikla framför frá fyrra fyrirkomulagi fylgdu þeim einnig gallar. Sá var helstur að markaðurinn var eingöngu virkur í fáeinar mínútur

Tafla 1 Helstu viðburðir í sögu gjaldeyrismarkaðar á Íslandi

1992	Gengisskráningarfundir samsett af ECU (18%), USD (76%) og JPY (6%).
28. maí 1993	Millibankamarkaður með gjaldeyri stofnaður. Viðskipti fóru fram á skráningarfundum í Seðlabankanum.
6. sept. 1995	Vikmörk víkkuð í 6%. Gengisskráningarfundir breytt og hlutfall mynta endurspegladi hlut viðskiptalanda .
1. júlí 1997	Gengisskráningarfundir lagðir af. Gjalddeyrismarkaður fyrir viðskipti kl. 9:15- 16:00 hvern viðskiptadag. tekur til starfa.
14. febr. 2000	Vikmörk víkkuð í 9%
28. mars 2001	Seðlabankinn tók upp verðbólguþolmið. Vikmörk krónunnar formlega afnumin.
1. júlí 2001	Markaðsaðilar fá greidda þóknun fyrir viðskiptavakt.

hvern dag. Markaðsaðilar gátu átt viðskipti sín á milli utan funda þótt þau væru tiltölulega lítil. Seðlabankinn átti aðild að miklum meirihluta viðskipta á markaðnum fyrstu árin (tafla 2). Í ársbyrjun 1995 komst á fullt frelsi í fjármagnsflutningum á milli Íslands og annarra EES-ríkja. Í framhaldi af því myndaðist þörf fyrir það að unnt væri að eiga viðskipti á sýnilegum gjaldeyrismarkaði í lengri tíma hvern viðskiptadag en verið hafði. Það myndi m.a. auka fjölbreytni viðskipta með gjaldeyrstengdar afurðir.

Tafla 2 Velta á gjaldeyrismarkaði og hlutdeild SÍ frá 28. maí 1993 til 29. júní 2001

	<i>Heildarvelta (m.kr).</i>	<i>Viðskipti SÍ</i>	<i>Hlutdeild SÍ</i>
1993	11.148	8.670	77,8
1994	53.355	45.547	85,4
1995	54.499	48.619	89,2
1996	80.864	65.006	80,4
1997	162.122	59.308	36,6
1998	401.819	50.939	12,7
1999	467.972	19.277	4,1
2000	768.008	17.430	2,3
2001	666.692	14.532	2,2

Í júlíbyrjun 1997 voru skráningarfundir afnumdir og virkur gjaldeyrismarkaður færðist inn í viðskiptabankana á opnunartímum þeirra. Viðskiptavakar á þeim tíma voru Landsbanki Íslands, Íslandsbanki hf., Búnaðarbanki Íslands og Sparisjóðabanki Íslands hf. Fljótlega bættist Kaupþing hf. í hópinn. Viðskiptavakarnir urðu flestir 6 talsins þegar FBA hf. varð viðskiptavaki. Þeim fækkaði á ný við sameiningu hans og Íslandsbanka hf. í maí 2000. Sparisjóðabanki Íslands hf. sagði upp viðskiptavakt frá septemberbyrjun 2000. Viðskiptavökum eru lagðar ríkar skyldur á herðar til að tryggja að markaðurinn skili þeim árangri sem til er ætlast. Seðlabankinn hefur að mestu dregið sig út af markaðnum undanfarin ár, ef frá eru talin sérstök inngrip hans inn á markaðinn. Seðlabankinn hefur hins vegar eftirlit með starfsemi markaðarins.

