

Forsætisráðuneytið
Hr. Ólafur Davíðsson, ráðuneytisstjóri
Stjórnarráðshúsinu við Lækjargötu
150 Reykjavík

Reykjavík, 20. ágúst, 2001

Efni: Greinargerð um viðskiptavakt á íslenska gjaldeyrismarkaðinum

Gjarnan er litið á þróun íslenskra efnahagsmála síðustu áratugi sem ferð á einni braut, frá höftum til frjálsræðis, en eftir 1960 hafa landsmenn hafa smám saman tekið markaðinn í sína þjónustu. Á seinni árum hefur orðið mikil frelsisvæðing í fjármagnsviðskiptum og gjaldeyrisviðskipti hafa komist á verulegan reksþöl. Hins vegar er það staðreynd að gjaldeyrismarkaðurinn lýtur enn mjög heftandi ákvæðum. Síðastliðin fjögur ár hafa gjaldeyrisviðskipti hérlendis verið studd með svokölluðu. viðskiptavakafyrirkomulagi þar sem helstu fjármálastofnanir landsins hafa verið skyldugar til þess að kaupa krónur á millibanka, sé þess óskað. Nú á miðju sumri var stigið skrefi lengra og samþykkt að veita þóknunir fyrir þetta viðskiptavakahlutverk, sem jafnast á við að ríkisvaldið niðurgreiði gjaldeyrisviðskipti. Sú spurning hlýtur því að vakna hvort þessar skyldur og greiðslur séu aðeins límbundnar, þar til markaðsaðilar hafi gripið sundtökin, eða hvort hér sé um varanlegt fyrirkomulag að ræða. Þetta snýst í sjálfu sér ekki um ágæti markaðsfrelsis, en orðið *markaður* þýðir upprunalega svæði sem hefur verið *markað af* til kaupskapar og það álitamál sem blasir við er hvaða *afmarkanir* þurfa að vera til staðar svo viðskipti geti gengið fram með sem minnstum tilkostnaði og íslenska krónan haldi stöðu sinni sem gjaldmiðill landsins.

Í þessari álitargerð er viðskiptavakakerfinu lýst og þess freistað að meta frammistöðu þess í ljósi atburða síðasta árs. Velt er upp öðrum möguleikum og úrbótum sem kæmu til greina, en einnig er reynt að grafast fyrir um hvaða áhrif fyrirkomulag gjaldeyrisviðskipta

hefur á almenna bankastarfsemi sem og þjóðarbúið í heild. Í þessu samhengi er einnig fjallað um stöðu Seðlabanka Íslands á markaðinum. Í þessu skyni voru allir viðskiptavakarnir heimsóttir og grennslast fyrir um hugmyndir og álit þeirra á ofangreindum atriðum. Sú efnismeðferð og skoðanir sem hér koma fram eru þó alfarið á ábyrgð Hagfræðistofnunar.

A. Almenn lýsing á kerfinu

Viðskipti á millibankamarkaði: leikreglur og viðmið

Millibankamarkaðurinn er lokaður markaður á milli viðskiptavaka. Almenn gjaldeyrisviðskipti eru frjáls sem önnur eignaviðskipti í landinu, en viðskipti á milli vakanna sjálfra á millibankamarkaði eru háð nokkrum skilyrðum. Þar er hverjum vaka skylt að gefa upp bindandi kaup- og söluverð Bandaríkjadals ef annar vaki óskar þess. Lágmarksfjárhæð bindandi tilboða er 1,5 milljón Bandaríkjadala. Viðskiptavaka er skylt að eiga viðskipti fyrir þá fjárhæð á tilgreindu verði. Þegar beðið er um tilboð er ekki nauðsynlegt að upplýsa hvort um kaup eða sölu er að ræða. Að loknum viðskiptum er viðskiptavaka ekki skylt að gefa sama markaðsaðila verðtilboð aftur fyrr en að 5 mínútum liðnum. Viðskipti í öðrum gjaldmiðli en Bandaríkjadal eru háð samþykki beggja aðila, og getur viðskiptavaki þá vikist undan að gefa upp verð þótt þess sé óskað. Viðskiptavakar á gjaldeyrismarkaði hafa gert á milli sín samkomulag um ákveðinn hámarksmun á kaupum á sölu á markaðnum og er gengisbilið að jafnaði 5 aurar nema aðstæður á markaði séu óvenjulegar og getur þá bilið að hámarki orðið 20 aurar.

Viðskiptavakar skuldbinda sig til þess að uppfæra reglulega leiðbeinandi verðtilboð, þ.e. kaup- og sölugengi Bandaríkjadals. Markaðsaðilar eru skyldugir til að hafa verðtilboð opin og skulu þau endurnýjuð eigi sjaldnar en á 30 sekúndna fresti. Viðskiptavakar eru bundnir ákveðnum reglum um það hve há gjaldeyrisstaða þeirra getur orðið. Í þessu samhengi eru taldir allir eigna- og skuldaliðir efnahagsreiknings sem eru í erlendum gjaldmiðli, ennfremur liðir utan efnahagsreiknings svo og liðir í íslenskum krónum sem eru með gengisviðmiðun. Þó einungis þeir liðir þar sem stofnunin sjálf ber

