

5. nóvember 2013

Af Seðlabankabréfinu, peningaprentun og ríkisrekstri

Einn helsti sparnaðarliðurinn í nýju fjárlagafrumvarpi ríkisstjórnarinnar er fólgin í því að endurskoða skilmála 175 ma. skuldabréfs sem gefið var út til styrkingar eiginfjárstöðu Seðlabankans eftir tap bankans af veðlánum árið 2008, en lagt er til að bréfið verði gert vaxtalaust og lengt til 20 ára. Í frumvarpinu kemur fram að aðgerðin muni lækka vaxtagjöld ríkissjóðs um 10,7 ma. kr., en jafnframt er fyrirséð er að verðmæti bréfsins muni snarminnka vegna hennar.

Sumir hafa gagnrýnt að aðgerðin nái ekki fram neinum raunverulegum sparnaði, þar sem Seðlabankinn sé að fullu í eigu ríkisins – m.ö.o. sé aðeins um tilflutning á fjármunum úr einum vasa ríkisins í annan að ræða. Á móti hefur fjármálaráðherra bent á að Seðlabankinn hafi byggt upp sterka eiginfjárstöðu og þurfi lítt á greiðslum af bréfinu að halda.

Bæði sjónarmið líta hinsvegar fram hjá peningapólitískum tilgangi bréfsins, og skilaboðunum sem felast í því að hlaupast undan endurgreiðslu þess að fullu.

Tildrög Seðlabankabréfsins I: Veðlánaviðskipti 2005-2008

Frá 2005 til 2008 jukust veðlánaviðskipti Seðlabankans hröðum skrefum í takt við lausafjárreftirspurn bankakerfisins vegna örrar útpenslu á efnahagsreikningum fjármálastofnana.

Í sinni einföldustu mynd fara veðlánaviðskipti þannig fram að banki í lausafjarpörf afhendir seðlabanka veð (t.d. skuldabréf) og fær laust fé lánað á móti, yfirleitt í formi innláns (eða seðla og myntar ef því er að skipta, þ.e. grunnfjár) sem Seðlabankinn býr til í krafti seðlaprentunarvaldsins sem honum er treyst fyrir. Venjan er að grunnfé hvers hagkerfis sé talið sem skuld Seðlabankans.

Seðlabankinn eykur þannig grunnfé hagkerfisins (það er skuldfærsla bankans á móti veðinu, sem hann eignfærir), en grunnféð eða ígildi þess ætti að öðru jöfnu að mynda þak á peningasköpun bankakerfisins vegna lausafjarkvaða sem hvíla á bönkum.

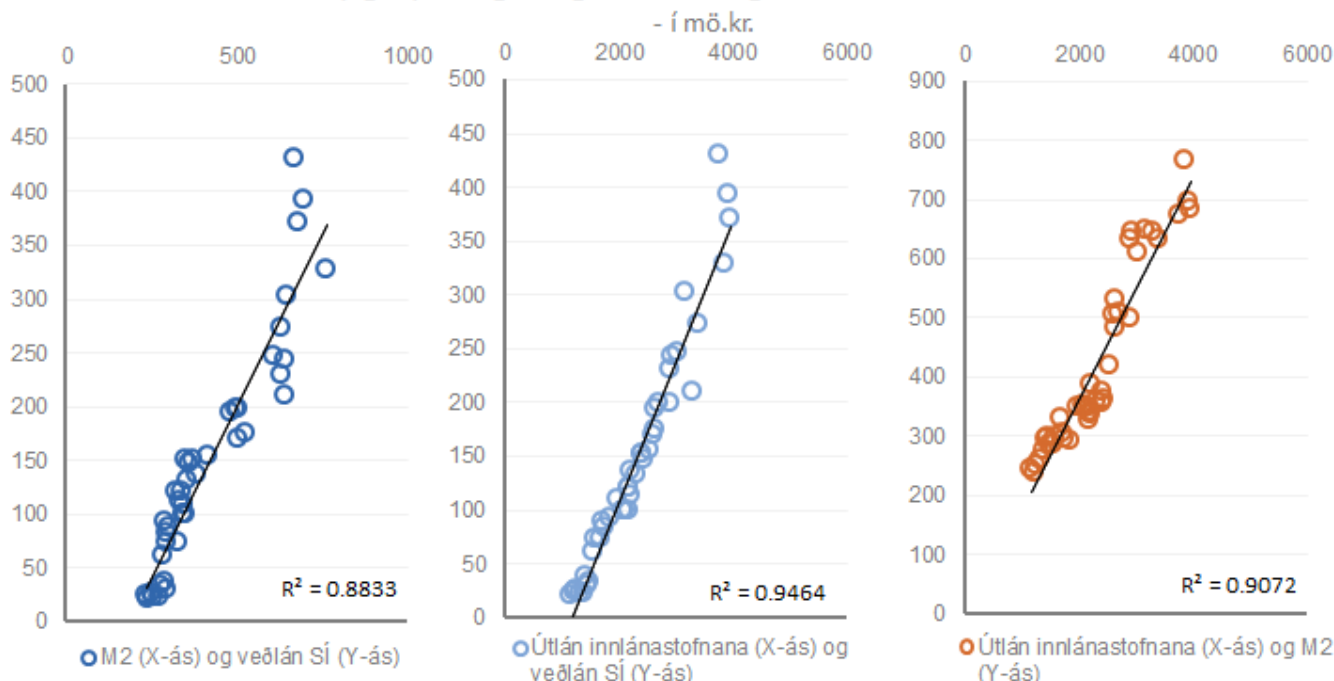
Bókhaldsfærslur vegna veðláns Seðlabanka