#### *Gengisstefna og gjaldeyrismarkaður*

Frá því að gjaldeyrismarkaður var stofnaður árið 1993 og fram til 27. mars 2001 einkenndist gengisstefnan af svokallaðri sveigjanlegri fastgengisstefnu. Hún fólst í því að opinber gengisvísitala mátti sveiflast innan tiltekinna vikmarka sem reiknuð voru í báðar áttir frá tilteknu miðgildi sem var ákveðið 115,01 stig. Seðlabankinn skuldbatt sig til að halda gengi íslensku krónunnar innan vikmarkanna. Í upphafi mátti vísitalan sveiflast 2,25% í hvora átt frá miðgildinu. Hinn 6. september 1995 voru vikmörkin víkkuð út í  $\pm 6\%$  og hinn 14. febrúar 2000 voru þau svo víkkuð á ný í  $\pm 9\%$  frá miðgildi.

Hinn 27. mars sl. var gengisstefnunni breytt. Með sameiginlegri yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans var horfið frá sveigjanlegu fastgengisstefnunni og tekið upp verðbólguþolmið með fljótandi gengi. Reynsla margra annarra ríkja við svipuð umskipti hefur verið sú að velta og gengisflökt á gjaldeyrismarkaði hefur aukist. Gengi hefur einnig yfirléitt lækkað fyrst eftir að gjaldmiðlar eru settir á flöt. Breytingin hér hafði í för með sér mikila veltuaukningu á millibankamarkaðnum og meiri lækkun á gengi krónunnar á skömmum tíma en búist hafði verið við.

#### *Helstu reglur markaðarins*

Millibankamarkaðurinn með gjaldeyri er lokaður markaður. Aðilar að honum nú eru fjögur fjármálafyrirtæki, sem jafnframt eru viðskiptavakar, þ.e.

Búnaðarbanki Íslands hf., Íslandsbanki hf., Kaupþing hf. og Landsbanki Íslands hf. Viðskiptavaki getur sá orðið sem hefur ótakmarkað starfsleyfi til gjaldeyrisviðskipta og tekur á sig ábyrgð og skyldur viðskiptavaka með Bandaríkjadal gagnvart íslenskri krónu, sbr. ákvæði reglna um millibankamarkað með gjaldeyri nr. 742 frá 19. október 2000. Viðskiptavakar og ríkissjóður hafa einir rétt til gjaldeyrisviðskipta við Seðlabanka Íslands.

Millibankamarkaður er opinn frá kl. 9:15 til kl. 16:00 alla viðskiptadaga. Viðskiptavakar skuldbinda sig til að setja fram leiðbeinandi verðtilboð, þ.e. kaup- og sölugengi Bandaríkjadals, og skal það gert á Reuter-síðu (eða í sambærilegu upplýsingakerfi) þar sem aðilar geta séð tilboð hver hjá öðrum. Tilboðin þarf að uppfæra eigi sjaldnar en á 30 sekúndna fresti og sýna þau að öllu jöfnu það verð sem markaðsaðilar eru tilbúnir að kaupa á og selja 1,5 milljón Bandaríkjadala. Aðrar fjárhæðir eru sammingsatriði. Viðmiðunarfjárhæðin er sú sem oftast er notuð. Viðskipti á millibankamarkaði fara eingöngu fram í Bandaríkjadöllum. Þó er hægt að eiga viðskipti í öðrum gjaldmiðlum en það er háð samþykki beggja aðila. Öll viðskipti milli markaðsaðila sem nema a.m.k. 500 þúsundum Bandaríkjadala skulu tilkynnt Seðlabankanum innan 5 mínútna eftir að þau áttu sér stað. Seðlabankinn safnar upplýsingum um veltu á millibankamarkaði.

Munurinn á kaup- og sölutilboðum er svokallað gengisbil (e. spread) og skal það við venjulegar markaðsaðstæður vera 5 aurar en má fara upp í 7 aura, sbr. samkomulag viðskiptavaka þar að lútandi. Hafi gengisvísitala breyst um meira en 1,25% frá opnunargildi dagsins er viðskiptavökum þó heimilt að auka gengisbil í 10 aura og í 20 aura fari breytingin frá opnunargildi í 2%. Þessa heimild hafa viðskiptavakar ekki nýtt til þessa.

Hafi viðskiptavaki átt viðskipti við annan viðskiptavaka þarf hann ekki að setja fram bindandi tilboð á ný til hans fyrr en að 5 mínútum liðnum. Seðlabankinn er undanskilinn þessu ákvæði og eru viðskiptavakar skyldir til að eiga viðskipti við hann sé þess óskað.