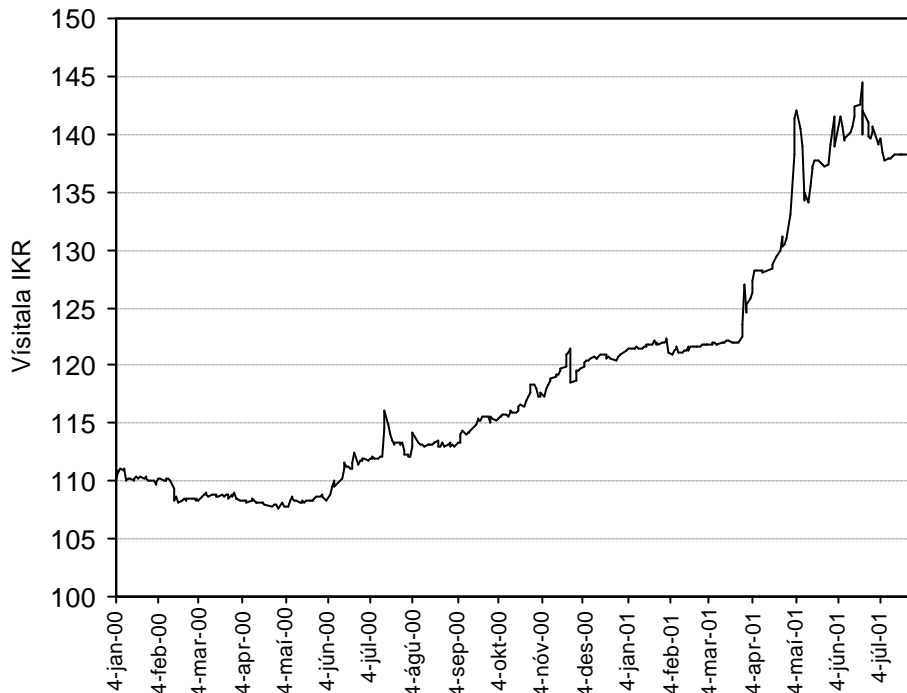
gengisáhættuna. Þannig er skilgreindur heildargjaldeyrissjöfnuður stofnunar samtala þeirra gjaldmiðla þar sem opin gjaldeyrisstaða er jákvæð að frádreginni neikvæðri opinni gjaldeyrisstöðu. Gjaldeyrissjöfnuðurinn skal ávallt vera innan ákveðinna marka: Opin gjaldeyrisstaða stofnunar í einstökum erlendum myntum undir lok dags skal hvorki vera jákvæð eða neikvæð um meira en nemur 15% af eigin fé stofnunar í upphafi árs. Fyrir Bandaríkjadal gildir þó að viðmiðið er 20%. Heildargjaldeyrisstaða stofnunar, þegar allar myntir eru teknar saman, skal hvorki vera jákvæður né neikvæður umfram 30% af eigin fé stofnunar í upphafi árs.

B. Ytri aðstæður

Víðtækari gengisáhætta

Árið 1995 urðu vatnaskil í efnahagslífi hérlendis þegar fjármagnsflæði til og frá landinu varð fjárlst. Erlendar lántökur hafa lengi tíðkast hérlendis, en flestar stærri framkvæmdir voru unnar fyrir erlent lánsfé. Hins vegar hafa lántökur síðustu ára ekki verið til einstakra verka á vegum stórra aðila, heldur var fjármagnið endurlánað í gegnum bankakerfið og dreifðist víða í hagkerfinu. Þannig hafa mun fleiri aðilar tekið gengisáhættu en áður hefur þekkst og gengisbreytingar hafa því mun víðtækari áhrif á efnahagslífið en áður. Erlendar lántökur og góðæri skiluðu einnig miklum gjaldeyri inn í landið, sem ollu því að mikið útflæði vegna viðskiptahalla hafði lítil áhrif á gjaldeyrismarkaðinn. Á tímabili, einkum veturinn 1999-2000, hækkaði krónan í verði á gjaldeyrismörkuðum vegna mikils innflæðis. Á sama tíma var fastgengisstefna við lýði, peningamálayfirvöld skuldbundu sig til þess að halda verðgildi krónunar innan ákveðinna vikiðmarka.

Gengisvísitala IKR, 4. janúar 2000 - 31. júlí 2001



Um gengishliðranir

Mikið og stöðugt innflæði og viktörk á gengi krónunnar, leiddu til þess að ekki reyndi verulega á kerfið fyrr en á síðasta ári, sjá mynd. Í raun má segja að gengisáhætta hafi kerfisbundið verið vanmetin og að vissu leyti hafi ákveðið andvaraleysi ríkt á markaðinum, þar sem það ver tekið sem gefið að ávallt yrði innflæði til þess að mæta útfæði vegna viðskiptahalla, erlendra vaxtagreiðslna og erlendra fjárfestinga innlendra aðila. Það er viðtekin reynsla í iðnríkjum sem búa við flotgengi, að gengi gjaldmiðla hækkar í uppsveiflu en fellur þegar um hægist. Gengisfall við slíkar aðstæður má því oft telja nauðsynlegt. Erlendir fjármagnsstraumar hafa valdið mjög afdrifaríkum breytingum á atvinnulífi og almennri neyslu. Landsmenn hafa fjármagnað feikimikinn viðskiptahalla í nokkur ár án þess að verða uppiskroppa með gjaldeyri, en jafnframt hefur efnahagslífið teygst lengra í átt til verslunar og þjónustu en annars hefði verið mögulegt. Þetta þýðir að ef fjármagnsstraumar til landsins þorna af einhverjum orsökum eða verulega dregur úr

þeim kemur þrýstingur á gengið þar til viðskiptahallinn og innflæðið ná jafnvægi á nýjan leik. Slíkt gerist ekki mjúklega ef fjármagnsflæðið hvikast verulega til og hröð gengisaðlögun er knúin fram. Spurningin snýst því helst um það að gengisaðlögin verði ekki of mikil né of hröð svo að um yfirskot verði að ræða eða að hliðrunin raski ekki jafnvægi innanlandsmarkaðar.

C. Frammistaða kerfisins

Viðmið um stöðugleika

Við núverandi aðstæður er ekki sjálfgefið að íslenska krónan haldi stöðu sinni sem þjóðargjaldmiðill, þar sem landsmönnum er frjálst að nota aðrar myntir. Í mörgum erlendum ríkjum hefur stór hluti innanlandsviðskipta færst yfir í erlenda gjaldmiðla og myntstaðkvæmd (e. *currency substitution*) hefur átt sér stað. Slíkt hefur reyndar þegar gerst hérlendis í einhverjum mæli þar sem fjármögnun margra fyrirtækja hefur að stórum hluta færst til útlanda. Til þess að krónan haldi velli verður sú áhætta og viðskiptakostnaður sem fylgir notkun hennar umfram aðra gjaldmiðla að vera í lágmarki.

