

Bankar og fjármálamarkaðir HAG 211F

Kennari: Ásgeir Jónsson

Lokapróf 2016

Einu leyfilegu hjálpargögnin eru skriffæri og reglustika.

Hluti I . Skilgreiningar

Svarið stuttlega eftirfarandi spurningum og skilgreinið eftirfarandi hugtök, ásamt því að lýsa þýðingu þeirra. Veljið fimm af átta. (30%).

(Athugið tímatakmörk. Miðað er við að ekkert svar taki lengri tíma en 11 mínútur)

- A. Bernanke kenningin (Bernanke doctrine)
- B. Verðbólguálag (inflation premium)
- C. Snögghemlun (sudden stop)
- D. Sögháð peningamálastefna (history dependent monetary policy)
- E. Fjármálaleg hröðun (Financial accelerator)
- F. Stefnuviðmið (operating target)
- G. Hlutfallslegt jafnvirði verðs (relative PPP)
- H. Sundurgerð á fjármálmörkuðum (screening)

Hluti II . Fræðilegur skilningur

Svarið tveimur af eftirfarandi þremur spurningum – A, B eða C.
Hver spurning hefur 35% vægi.

A) Fjármagnsflæði og bankþjónusta

I.

Það eru reynslusannindi að fjármagnsjöfnuður og viðskiptajöfnuður spegla hvorn annan: Afgangur/halli á fjármagnsjöfnuði leiðir halla/afgangs á viðskiptajöfnuði. Og afgangur/halli á viðskiptajöfnuði leiðir halla/afgangs á fjármagnsjöfnuði.

Lýsið þessum tengslum með vísan til þeirra högnunarskilyrða sem gilda í alþjóðaviðskiptum með vörur og fjármagn:

- Hvernig veldur fjármagnsjöfnuður spegiláhrifum á viðskiptajöfnuð.
- Hvernig veldur viðskiptajöfnuður spegiláhrifum á fjármagnsjöfnuð?
- Hvaða máli skiptir það hvort land hafi sinn eigin gjaldmiðill eður ei hvernig að áhrifin koma fram?
- Af hverju fylgjast bankakreppur og gjaldeyriskreppur jafnan að á litlum myntsvæðum?

II.

Samkvæmt lífshlaupslíkaninu (life cycle hypothesis) er það áætluð neysla eftir að vinnuævi lýkur sem er helsti drifkraftur sparnaðar hjá almenningi. Lýsið aðal inntaki lífshlaupslíkansins og hvaða áhrif breytingar í framleiðni vinnuaflds hafa á sparnað samkvæmt líkaninu.

Því hefur verið haldið fram að lífshlaupslíkanið leggi fram sterkar röksemdir fyrir því af hverju lífeyrissjóðir eigi að stunda alþjóðlegar fjárfestingar, þar sem óhagkvæmt er að láta sveiflur í frjósemi stjórna framboði af fjármagni og fýsileika fjárfestinga. Skýrið málið.

Samkvæmt lífshlaupslíkaninu munu framlög í lífeyrissjóði sjálfkrafa skapa viðskiptaafgang sem hægt er að flytja úr landi án áhrifa á gjaldeyrismarkaðinn. Jafnframt hefur verið stungið upp á þeirri reglu að hlutfall erlendra eigna lífeyrissjóða eigi að vera hið sama og hlutfall innflutnings í einkaneyslu viðkomandi lands. Skýrið málið.

III.

Viðskiptabankar og fjárfestingabankar eiga það sameiginlegt að selja ákveðna þjónustu á kostnaðarverði, eða jafnvel veita hana ókeypis, til þess að afla upplýsinga sem nýtast til fjármálalegrar milligöngu.

Lýsið því hvaða þjónustu er um að ræða sem er undirverðlög og *hvernig* upplýsingarnar eru síðan fényttar til þess að skapa hagnað í fjármálalegri milligöngu hjá bæði viðskiptabönkum og fjárfestingabönkum.