### *Viðskipti*

Viðskipti á millibankamarkaði fara þannig fram að viðskiptavaki A hringir til eða hefur samband með rafrænum hætti við einn eða fleiri viðskiptavaka og

biður um verðtilboð (e. quote). Hafi liðið meira en 5 mínútur frá því að A bað síðast um verðtilboð verða mótaðilarnir að gefa upp bindandi kaup- og sölutilboð en annars er gagnaðila í sjálfsvald sett hvort hann gengur til viðskipta. Þegar A hefur fengið tilboðin segir hann hvort hann kys að kaupa eða selja 1,5 milljón Bandaríkjadala (nema önnur fjárhæð sé sérstaklega tekin fram) eða hætta við. Venjan er að tilboðin sem fengin eru með þessum hætti séu í samræmi við þau sem sjást á Reuter-síðu viðkomandi viðskiptavaka. Þó getur orðið ósamræmi þar á milli, sérstaklega þegar mikil viðskipti eru hjá viðskiptavökunum og verð breytist hratt. Algengast er að viðskiptavakar fari „hring“ á markaðnum, þ.e. eigi viðskipti við hina viðskiptavakana alla. Hafi A keypt Bandaríkjadali af hinum viðskiptavökunum hækka þeir verðtilboð sín. Hafi hins vegar A selt Bandaríkjadali lækka yfirleitt verðtilboð þeirra. Hve mikil breyting verður á verðtilboðum er háð markaðsaðstæðum hverju sinni. Væntingar um gengisþróun, gjaldeyrisstreymi og gjaldeyrisjöfnuð viðskiptavakanna ráða miklu um viðbrögð þeirra við viðskiptum á markaðnum. Nýjar hagstærðir, fréttir um aflabrögð og hugsanlegar aðgerðir eða aðgerðaleysi Seðlabankans skipta einnig máli. Seðlabanki Íslands getur hvenær sem er átt viðskipti og er hann ekki bundinn af ákvæðinu um að hægt sé að neita um bindandi verðtilboð hafi ekki liðið 5 mínútur frá síðustu viðskiptum. Öll viðskipti á gjaldeyrismarkaði eru gerð upp 2 dögum eftir að þau áttu sér stað. Millibankamarkaðurinn með gjaldeyri er virkur og stundum eru viðbrögð mjög harkaleg. Því kemur fyrir að verð sveiflast meira en efnistanda til. Venjulega jafna slík yfirskot sig fljótlega.

Hækki verðtilboðin hækkar Bandaríkjadalur jafnframt í verði, mælt í íslenskum krónum, og vísitala gengisskráningar hækkar. Krónan veikist þar með. Lækki hins vegar verðtilboðin þarf færri íslenskar krónur til að kaupa einn Bandaríkjadal og vísitala gengisskráningar lækkar og krónan styrkist.

### *Gjaldeyrisjöfnuður*

Með gjaldeyrisjöfnuði er átt við jafnvægi gengisbundinna eigna og skulda (þ.e. jafnvægi gnóttstöðu og skortstöðu gengisbundinna eigna- og skuldaliða og liða utan efnahagsreiknings) fjármálastofnunar. Gjaldeyrisjöfnuður telst jákvæður ef gengisbundnar eignir eru meiri en skuldir og neikvæður ef gengis-

bundnar skuldir eru meiri en erlendar eignir. Hver viðskiptavaki má ekki hafa nettógjalddeyrisjöfnuð í öllum gjaldmiðlum sem nemur hærri fjárhæð en svarar til 30% af eigin fé í ársbyrjun. Fari nettóstaðan út fyrir þessi mörk ber honum að laga stöðu sína innan þriggja daga. Nettóstaða viðskiptavaka í hverjum gjaldmiðli fyrir sig má ekki verða meiri en 15% af eigin fé. Þó má nettóstaða í Bandaríkjadala vera að hámarki 20% af eigin fé.