Hægt er að nefna fjóra þætti sem skipti mestu um traust og virði gjaldmiðla.

1. Almennur gengisstöðugleiki sem dregur úr áhættu þess að eiga eignir í nefndum gjaldmiðli.
2. Almennur styrkleiki, þ.e. að nafnvirði gjaldmiðils sé ekki á sífelldri niðurleið miðað við aðrar myntir. Þannig er komist hjá gengistapi.
3. Nægilegt dýpi í gjaldeyrisflæði til og frá landinu og seljanleiki (e. *liquidity*) til þess að tryggja að viðkomandi gjaldmiðill sé ávallt söluhæfur.
4. Traustur reglugerðarrámmi og eftirlit sem dregur úr líkum þess að áföll ríði yfir fjármálakerfið og tryggir öryggi einstakra viðskiptastofnana. Þannig er seljanleiki gjaldmiðils einnig best studdur.

Þessi fjögur ofangreint atriði stjórnast auðvitað af mörgum þáttum sem standa utan við sjálfan gjaldeyrismarkaðinn, s.s. almennri efnahagsstefnu stjórnvalda, verðbólguþugi og trúverðugleika peningamálastefnu Seðlabankans. Ennfremur, er erfiðara fyrir smærri myntsvæði að viðhalda seljanleika því hlutfallslega mörg viðskipti eru við erlenda aðila en gjaldmiðillinn hefur ekkert virði utan landsteina. Þessi fjögur ofangreint atriði eru notuð til viðmiðs við mat á frammistöðu gjaldeyrismarkaðarins hér. Þegar kerfið er metið er ekki hægt að miða við hvernig það sigldi lygnan sjó fram til fyrra hluta árs 2000, heldur hvernig það klauf þau boðaföll sem hafa skolið á síðan. Slíkt mat hlýtur þó að vera tvíþætt. Annars vegar hvort viðskiptavakakerfið hafi starfað eins og til var ætlast og hins vegar hvort annað kerfi hefði gefist betur. Hér er ekki aðeins um tæknileg útfærsluatriði á viðskiptafærslunum sjálfum að ræða, heldur mun frekar hvaða hvatar eru til staðar á markaðinum og hvaða afskipti stjórnvöld vilja hafa með beinum hætti eða fyrir atbeina Seðlabankans.

Frammistaða markaðarins

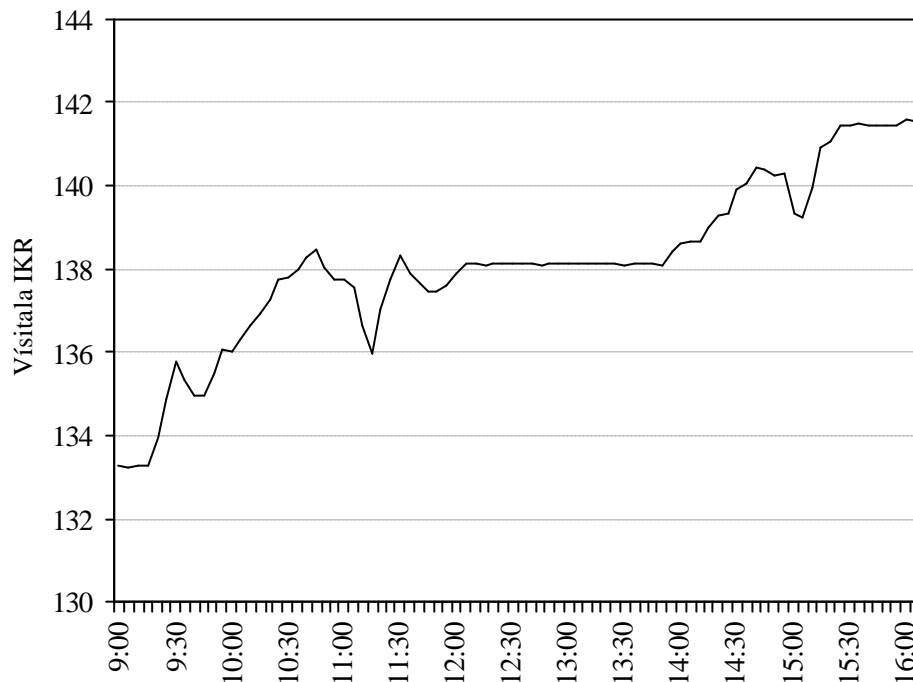
Í stuttu máli er það álit Hagfræðistofnunar að kerfið hafi á engum tímamarki brostið og viðskiptavakarnir hafi ekki vikið sér undan skyldum sínum, þó auðvitað megi deila um einstakar aðgerðir og ákvarðanir á hverjum tíma. Sundurliðun eftir markmiðum er eftirfarandi.