Hlutabankar (Merchant Banks) kaupa (óskráð) hlutafé í fyrirtækjum í stað þess að lána þeim fjármagn. Lýsið því hvaða skilyrði þurfa að vera uppfyllt til þess að eignasafn með óskráð hlutabréf fyrirtækja skili bæði hærri og öruggari ávöxtun en lán til sömu fyrirtækja.

Skuggabankar (shadow banks) kallast sú bankastarfsemi þegar aðrir aðilar en bankar taka að sér hefðbundna starfsþætti banka. Skuggabankar nota gjarnan skráðar eignir sem veð og tryggingar fyrir bæði fjármögnun og lánveitingum sínum – öfugt við viðskiptabanka sem nota óskráðar eignir í sama skyni. Þungt vægi skráðra verðbréfa á efnahagsreikningi skuggabanka gerir þá viðkvæma fyrir óróa á fjármálamarkaði – og að mati sumra. Skýrið af hverju.

B) Lánveitingar til þrautarvara

I.

Hugtakið *lánveitingar til þrautavara* er yfirleitt rakið til bókarinnar Lombard Street eftir Walter Bagehot er kom út árið 1873. Í þessari bók kemur fyrir fræg setning, sem kölluð hefur verið kennisetning Bagehots (Bagehot's Dictum):

„Lend freely to temporary illiquid but nonetheless solvent banks at a penalty rate and on good collateral.“

Fjallið um kennisetningu Bagehots:

- Af hverju þurfa Seðlabankar ávallt að lána viðskiptabönkum í lausafjárvandráðum?
- Skýrið hvaða hvatavandamál slíkar lánveitingar skapa og hvaða viðmið kennisetningin setur til þess að afstýra slíkum vandamálum.
- Hvaða erfiðleikar fylgja beitingu kennisetningarinnar og hvaða aðkomu hefur fjármálaráðuneytið (í umboði skattgreiðenda) yfirleitt að slíkum lánveitingum?
- Hvernig hefur kennisetning Bagehots haldið gildi sínu frá því hún var lögð fram? Hver er munurinn á þrautavaralánnum Englandsbanka á tímum Bagehots á nítjándu öld og þrautavaralánnum hjá seðlabönkum nútímans?
- Hvaða máli skiptir það að Englandsbanki var í einkaeigu en allir Seðlabankar nútímans eru í opinberri eigu?
- Hvernig reyna Seðlabankans nútímans að koma í veg fyrir að lánveitingar til þrautavara valdi of mikilli áhættusækni?

Haft hefur verið á orði að hlutverk seðlabanka hafi breyst frá því að vera lánveitandi að síðasta kosti (lender of last resort) fyrir viðskiptabanka (líkt og þekktist á tíma Bagehots) og til þess að vera lánveitandi að fyrsta kosti (lender of first resort). Og sú breyting hafi gefið Seðlabönkum aukið vægi í hagstjórn. Skýrið málið.

II.

John Maynard Keynes og Milton Friedman eru meðal áhrifamestu hagfræðinga tuttugustu aldar, en þeir höfðu nokkuð ólíkar skoðanir á áhrifum þess að auka peningamagn í umferð. Greining Keynes snerist um svokölluð lausafjárhrif (liquidity effect) en Friedman var tíðrætt um þyrluköst (helicopter drop).

Gerið grein fyrir megin atriðum kenninga tvímenninganna um áhrif peningaprentunar á hagkerfið og hvernig lánveitingar Seðlabanka gegn veði (Repó) hafa mismunandi áhrif eftir því við hvora kenninguna er miðað.

Hvernig breytist greiningin ef sá viðskiptabanki sem seðlabankinn lánar er til verður gjaldþrota og veðið ónýttist?

III.

Snemma árs 2008 fékk Landsbanki Íslands hollenska hagfræðinginn Willem Buiter (núverandi aðalhafgræðing Citigroup) til þess greina stöðu íslenska fjármálakerfsins í ljósi fjármálakreppunnar og möguleg viðbrögð stjórnvalda. Stjórnendur bankans tóku hins vegar þá ákvörðun að birta greininguna ekki opinberlega. Buiter birti sjálfur „endurskoðaða“ útgáfu greiningarinnar í október 2008 (sem CEPR Policy Insight) eftir að íslensku bankarnir höfðu allir fallið í lausafjáráhlaupi. Þar segir:

Even if the banks are fundamentally solvent (in the sense that its assets, if held to maturity, would be sufficient to cover its obligations), such a small country – small currency configuration makes it highly unlikely that the central bank can act as an effective foreign currency lender of last resort/market maker of last resort. Without a credit foreign currency lender of last resort and market maker of last resort, there is always an equilibrium in which a run brings down a solvent system through a funding liquidity and market liquidity crisis.