Heildargjalddeyrisjöfnuður er gerður upp í íslenskum krónum. Af sjálfu sér leiðir að breytingar á gengi hafa mikil áhrif á gjalddeyrisjöfnuð fjármálastofnana. Viðskipti á millibankamarkaði hafa tvenns konar áhrif á gjalddeyrisjöfnuð: Í fyrsta lagi getur erlend eignastaða viðskiptavakanna lækkað eða hækkað eftir því hvort þeir eru nettóseljendur eða -kaupendur á markaðnum. Í öðru lagi ráða hreyfingar á millibankamarkaði gengi krónunnar og hafa þannig áhrif á alla þætti gjalddeyrisjafnaðarins. Þótt viðskiptavakar geti verið með nettóstöðu, hvort heldur eign eða skuld, sem nemur 30% af eigin fé, er ekki víst að þeir kæri sig um að nýta allt svigrúmið sem þeir hafa nema við sérstakar aðstæður. Hver viðskiptavaki ákveður í hverju tilfalli, hver ytri mörk hans eiga að vera og reynir að verja þá stöðu.

### Áhrif viðskipta á millibankamarkaði á gjalddeyrisjöfnuð

Kaupi viðskiptavaki A 1,5 milljón Bandaríkjadala af viðskiptavaka B á millibankamarkaði eykst erlend eign hans sem þessu nemur en erlend skuldastaða hans er óbreytt. Munur á erlendum eignum og skuldum breytist þar með. Hafi gengisbundnar skuldir A verið hærri en gengisbundnar eignir (kallað að vera „stuttur“ í gjalddeyri eða að vera með „skortstöðu“) hefur hann færst nær jafnvægi eigna- og skuldaliða, aukið gengisjöfnuð sinn. Þessu er öfugt farið hafi gengisbundnar eignir verið hærri en gengisbundar skuldir (kallað að vera „langur“ í gjalddeyri eða að vera með „gnóttstöðu“), því að eftir viðskiptin hefur ójafnvægið aukist enn meira. Eftir viðskiptin hefur gagnaðilinn, B, aftur á móti lækkað erlendar eignir sínar sem nemur 1,5 milljón Bandaríkjadala.

### Gengisskráning

Hvern viðskiptadag milli kl 10:45 og 11:00 skráir Seðlabankinn opinbert viðmiðunargengi gagnvart 21 erlendri mynt. Á sama tíma er einnig skráð opinber vísitala gengisskráningar (gengisvísitala). Skráningin er nokkurs konar augnabliksmynd af stöðu gjalddeyrismarkaðarins og gefur upplýsingar um þróun markaðarins. Tekið er meðaltal verðtilboða viðskiptavaka á millibankamarkaði á Bandaríkjadala (sem sýnir gengi dals gagnvart krónu á þeim tímapunkti) og gengi erlendra gjaldmiðla gagnvart Bandaríkjadala og þannig reiknað út viðmiðunargengi íslenskrar krónu gagnvart erlendum myntum. Út frá því er reiknað ný gengisskráningarsvísitala. Gengisskráningarsvísitalan er vegið meðaltal 9 mynta og er vægi þeirra miðað við hlut viðskipta Íslands við viðkomandi lönd. Gengisskráningarsvísitalan mælir þó aðeins breytingu erlendu gjaldmiðlanna, í samræmi við hlutföll í gengisskráningargöng, gagnvart íslensku krónunni. Tafla 3 hér að neðan sýnir núverandi gengisskráningargöng.