Skrífumyndun

Íslenski gjaldeyrismarkaðurinn er sama marki brenndur og flestir aðrir eignarmarkaðir hérlendis. Hann er örsmár og markaðsaðilar fáir. Af þessum sökum er erfitt að halda samfelldri dýpt í viðskiptum, þannig að viðskipti séu nægilega mikil og mótaðilar gefi sig fram við hverja færslu sem krafist er. Þess vegna getur tiltölulega lítil leysing í fjármagnsstraumum komið af stað miklu róti á markaðinum og hreyft gengið. En þetta er ekki hið eina. Ef skortstaða skapast á svo grunnnum markaði getur sú staða komið upp að viðskiptin þorna upp eða verða glompótt þar til markaðurinn hefur fundið nýtt jafnvægi á hærra verði, þ.e. tilboð með kaup og sölu standast á. Viðskiptavakakerfið gerir þessa

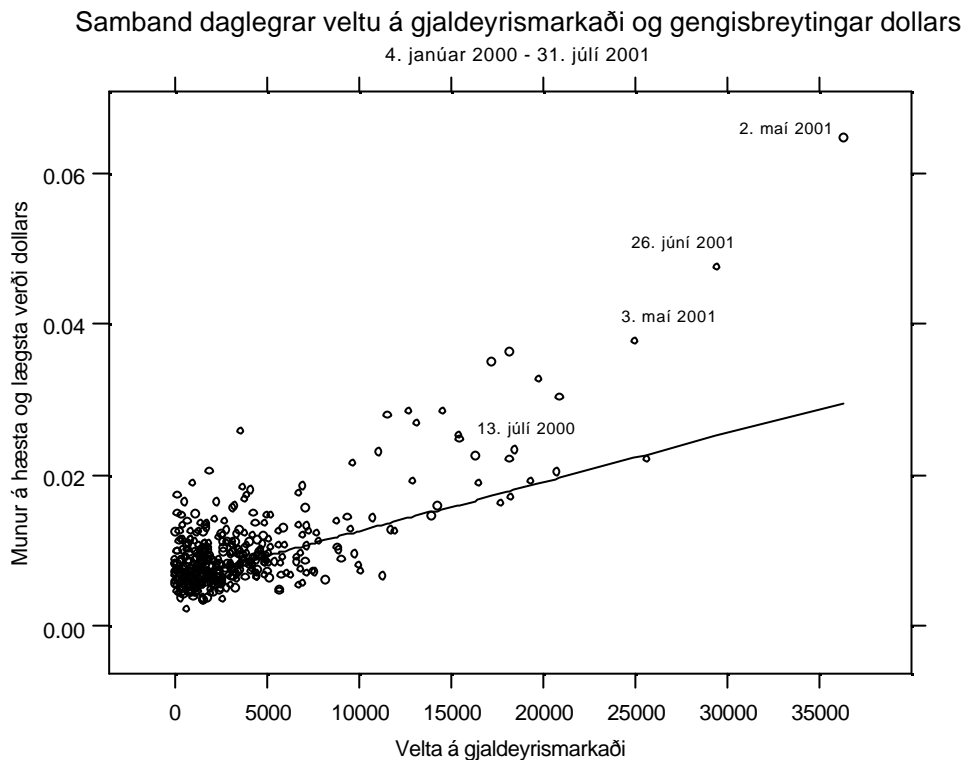
verðaðlögum sýnilega, samfellda og tryggir að viðskiptin rofni aldrei þar sem ávallt er mótaðili til staðar við hverja færslu. Þannig er söluhæfi krónunnar öruggt.

Verðþróun IKR 2. maí 2001



Þetta breytir því þó ekki að hraðar verðbreytingar geta átt sér stað undir núverandi kerfi, einkum ef svokölluð *skrúfa* eða *spírall* myndast á gjaldeyrismarkaði. Slíkt ástand myndast ef enginn viðskiptavakanna vill eða getur keypt fleiri krónur, t.d. vegna viðmiða um áhættustýringu, en töluverður þrýstingur er frá viðskiptamönnum að losa stöður sínar í krónum. Í því tilfalli kemur pöntun eftir gjaldeyri inn á millibankamarkaðinn sem enginn vakanna fjögurra vill taka, en þeir eru samt skyldugir til þess að selja. Þess vegna mun hver vaki varpa pöntuninni til þess næsta, sem einnig er skyldugur til þess að selja, en á aðeins hærra gengi. Þannig myndast hringrás sem stöðvast ekki fyrr en gengið er orðið ásættanlegt fyrir einhvern vakann að uppfylla nefnda pöntun, og ýta henni ekki áfram, eða einhver utankomandi fjársterkur aðili leysir millibankamarkaðinn úr möskva og selur þann gjaldeyri sem upp á vantar, eins og gerðist 2. maí. Þegar slíkt ástand skapast margfaldast viðskipti á millibankamarkaði, þar sem sama pöntunin velkist á milli

aðila, hring eftir hring, og í hvert skipti sem hún skiptir um hendur lækkar gengi krónunnar.



Myndin hér að ofan lýsir hvernig mikil viðskipti eiga sér stað á markaðinum þegar miklar gengisbreytingar eru í gangi. Hér kemur glögglega í ljós hvernig spirálmyndun í tengslum við verðbreytingar margfaldar veltu á markaðinum.

Spirallinn hittir alla illa fyrir. Viðskiptavakarnir eru í raun neyddir til þess að stunda viðskipti með tapi og þeir verða því fyrir miklum kostnaði á þeim tíma er hræringarnar ganga yfir vegna skyldu sinnar. Spirálmyndun leiðir einnig til mjög örra gengisbreytinga sem eru óþægilegar fyrir fjármálakerfið. Slíkar snöggbreytingar eru líklegar til þess að valda óvissu og taugaóstyrk á markaðinum, og jafnvel leitt til svartsýni. Þess vegna verður að telja spirálmyndunina sem meinlegan galla á kerfinu, þó það sé í sjálfu sér ósannað að annað kerfi gefi betri raun. Velta má fyrir sér hvernig hægt er að sníða þennan annmarka af. Í fyrsta lagi hafa viðskiptavakarnir öðlast dýrmæta reynslu barningi síðasta árs og hæfi þeirra til þess að takast á við svipaða erfiðleika í framtíðinni ætti að vaxa. Í

öðru lagi hefur verið ákveðið að veita vökunum þóknun fyrir að skapa seljanleika og greiðsluflæði á markaðinum. Þannig hafa viðskiptavakarnir fengið hvata til þess að taka á sig gengistap fremur en að reyna að varpa því á milli. Að vísu mun slíkt þóknunarkerfi ekki duga ef verðbilið sem þarf að brúa fer yfir ákveðin mörk og enn hefur ekki verulega reynt á hið nýja þóknunarkerfi. Í þriðja lagi vakna spurningar um hlutverk Seðlabankans, hvernig og hvort hann eigi að beita gjaldeyrisvarasjóðum sínum. Í fjórða lagi má velta fyrir sér aukinni upplýsingagjöf á markaðinum.