The only way for a small country like Iceland to have a large internationally active banking sector that is immune to the risk of insolvency triggered by illiquidity caused by either traditional or modern bank runs, is for Iceland to join the EU and become a full member of the euro area. If Iceland had a global reserve currency as its national currency, and with the full liquidity facilities of the

Eurosystem at its disposal, no Icelandic bank could be brought down by illiquidity alone.

Skýrið röksemdafærslu Buiters: Af hverju gat íslenski seðlabankinn ekki þjónað sem lánveitandi til þrautavara fyrir íslenska bankakerfið í október 2008? Hvernig hefði aðild að Myntbandalagi Evrópu getað breytt rás atburða? Hefðu höft á fjármagnsflæði verið möguleg ef Ísland hefði verið innan evrusvæðisins?

Getur Seðlabankinn þjónað núverandi bankakerfi sem lánveitandi til þrautarvara með A) áframhaldandi fjármagnshöftum eða B) ef fjármagnshöftin væru afnumin? Að hvaða leyti veltur svarið á stærð gjaldeyrisforðans og hve mikið peningamagn er í umferð?

Það hefur verið haft á orði að svo lengi sem íslenska krónan er við lýði og hérlendir bankar eru fjármagnaðir í krónum þurfi þeir raunverulega ekki að hafa áhyggjur af kerfisbundnu bankaáhlaupi þar sem engin króna geti yfirgefið landið í raun og veru. Er þetta rétt? Að hvaða leyti veltur svarið á stærð gjaldeyrisforðans og hve mikið peningamagn er í umferð?

C) Nafnverðsакkeri

I.

Því hefur verið haldið fram að allir seðlabankar þurfi á nafnverðsакkeri (nominal anchor) að halda til þess að festa niður verðbólguvæntingar og koma í veg fyrir verðvillu (price indeterminacy). Skýrið þessa staðhæfingu. Hvað felst í hugtökunum nafnverðsакkeri og verðvilla og hvernig tengjast þau verðbólguvæntingum almennings? Sýnið einnig fram á hvernig A) peningamagn, B) fastgengi og C) vaxtaregla geta verkað sem nafnverðsакkeri.

Er einhver langtímaleitni í verðlagi til staðar hjá þessum þremur tegundum akkera – ef gert er ráð fyrir því að þau verki sem skyldi?

Getið þið nefnt einhver tímabil þar sem Ísland hefur verið án nafnverðsакkeris?

II.

Veturinn 2001-2002 birti bandaríski hagfræðingurinn Frederic Mishkin stutta grein á NBER undir titlinum „Monetary Policy“. Þar segir eftirfarandi um notkun fastgengis sem nafnverðsakeris:

Exchange-rate targeting has been an effective means of reducing inflation quickly in both industrialized and emerging market countries. However, exchange-rate targeting results in the loss of independent monetary policy and also means that shocks to the anchor country, to whose currency the domestic currency is pegged, are transmitted to the targeting country because domestic interest rates are determined in the anchor country. Exchange-rate targets thus are likely to lead to higher output volatility and this is exactly the experience that has been found in Latin America. ...

Exchange-rate targeting comes in two basic varieties, "soft pegs," in which the commitment to the peg is not institutionalized, and "hard pegs," where the institutional commitment comes either from establishment of a currency board or from dollarization. Soft pegs leave countries open to speculative attacks and currency crises, which can be costly. ... Hard pegs can then be thought of as the stabilization policy of last resort, leaving little or no discretion to the monetary authorities.