Seðlabanki			
Eignir		Skuldir	
Veð	+100	+100	Grunnfé (M0)

Bankakerfi			
Eignir		Skuldir	
Skuldabréf	-100		
Laust fé	+100		
Ný útlán	+1000	+1000	Innlán (M1)

Bankar þurfa að eiga laust fé á móti a.m.k. hluta skammtímaskuldbindinga sinna (t.d. óbundnum innlánnum), og þær ættu því ekki að geta orðið meiri en sem nemur margfeldi af grunnfé eða ígildi þess og andhverfu lausafjarkvaðarinnar. Þegar grunnféð var aukið skapaðist svigrúm fyrir bankakerfið til að stækka efnahagsreikninga sína, en þar sem innlán verða til samtímis útlánunum jukust bæði peningamagn í umferð og útlán samfara þessu.

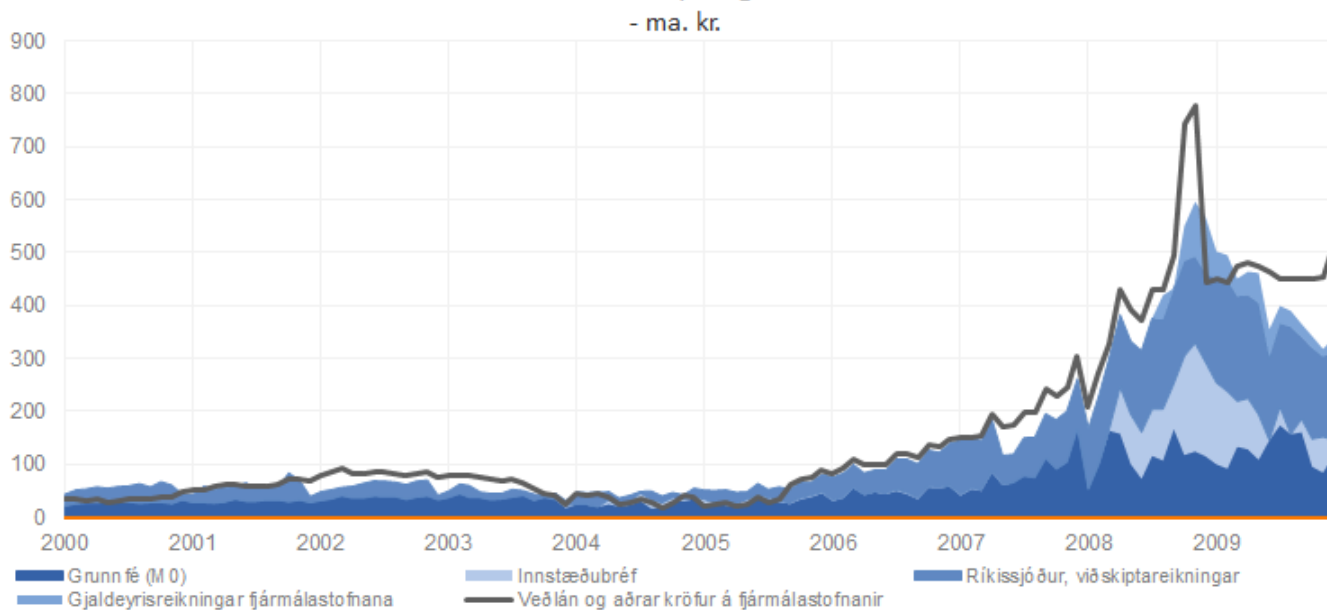
Fylgni peningamagnsstærða og útlána árin 2005-2008