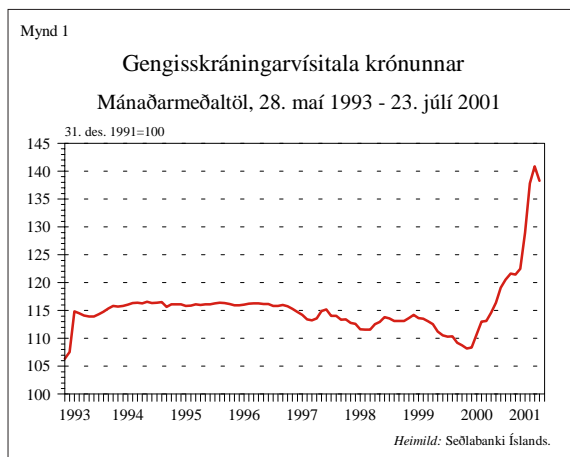
Tafla 3 Gengisskráningargöng

Bandaríkjadalur	26,99%
Evra	31,66%
Sterlingspund	14,77%
Sænsk króna	4,44%
Norsk króna	6,08%
Dönsk króna	8,68%
Svissneskur franki	1,65%
Kanadadalur	1,36%
Japanskt jen	4,37%

Gengisskráningargöngin er endurskoðuð einu sinni á ári þegar nýjar upplýsingar um vöru- og þjónustuviðskipti liggja fyrir. Það gengi sem bankinn skráir á þennan hátt er svokallað miðgengi. Kaup- og sölugengi er reiknað út frá föstu fráviki í hvora átt frá miðgengi. Þótt Seðlabankinn skrái gengi formlega einu sinni á dag er hverjum sem er frjálst að stofna til viðskipta við annan aðila á því gengi sem um semst hverju sinni.

### „Spíralamyndun“

Gjalddeyrismarkaður á Íslandi er mjög þunnur, þ.e. velta er lítil og þátttakendur fáir. Við slíkar aðstæður



geta fáir aðilar haft mikil áhrif á þróun markaðarins og lítil viðskipti komið af stað atburðarás sem síður yrði á markaði með fleiri þátttakendum og meiri veltu (dýpri markaði).

„Spirall“ myndast þegar mjög hröð breyting verður á gengi gjaldmiðils annað hvort til lækkunar eða hækkunar. Neikvæður spirall getur orðið til ef markaðurinn er „stuttur“, þ.e. skortur er á gjaldeyri, og einhver kaupir gjaldeyri á markaðnum, þá bregðast allir viðskiptavakar við því með því að hækka verðtilboð sín mikið til að koma í veg fyrir að af þeim verði keypt á nýjan leik. Það sem gerir þessa stöðu jafn alvarlega og raun ber vitni er að allir markaðsaðilar

*Dæmi:* Viðskiptavaki A kaupir „hring“ á millibankamarkaði. Staða hans og allra hinna viðskiptavakanna er stutt (þ.e. þeir skulda meira en þeir eiga í gjaldeyri). Allir viðskiptavakarnir telja að gengi krónunnar muni veikjast og innstreymi til þeirra er lítið. Með kaupum A hefur staða viðskiptavakanna styst enn frekar. B ákveður að laga stöðu sína og kaupir einn hring. C er nú orðinn 3 milljónum Bandaríkjadala fátækari og fer einnig hring á markaðnum. Í kjölfar hans fer viðskiptavaki D einn hring. Eftir það situr A uppi með sömu gjaldeyrisstöðu og áður þar sem hann hefur selt hverjum hinna 1,5 milljón dala í hvert sinn. Verð á Bandaríkjadal hefur hækkað mikið milli hringja og hver viðskiptavaki greiðir meira fyrir dalina þegar hann kaupir en hann fékk fyrir þá sem hann seldi áður.

hegða sér eins. Verð getur því hækkað mjög hratt og mikil velta verður á markaðnum. Uppistaðan í veltunni eru „sömu“ Bandaríkjadalirnir sem skipta hratt um hendur og enda daginn hjá þeim sem síðast keypti. Skilyrði neikvæðrar spiralamyndunar eru að viðskiptavakar séu í skortstöðu (gjaldeyrisjöfnuður þeirra er neikvæður) sem þeir vilja færa nær jafnvægi, og að almennrar svartsýni gæti um stöðu gjaldmiðilsins. Jákvæð spiralamyndun er þveröfugt ferli.