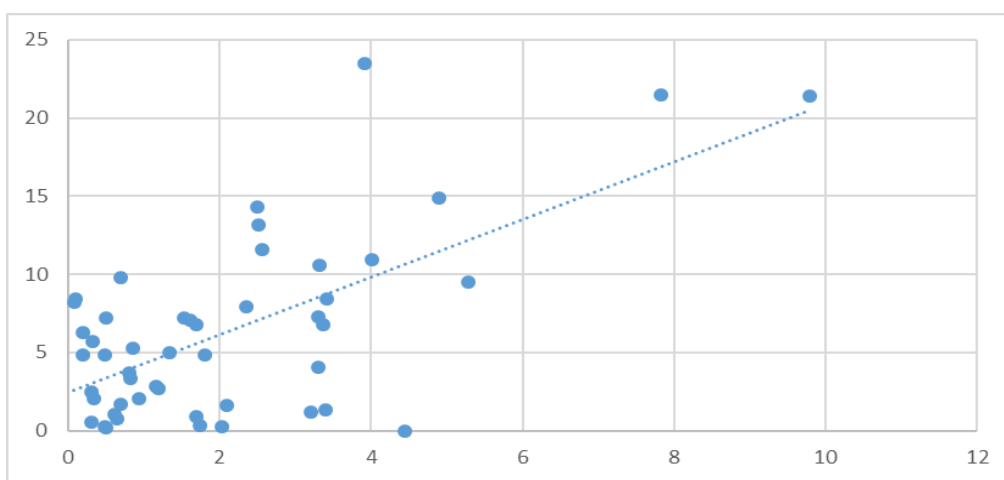
Farið yfir röksemdafærslu Mishkins: Af hverju ...

- Hver er munurinn á „hörðu“ og „mjúku“ fastgengi?
- Af hverju missa lönd sjálfstæðið í peningamálum, s.s. við ákvörðun vaxta – við að taka upp fastgengi?
- Af hverju hafa fastgengisakeri skilað svo miklum árangri í því að ná niður verðbólgu?
- ... leiða slík akkeri til þess að hagvöxtur verður sveiflukenndari?
- ... er hægt að kalla „mjúkt“ fastgengi „vildarstjórnun“ (discretionary policy) og af hverju veldur það krísu og kostnaði?
- Hvað er átt við þegar sagt er að „hart“ fastgengi sé „hagstjórn að síðasta kosti“ sem gefi innlendum yfirvöldum lítið sem ekkert svigrúm?

III.

Í fjórðu útgáfu Peningamála fyrir árið 2014 (Rammagrein 3: *Reynsla af spám Seðlabanka Íslands*) birtist neðangreind mynd (sem kölluð var mynd 2) sem sýnir annars vegar spáskekkjur í gengispám og hins vegar spáskekkjur í verðbólgu spám bankans. Til hliðar við myndina birtist neðangreindur texti:

Reynslan sýnir að stórar skekkjur í verðbólgu spám á Íslandi eru yfirleitt tengdar sveiflum í gengi krónunnar, líkt og sjá má á mynd 2, en fylgni milli tölugilda spáskekkja í verðbólgu og gengi er 0,64.



Mynd 2. Spáskekkjur í verðbólgu spám Seðlabankans (X-ás) og frávik meðalgengis frá eins árs spáðu gengi (Y-ás) á árunum 2001- 2013.

Túlkið mynd 2: Er hægt að halda því fram að myndin sýni að...

- ... Seðlabankinn skorti *tækjavald* (operational control) yfir verðbólgu þar sem tengsl stýrivaxta og gengisins séu *óstöðug*.
- ... Seðlabankinn þurfi fleiri tæki en stýrivexti til þess að geta stjórnað verðbólgu?
- ...Taylor vaxtaregla er miðar við verðbólgu markmið geti ekki dugað sem nafnverðsakeri fyrir íslenska myntsvæðið?
- ... verðbólgu markmið sé í raun eitt og hið sama og „mjúkt“ fastgengi fyrir íslenska myntsvæðið?
- ... „hart“ fastgengi sé í raun það akkeri sem henti Íslandi best með tilliti til verðstöðugleika?
- ... um leið og fjármagnshöft verða afnumin mun Seðlabankinn missa stjórn á verðbólgu?