Gjaldeyrismarkaður og langtímahreyfingar

Langtímaleitni virði gjaldmiðla er yfirleitt talin ráðast af þjóðhagslegum forsendum og því óviðkomandi markaðsfyrirkomulagi með gjaldeyri. Peningamálastefna Seðlabankans og almenn efnahagsstefna stjórnvalda er það sem skiptir máli í þessu sambandi. Hins vegar getur skammtímaþróun teygst yfir töluvert langan tíma. Áföll á gjaldeyrismarkaði sem rýra trúverðuleika peningamálastefnunnar eða hafa neikvæð áhrif á gengisvæntingar geta haft áhrif um hríð. Þannig getur yfirskot á gjaldeyrismarkaði verið til staðar um einhverja hríð. Þó er erfitt að greina á milli þessara þátta á hverjum tíma, enda er orðtakið *efnahagslegar forsendur* mjög sveigjanlegt.

Seljanleiki

Helsti kostur núverandi kerfis er öruggur seljanleiki krónunnar. Verðmyndun hefur ávallt verið sýnileg og sú staða hefur aldrei komið upp að ekki sé hægt að koma krónum í verð, ef undan er skilin lokun markaðarins í tvo tíma í júlí á síðasta ári. Þetta er mikilvægur kostur og forsenda þess að krónan haldi stöðu sem gjaldmiðill Íslendinga. Verðgagnsæi og stöðug viðskipti hafa ennfremur leyft fyrirtækjum og stofnunum að þróa áhættustýringarkerfi með afleiðuviðskiptum og öðrum slíkum aðferðum. Þannig er mögulegt að tryggja sig gegn gengissveiflum og flytja áhættuna yfir á þá aðila sem hana vilja bera með réttu þóknun. Af þessum sökum minnkar sá viðskiptakostnaður sem hlýst af erlendum viðskiptum frá svo smáu myntsvæði sem hinu íslenska. Gjaldyrisviðskipti hérlendis eru almennt án mikils kostnaðar fyrir fyrirtæki og almenna viðskiptavinum, þar sem þóknunir eru fremur lágar og lítill munur á milli stórra og smárra viðskipta. Það er

ástæða til þess að undirstrika enn frekar nauðsyn þess að hafa opinn og auðveldan aðgang að gjaldeyrismarkaði með íslensku krónuna. Slíkt kemur ekki að sjálfu sér. Þegar skyggst er yfir eignamarkaði hérlendis er ljóst að seljanleiki kostar sitt. Ríkisvaldið greiðir fyrir viðskiptavakt á skuldabréfum og einnig er það þekkt að einstök fyrirtæki greiði fyrir viðskiptavakt með hlutabréf sín til að tryggja seljanleika þeirra. Allt er þetta gert til þess ávallt sé gagnaðili til staðar ef einhver æskir eftir viðskiptum.

Viðskiptavakarnir hafa borið töluverðan kostnað af viðskiptavakt sinni á millibankamarkaði síðasta ári vegna þess hve straumurinn hefur verið stríður í einna átt, til lækkunar á verðgildi krónunnar. Að vísu högnuðust þessir sömu aðila jafnt og stöðugt á þessum viðskiptum þegar gengið var stöðugt. Því skal heldur ekki gleymt að í smáu hagkerfi sem hérlendis eru utanríkisviðskipti með vörur og fjármagn púls efnahagslífsins og umsýsla um þau er því uppspretta dýrmætra upplýsinga um gang efnahagslífsins, upplýsinga sem hægt er að hagnast á. En þegar litið er til þess að gengissveiflur munu sennilega verða mun algengari á næstu árum vegna þess að gengið er nú fljótandi er ekki óeðlilegt að ríkisvaldið veiti fjármagni beint til þess að varðveita seljanleika eins og hefur nú verið gert með þóknakerfinu.

Reglugerðir

Sá lagarammi sem umlykur fjármálakerfið í heild sinni er ekki til umræðu hér. Spurningin stendur um hvort hægt sé að hlúa að þeim þremur markmiðum sem getið er að ofan með því að smíða reglugerðarramma utan um fjármálamarkaðinn sem minnkar brothættu kerfisins. Núverandi rammi hefur slípast í núverandi samskiptum vakanna sem og Seðlabanka Íslands. Þetta hefur verið hægfara þróunarferli sem er langt frá því að vera lokið. Hér áður var minnst á hvernig viðskiptaskyldur vakanna gátu undir vissum kringumstæðum leitt til skrufumyndunar. Hægt er að velta því fyrir sér hvort einhverjir sjálfvirkir hemlar hefðu getað verið til staðar til þess að hindra slíka atburði. Á erlendum fjármálamörkuðum, s.s. á Wall Street, hefur það verið reynt að stöðva viðskipti til þess að róa markaðinn. Það hefur ekki gefist vel, þar sem örvæntingin virðist fremur vaxa en minnka þegar slíkar skyndilokanir eiga sér stað, enda hefur bið gjarnan taugaveiklandi

áhrif. Sömu sögu er að segja héraendis, en gjaldeyrismarkaðinum var lokað í tvo tíma í júlí árið 2000 fyrir tilstuðlan viðskiptavakanna. Í kjölfarið var slíkt vald tekið af vökunum sjálfum og fært Seðlabankanum og hefur því ekki verið beitt síðan.