Heimild: Seðlabanki Íslands, útreikningar greiningardeildar

Reyndar er rétt að taka fram að þetta virðist ekki hafa gerst með nákvæmlega þeim hætti sem lýst er hér að ofan. T.d. virðist grunnfé ekki hafa aukist fyllilega í takt við veðlán bankans, sem bendir til þess að lausaféð sem varð til í viðskiptunum hafi ekki eingöngu verið innstæður, seðlar og mynt, heldur að hluta til innstæðubréf (sem eru upp að einhverju marki ígildi grunnfjár, enda eru þau veðhæf og voru auk þess framseljanleg á árunum sem um ræðir) og jafnvel innstæður á viðskiptareikningum ríkissjóðs.

Veðlánaviðskipti og laust fé



Heimild: Seðlabanki Íslands

Undir venjulegum kringumstæðum ættu veðlánaviðskiptin að ganga til baka á einhverjum tímapunkti (þau eru stundum kölluð endurhverf viðskipti einmitt af þeim sökum) þegar bankakerfið endurgreiðir lánin með vöxtum. Þá endurheimtir bankakerfið skuldabréfin sem það lagði að veði og skilar lausafénu aftur inn í Seðlabankann, svo aukning grunnfjárens (og peningamagnsins sem leiðir mögulega af henni) ætti ekki að vera langvarandi – hún gengur til baka um leið og lánið er endurgreitt. Þetta á ekki síst við þar sem Seðlabankinn ákveður einhliða vextina sem veðlánið bera með stýrivaxtaákvörðunum sínum og á þar með að geta gert þau nægilega óaðlaðandi til að bankar dragi úr ásókn í þau. Við þetta er tvennt að athuga.

Í fyrsta lagi er kunnara en frá þurfi að segja að víxlar og skuldabréf íslensku bankanna voru veðhæf í viðskiptum við Seðlabanka Íslands, sem merkti að þeir gátu gefið út nýjar skuldir og umbreytt þeim í grunnfé fyrir milligöngu hvers annars með aðstoð veðlana Seðlabankans. Á meðan var seðlaprentunarvaldið í raun réttframselt til bankanna sjálfra, að minnsta kosti að hluta. Eins og nánar er fjallað um á næstu síðu jók þetta jafnframt áhættu bankans af lánveitingunum við kerfisfall.

Í öðru lagi vildi svo óheppilega til að þótt Seðlabankinn hafi hækkað vexti mikið á tímabilinu sem um ræðir, þá nægðu vaxtahækkarnir ekki til þess að slá á verðbólgu – með öðrum orðum var vaxtaferill bankans alltaf á eftir kúrfu. Það má deila um hvers vegna þetta var (hugsanlega var annað óhugsandi þar sem