Neikvæð spiralamyndun getur stöðvast með tvennum hætti: Annars vegar getur fjármagn komið inn á markaðinn og slegið á eftirspurnina og róað markaðinn. Stórir fjárfestar geta þannig selt mikinn gjaldeyri, annað hvort af nauðsyn eða af því að þeir telja ekki grundvöll fyrir frekari veikingu gjaldmiðilsins. Einnig getur Seðlabankinn komið inn á markaðinn og selt Bandaríkjadali. Hins vegar geta viðskiptavakar breytt afstöðu sinni á þann veg að þeir leyfi öðrum að kaupa af sér án þess að fylgja á eftir og kaupa til að verja gjaldeyrisstöðu sína. Slíkt gerist yfirleitt ef aðstæður hafa breyst þannig að viðskiptavakar telji að hagnaðartækifæri hafi myndast við veikingu (þ.e. búast við að krónan styrkist á ný.)

#### *Hlutverk Seðlabankans á gjaldeyrimarkaði*

Seðlabankinn getur átt viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyri. Tafla 2 sýnir að hlutur bankans á markaðnum var stór fyrstu árin og má segja að bankinn hafi myndað grunninn að markaðnum í byrjun. Smám saman hefur Seðlabankinn þó dregið sig út af markaðnum og látið viðskiptavakana um að halda honum gangandi. Með því fæst það verð fyrir krónuna sem best endurspeglar framboð og eftirspurn. Seðlabankinn fylgist vel með þróun markaðsins og fær daglega upplýsingar frá viðskiptavökum um stöðu þeirra og annað sem skipta kann máli. Ef mikið er um að vera fylgist bankinn mjög grannt með stöðu viðskiptavaka og þeim hreyfingum sem verða á markaðnum. Bankinn hefur mun betri yfirsýn yfir markaðinn en aðrir þar sem viðskiptavakar hafa aðeins takmarkaða vitneskju hver um annars stöðu. Síðustu misseri hefur Seðlabankinn helst átt viðskipti á gjaldeyrimarkaði þegar talið er að skammtíma-sveiflur stefni í að verða eða eru orðnar ýktar. Mat á aðstæðum hverju sinni ræður því hvort Seðlabankinn telji ástæðu til að skipta sér af markaðnum. Selji Seðlabankinn Bandaríkjadali til viðskiptavaka lækkar verð á Bandaríkjadal og viðbrögð við inngrípum

bankans eru meiri en þegar viðskiptavakarnir eiga viðskipti sín á milli. Áhrif inngripa eru þó misjöfn. Ef vandi markaðarins er eingöngu tímabundinn skortur á gjaldeyri geta inngríp stöðvað óheillavænlega þróun. Seðlabankinn veitir gjaldeyri út á markaðinn en tekur til sín íslenskar krónur í staðinn. Sé hins vegar um að ræða víðtækari vanda er líklegt að inngríp séu skammgóður vermir. Á hinn bóginn er eðlilegt að markaðir gangi í sveiflum þar sem útstreymi og innstreymi gjaldeyris fer ekki alltaf saman.

Seðlabankinn varðveitir gjaldeyrisvarasjóð þjóðarinnar. Inngríp bankans hafa bein áhrif á sjóðinn. Sala á Bandaríkjadöllum til að styrkja krónuna rýrir forðann. Á sama hátt styrkja kaup bankans á Bandaríkjadöllum gjaldeyrisforðann. Inngríp hafa einnig mun víðtækari áhrif ef ekki er jafnframt gripið til annarra ráðstafana. Við sölu gjaldeyris eru krónur dregnar út af innlendum markaði (dregið úr peningamagni í umferð) og það hefur áhrif til hækkunar á vöxtum og að jafnaði leiðir það til aukningar á endurhverfum kaupum fjármálastofnana af Seðlabankanum. Hægt er að eyða þessum áhrifum að mestu með gagnaðgerðum, t.d. getur Seðlabankinn sett krónur út á markaðinn með skiptum á gjaldeyri við fjármálastofnanir eða kaupum á verðbréfum á markaði. Almenn er þó talið að slíkar gagnaðgerðir dragi úr áhrifum inngripanna.