Hugmyndum um upplýsingarskyldu hefur verið varpað á loft með þeim rökstuðningi að stórar óvæntar pantanir séu helsti áhættuþátturinn við skrifumyndanir, en núverandi kerfi veitir einungis upplýsingar um verð en ekki framboð og eftirspurn á hverjum tíma. Hins vegar ef vísað er beint til atburða þann 2. maí síðastliðin, verður að hafa í huga að sú pöntun á gjaldeyri sem kom skrifunni af stað gat vart talist óvenjulega stór. Til að mynda hafði stærri pöntun gengið snurðulaust fyrir sig nokkrum dögum áður. Verkurinn var sá að pöntunin 2. maí kom fram á þeim tíma þegar almenn svartsýni ríkti um gengisþróun krónunnar, sjómenn voru í verkfalli og mjög lítið gjaldeyrisinnflæði var til staðar. Það er því óvíst að hinir viðskiptavakarnir þrír hefðu brugðist við á annan hátt hefðu þeir vitað af nefndri pöntun, m.a. við þá skortstöðu sem þeir bjuggu við. Eini aðilinn sem gat brugðist við var Seðlabankinn sem vissi ekki af nefndri pöntun, en þó verður nefna að skortstaða vakanna var mönnum þar ljós áður en viðskipti hófust þann dag. Þá er einnig ljóst að flestir viðskiptavakanna eru tregir til þess gefa samkeppnisaðilum þær upplýsingar sem um er að tefla í þessu sambandi. Þess vegna er samandregin niðurstaða Hagfræðistofnunar að formleg upplýsingalöggjöf geti aðeins átt við um upplýsingaflæði frá vökum til Seðlabankans en ekki á milli vakanna sjálfra. Það verði því að leggja það undir dómgreind markaðsaðilanna hvenær þeir sjá þörf á samvinnu sín á milli.

D. Gjaldyrismarkaðurinn og bankakerfið

Um fjölda vaka og samvinnu þeirra

Viðskiptavakarnir eru fjórir, Íslandsbanki, Landsbanki, Búnaðarbanki og Kaupþing. Í upphafi voru þeir sex, en FBA hvarf af markaðinum sem sjálfstæður aðili eftir sameiningu við Íslandsbanka og Sparisjóðabankinn sagði upp viðskiptavaktinni síðastliðið sumar. Þessir fjórir eru sammála um að aukinn fjöldi viðskiptavaka muni hafa ýmsa kosti, en þannig deilist byrðin af viðskiptavaktinni á fleiri herðar. Auk þess er það

almenn þumalfingursregla að verðmyndun er þeim mun skilvirkari eftir því sem markaðsaðilar verða fleiri jafnvel þó velta haldist stöðug. Þá varð sameining Íslandsbanka og FBA til þess að þanþol vakakerfisins minnkaði því reglur um áhættustjórnun valda því að sameinaðir geta þessir tveir aðilar ekki tekið sömu stöðu og þeir gátu meðan þeir voru aðgreindir. Með sama hætti hefði sameining Landsbanka og Búnaðarbanka ekki verið heppileg fyrir gjaldeyrismarkaðinn. Þess vegna eru vonir bundnar við það að nýtt þóknanakerfi verði til þess að Sparisjóðabankinn takist aftur á hendur viðskiptavaka-skyldur. Jafnvel er hægt að auka sveigjanleika kerfisins, s.s hvað varðar lágmarksfjárhæðir fyrir smærri aðila, til þess að auðvelda fleiri aðilum aðkomu að markaðinum. Lítil von er þó til þess að erlendir aðilar hefðu áhuga á því að koma inn á gjaldeyrismarkaðinn með slíkum hætti.

Staða viðskiptavaka á markaðinum

Staða einstakra viðskiptavaka er fjarri því að vera einsleit. Íslandsbanki og Landsbanki bera höfuð og herðar yfir aðra aðila á markaðinum, með um 40% markaðshlutdeild hvor. En þótt Búnaðarbankinn sé tiltölulega stór á almennum lánamarkaði er hlutdeild hans í gjaldeyrisviðskiptum hlutfallslega lítil eða um 10%. Starfsemi einstakra vaka á millibankamarkaðinum mótast mjög af samsetningu viðskiptavina þeirra. Landsbankinn telur hlutfallslega marga útflytjendur í viðskiptamannaskrá sinni og er því oft í þeirri stöðu að vera hreinn seljandi á erlendum gjaldeyri. Íslandsbanki hefur hins vegar stóran hlut af verslunar- og þjónustufyrirtækjum innan vébanda sinna og er oftast í þeirri stöðu að vera hreinn kaupandi. Línurnar eru ekki svo skýrt dregnar hjá hinum aðilum tveim. Kaupþing er ekki innlánsstofnun og hefur því ekki fast flæði vegna erlendra vöruviðskipta og tekur því stöðu í aðra hvora átt, eftir vilja viðskiptavina sinna.

Megnið af gjaldeyrisviðskiptunum fer vitaskuld fram innanbúðar hjá viðskiptavökunum sjálfum, sem og annarra fjármálastofnanna sem ekki eiga aðild að millibankamarkaði, s.s. Sparisjóðabankans. Þannig er gjaldeyri veitt á milli viðskiptavina án þess að millibankamarkaður komi við sögu. Hver viðskiptavaki er því sem afmarkaður og virkur gjaldeyrismarkaður, en viðskipti á millibankamarkaði spegla aðeins gnótt eða skort á

gjaldeyri á hverjum þessara undirmarkaða. Þess vegna er t.d. staða Landsbankans á gjaldeyrismarkaði mun sterkari en hlutdeild hans á millibankamarkaði gefur til kynna, því bankinn er stór á fyrirtækjamarkaði. Stofnunin í heild er því lang stærsti afmarkaði gjaldeyrismarkaðurinn héraðs og Landsbankinn hefur komið sér upp formlegu tilboðsfyrirkomulagi innanhúss, sem má helst jafna við kauphallarkerfi.

Afstaða viðskiptavakanna til markaðarins

Gjaldeyrisviðskiptin eru aðeins ein deild innan viðskiptavakanna fjögurra, langflestir viðskiptaaðilar þeirra á gjaldeyrismarkaði sækja til þeirra margvíslega aðra þjónustu og fyrirgreiðslu. Gjaldeyrisviðskipti eru vitaskuld uppspretta tekna fyrir nefndar stofnanir, en oft er erfitt að aðgreina ákveðna þætti í bankaviðskiptum og ávinning þeirra, enda hneigjast flestir til þess að hafa öll viðskipti sín hjá sömu bankastofnun. Gjaldeyrisviðskipti skapa því líklega viðskiptavild og tekjur umfram beina þóknun. Samkeppni um þóknunir á gjaldeyrismarkaði getur því snúist upp í það að ná til sín góðum viðskiptavinum og veita þeim síðan heildarfyrirgreiðslu. Slíkt gerðist í einhverjum mæli eftir að FBA var stofnað og þess voru jafnvel dæmi að þóknunir væru gefnar eftir í baráttu um viðskiptavild. Nú er það staðreynd að stórir viðskiptavinir geta keypt gjaldeyri á nálægt því sama gengi og tíðkast á millibankamarkaði og lítið verðbil (e. *spread*) er m.a. ein ástæðan fyrir að viðskiptavakarnir hafa tapað á vaktinni síðustu misseri.

Þessi samþætting gjaldeyrisviðskipta og annarra bankastarfsemi hefur tvenns konar þýðingu. Annars vegar getur fákeppni á millibankamarkaði haft markverð áhrif á samkeppni í bankastarfsemi í heild sinni. Hins vegar hafa viðskiptavakarnir hag af því að viðhalda stöðugleika á gjaldeyrismarkaði, því órói þar innra getur skapað vandræði fyrir aðra þætti starfseminnar. Af því leiðir að hvati þeirra til spákaupmennsku er stórum minni þar sem hún getur hitt þá sjálfa fyrir ef kaupvilji annarra viðskiptavaka er ekki til staðar og pöntunin er send aftur til baka. Aftur á móti er mjög erfitt fyrir aðila utan millibankamarkaðarins að stunda spákaupmennsku með stórar fjárhæðir, því vakarnir ráða hvaða verðbil þeir bjóða og hvort þeir samþykkja viðskipti yfir höfuð. Jafnan gildir sú regla meðal viðskiptavakanna að þeir bjóða sölugengi nálægt því marki sem þeir telja

að gangi fram á millibankamarkaði þegar pöntunin er uppfyllt. Ef einhver aðili kemur til máls við viðskiptavakann og leggur fram stóra pöntun sem gæti hreyft gengið mun honum boðið sölugengi sem tekur mið af þeirri hreyfingu sem pöntunin veldur. Þannig eru möguleikar til högnunarviðskipta með því að spila með gengi krónunnar skertir og dæmi er um að erlendar aðilar hafi óskað eftir því að koma inn á markaðinn með verulegar fjárhæðir en vakarnir snúið þeim frá með breiðu verðbili.

Það er álit flestra hagfræðinga að gengisflökt sem er búið til af geðþótta á gjaldeyrismörkuðum hafi óheppileg áhrif á efnahagslífið. Ef viðskiptavakakerfið kemur í veg fyrir óábyrgar gengishreyfingar sem standa ekki neinum tengslum við efnahagslegar forsendur verður að telja það því til tekna. Í annað stað hefur hvati til fjármagnsflótta verið minni hér en víða annars staðar þar sem fáir erlendar fjárfestar eru til staðar og stórir innlendir fjárfestar, t.d. lífeyrissjóðir, horfa einkum til lengri tíma og hlaupa ekki á eftir skammtímahreyfingum.

E. Hlutverk Seðlabankans

Rétt viðbrögð

Seðlabankinn hefur forræði yfir gjaldeyrismarkaði en það er ekki augljóst hvernig hann eigi að haga gerðum sínum. Höfuðmarkmið hans er lág verðbólga og þar sem nán tengsl eru á milli gengis og verðlags hljóta atburðir á gjaldeyrismarkaði að krefjast athygli hans. En mestu skiptir að Seðlabankinn gætir gjaldeyrisvarasjóðs landsins og er því eini aðilinn sem getur getið gripið inn í atburðarás á gjaldeyrismarkaði. Í samtölum við viðskiptavakanna fjóra kom alls staðar fram gagnrýni á Seðlabanka Íslands fyrir að hafa setið aðgerðalaus hjá þegar alvarleg skrufumyndun átti sér stað, s.s. 2. maí. Að þeirra áliti hefði Seðlabankinn átt að leysa millibankamarkaðinn úr möskva þegar allt var komið í óefni. Þetta er einnig rökstutt með því að skyldustarf viðskiptavakanna verði að vera stutt af virkum Seðlabanka sem hindri skrufumyndun. Það má einnig telja líklegt að viðskiptavakarnir hafi á síðasta ári hleypt pöntunum með lágu verðbili inn á millibankamarkaðinn vegna þess að þeir bjuggust við íhlutun Seðlabankans.

Þetta er þó að nokkru umdeilanlegt atriði. Fyrst skal það nefnt að íhlutunarvald Seðlabankans er takmarkað því hann getur ekki breytt langtímaleitni með kaupum og sölu á gjaldeyri. Til þess að þarf mun róttækari beitingu á hagstjórnartækjum, s.s. með vaxtahækkunum. Í annað stað, þó Seðlabankinn hæfi sjálfvirk gjaldeyriskaup þegar skrufumyndun ætti sér stað skapast ákveðin freistnihætta og eðli millibankamarkaðarins gæti breyst í grundvallaratriðum. Í stuttu máli er sagan sú að viðskiptavakamir tækju almennt meiri áhættu, með minna verðbili, á þeim pöntunum sem þeir varpa inn á millibankamarkaðinn þar sem búist væri við því Seðlabankinn kæmi til bjargar ef téð pöntun gengur á milli manna og fæst ekki uppfyllt. Jafnvel gæti skapast hvati til spákaupmennsku þar sem Seðlabankinn fengi að blæða.