#### *Breytingar á viðskiptavakt*

Með viðskiptavakt á markaði er séð til þess að markaðurinn sé alltaf starfandi og alltaf sé hægt að fá markaðsverð fyrir þá afurð sem á markaðnum er. Viðskiptavakar á gjaldeyrismarkaði gera þetta með því að uppfæra verð á a.m.k. 30 sekúndna fresti og skuldbinda sig til að eiga viðskipti sé farið fram á það. Viðskiptavakarnir þurfa að uppfylla skyldur sínar hvort sem ástand í efnahagsmálum er hagstætt eða óhagstætt og hvort sem þeir tapa á því eða hagnast.

Þegar vikmörk krónunnar voru afnumin í mars sl. varð vart meiri óróa og óöryggis hjá viðskiptavökum á gjaldeyrismarkaði og viðskiptavinum þeirra en áður í sögu markaðarins. Sveiflurnar urðu mun meiri en búist hafði verið við þrátt fyrir að almennt hefði verið búist við nokkrum skjálfta. Fyrstu 6 mánuði ársins 2001 veiktist krónan um 16,4%. Velta á gjaldeyrismarkaði jókst til muna í kjölfar breytingarinnar. Meðalvelta á síðasta ári var 3.072 m.kr. á dag en var 5.334 m.kr. á fyrri árshelmingi 2001. Frá

28. mars sl. til loka júní var meðalvelta á dag 8.461 m.kr. Í júní var ákveðið að yfirfara fyrirkomulag markaðarins og kanna hvort gera mætti breytingar sem stuðluðu að meira jafnvægi. Á grundvelli þeirrar endurskoðunar var ákveðið að greiða viðskiptavökum þóknun fyrir viðskiptavakt líkt og þekktst hefur á skuldabréfamarkaði hér á landi. Breytingin gildir frá 1. júlí sl. til loka ársins. Með henni er vonast til að sveiflur minnki og að markaðsaðilar taki frekar stöður sjálfir í stað þess að ýta öllum viðskiptum strax út á markaðinn. Þóknunin byggist á því að verðlauna þá aðila sem mynda markað, þ.e.a.s. sá aðili sem setur fram svo aðlaðandi tilboð að hinir taka þeim fær greiðslu fyrir.

*Dæmi um skiptasamning:* Skiptasamningar eru algengt form afleiðuviðskipta á gjaldeyrismarkaði. Tilgangurinn með þeim er að lágmarka fjármagnskostnað vegna gengisbreytinga og vaxtamunar á milli landa. Hægt er að verjast tapi með þessum hætti en einnig er hægt að hagnast verulega. Viðskiptavinur tekur lán í erlendri mynt. Hann selur viðskiptabanka sínum lánið fyrir íslenskar krónur og fjárfestir með þeim krónum í íslenskum skuldabréfum. Þar sem vextir á Íslandi eru háir og hærri en í helstu viðskiptalöndum eru vextir af erlenda láninu lægri en vextir af skuldabréfunum sem hann fjárfestir í. Lánið þarf að greiða til baka og þegar það er gert selur viðskiptavinurinn íslensku skuldabréfin og kaupir erlendan gjaldeyri af viðskiptabanka sínum til að borga lánið. Hafi gengi íslensku krónunnar styrkst á tímabilinu mun viðskiptavinurinn þurfa færri íslenskar krónur til að kaupa gjaldeyri til að greiða lánið upp en hann fékk fyrir lánið þegar hann tók það. Viðskiptavinurinn hagnast því á gengisbreytingunni. Hafi gengi krónunnar veikt mun viðskiptavinurinn hins vegar þurfa fleiri íslenskar krónur. Það er þó alls ekki víst að viðskiptavinurinn tapi á viðskiptunum. Ef vaxtagjöldin vegna lántökunnar eru lægri en vaxtatekjurnar af fjárfestingunni og kostnaður vegna gengisbreytingarinnar er lægri en hagnaðurinn af vaxtamuninum mun viðskiptavinurinn hagnast á viðskiptunum. Vilji svo óheppilega til að gengisbreytingin vegi upp ávinninginn af vaxtamuninum hefur viðskiptavinurinn tapað á viðskiptunum.