Íhlutunar Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði verða því að vera óreglulegar og ófyrirséðar til þess að vera án aukaverkanna. Hins vegar breytir það því ekki að það orkar tvímælis að láta krónuna falla svo skart án aðgerða síðastliðið vor, þar sem það kom verulega illa við sjálft verðbólguþröskulmarkmið bankans og trúverðugleika þessa nýja markmiðs og bankans. Niðurstaðan er því sú að Seðlabankinn geti unnið bæði tjón og bót á markaðinum og þess skiptir upplýsingaöflun og rétt dómgreind miklu þar innan dyra.

F. Niðurstaða

Afnám viðskiptavaktar?

Áður hefur verið tæpt á því að núverandi fyrirkomulag sé aðeins einn liður í þróun fjármagnsviðskipta á Íslandi. Þannig er óbeint gefið til kynna að endastöðin sé algert frelsi á gjaldeyrismarkaði, svo sem tíðkast erlendis. Viðskipti með krónunnar færu þá fram með einhvers konar kauphallarfyrirkomulagi eða tilboðskerfi. Það er ekki loku fyrir það skotið að slíkt muni gerast fyrr eða síðar, en við núverandi aðstæður er það vart tímabært. Hér skiptir vitaskuld mestu smæð krónunnar og lítill seljanleiki hennar. Ef allar kvaðir yrðu felldar niður er líklegt að verðmyndun krónunnar yrði ógegnsæ og viðskipti með hana gætu orðið strjál á stundum, jafnframt því sem viðskiptakostnaður yxi og lenti í auknum mæli á atvinnulífinu. Hins vegar yrðu áhrifin á fjármagnsmarkaðinn í heild sinni

mun dýpri en þetta gefur til kynna. Í núverandi kerfi er seljanleiki krónunnar nálægt því að vera almannagæði sem er tryggt með skyldum viðskiptavakanna og greiðslu ríkisins fyrir þær sömu skyldur. Kerfið tryggir einnig nokkuð jafnan aðgang allra vakanna að gjaldeyrisinnstreymi, þrátt fyrir misjafna stöðu þeirra sjálfra gagnvart viðskiptavinum sínum. Ef kerfið væri afnumið yrði seljanleikinn einkagæði og réðist af getu einstakra stofnana til þess að skapa innstreymi. Þar sem gjaldeyrisviðskipti er yfirleitt aðeins einn hlutur í þeim þjónustupakka sem bankastofnanir bjóða viðskiptavinum sínum, er hætt við því að markaðsyfirburðir á gjaldeyrismarkaði gætu valdið fákeppnistilburðum í bankastarfseminni. Þessu til viðbótar gæti aukinn viðskiptakostnaður í viðskiptum með krónuna leitt til þess að aðrir gjaldmiðlar með lægri viðskiptakostnaði öðlist samkeppnisyfirburði hérlendis.

Niðurstaðan er því sú að öruggur seljanleiki krónunnar megi teljast almannagæði sem hafi umtalsverð ytri áhrif inn í flesta kima efnahagslífsins. Núverandi kerfi tryggir þennan sveigjanleika með fremur lágum tilkostnaði af hálfu ríkisins, jafnvel þótt þóknar séu veittar fyrir seljanleika. Áður en þetta kerfið er afnumið verður að liggja fyrir einhver víska um afleiðingarnar sem líklega eru mjög víðtækar og snerta marga.

G. Tillögur

Viðskiptavakakerfið stökk ekki alskapað úr höfði Seifs heldur er það afurð aðstæðna og þróunar síðasta áratuginn. Þetta kerfi er ekki gallalaust, en virðist henta vel því umhverfi sem landsmenn búa nú við. Helsti kostur þess er að það styður við krónuna sem þjóðargjaldmiðil og tryggir örugg viðskipti með hana á lágum kostnaði fyrir almenna viðskiptavini. Einnig tryggir vakakerfið nokkuð jafnræði á milli bankastofnana, þó auðvitað hafi stærri stofnanir betri aðstöðu til þess að afla upplýsinga. Helsti gallinn felst í skráfumyndunum, en alls óvíst er að annað kerfi gæti gefið betri raun enda eru verðbreytingar oft hraðar á frjálsum gjaldeyrisörkuðum ytra. Það verður einnig að telja núverandi kerfi til tekna að það hindrar að hluta til óábyrga spákaupmennsku. Loks er ekki loka fyrir það skotið að gengisbreytingar séu nauðsynlegar í ljósi þjóðhagslegra

aðstæðna og sumar skrúfur því fátt annað en nauðsynleg gengisaðlögun. Þess vegna er varla vert að hrófla við kerfinu eins og staðan er nú, en líklegt má telja að það muni þróast áfram í smáum skrefum. Það er álit Hagfræðistofnunar að hægt sé að bæta kerfið og auka sveigjanleika þess án þess að það tapi eiginleikum sínum og því er eftirfarandi lagt til:

- Að stuðla að fjölgun viðskiptavaka, s.s. með því að lèkkandi bindandi kaupskyldu fyrir smærri aðila, eða gera þetta hlutverk meira aðlaðandi á annan hátt.
- Að auka upplýsingagjöf frá viðskiptavökunum til Seðlabankans, svo vitneskja um stóra atburði hafi borist með sem mestum fyrirvara. Ekki er hægt að leggja til að Seðlabankinn taki upp reglubundnar íhlutanir
- Að þóknakerfið verði gert varanlegt á fjármagnsmarkaði, enda megi seljanleikinn teljast almannagæði með viðtæk jákvæð áhrif.

Álitsgerð þessi var unnin fyrir forsætisráðuneytið af sérfræðingum Hagfræðistofnunar, þeim Axel Hall og Ásgeiri Jónssyni.

Virðingarfyllst,

Tryggvi Þór Herbertsson,
forstöðumaður