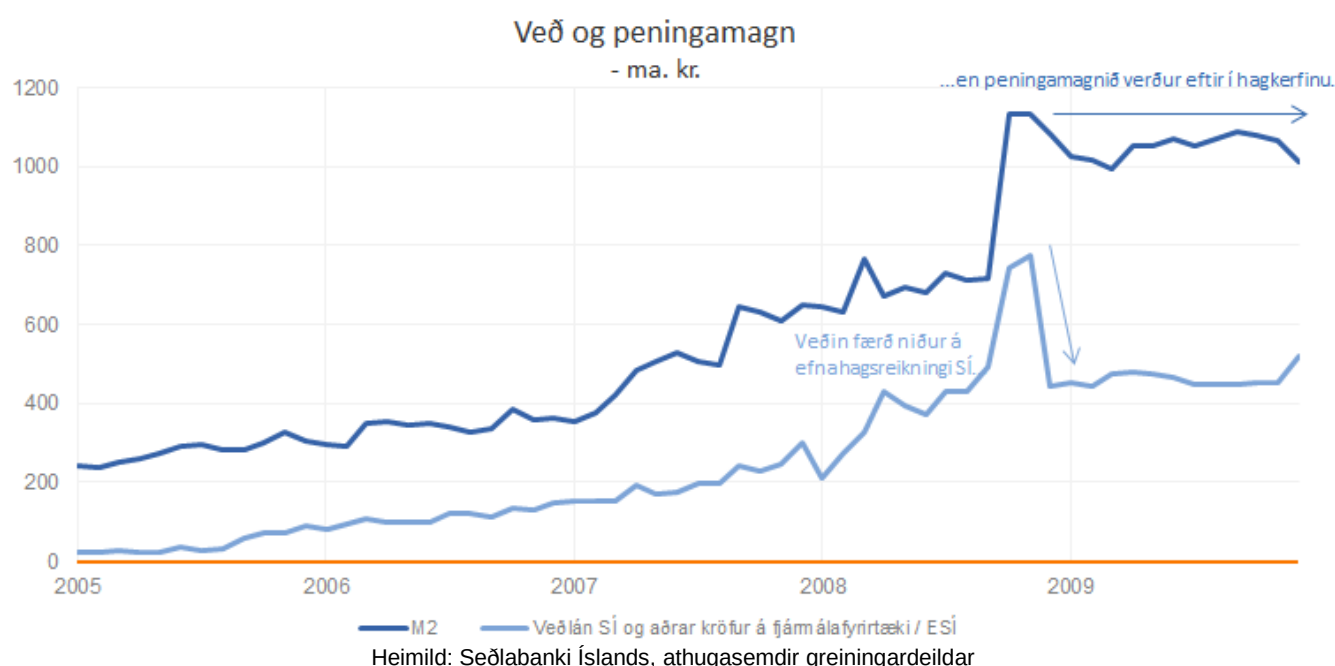
vaxtahækkanir virtust draga fjármagn að landinu vegna vaxtamunarviðskipta, þótt ekki ríki einhugur um þá skýringu), en hugsanlega átti þetta hlut í því að bönkunum þótti ekki óhagstætt að rúlla veðlánunum áfram, þar sem eign þeirra á móti voru verðtryggð útlán. Í öllu falli jókst sóknin í veðlánin í stað þess að minnka, þrátt fyrir myndarlegar vaxtahækkanir Seðlabankans.

Tildrög Seðlabankabréfsins II: Fall gömlu bankanna 2008

Með því að skylda banka til að afhenda veð á móti lausafjárstuðningi seðlabanka er ætlunin að búa til skilvirkan hemil til að sporna við ofpenslu peningamagns umfram það sem verðmætasköpun hagkerfisins réttlætir. Jafnvel þótt stakur banki geti ekki endurgreitt skuld sína við seðlabankann, og grunnféð sem sá síðarnefndi hafi búið til sé þar með týnt einhverstaðar í bankakerfinu, þá heldur seðlabankinn þó alltaf eftir eignunum sem lagðar eru að veði. Þar með á seðlabankinn alltaf að eiga þess kost að draga aftur úr peningamagninu með opnum markaðsaðgerðum – þ.e. með því að selja veðið á markaði í skiptum fyrir laust fé.

Þetta er meðal annars ástæðan fyrir því að Walter Bagehot setti fram reglu sem seðlabankar reyna að fylgja allt fram á okkar dag; að skaffa takmarkalausan lausafjárstuðning við gjaldfær fjármálafyrirtæki **gegn tryggum veðum** og við háum vöxtum. Þar með átti að draga mjög úr líkunum á seðlaprentun sem ekki væri innistæða fyrir í hagkerfinu og aukið gæti hættuna á efnahagslegum óstöðugleika.

Vandinn er sá að svo til allir bankar sem höfðu verið í veðlánaviðskiptum við Seðlabanka Íslands féllu á sama tíma. Út- og innlánin sem veðlánin voru nýtt til að fjármagna voru að stærstum hluta færð í nýja banka, en óvarðar kröfur að upphæð a.m.k. rúmlega 300 ma.kr. sem lagðar voru að veði (m.v. stöðuna 1. október 2008 – ef tekið er mið af upphæð bréfanna sem ríkið keypti úr bankanum var staðan hærri) urðu eftir í gömlu bönkunum, og urðu því eðli málsins samkvæmt verðlitlar (stór hluti krafna var hinsvegar ýmist með ríkisábyrgð eða veðtryggður, svo ekkert ætti að vera því til fyrirstöðu að þær séu notaðar til að draga úr lausu fé og peningamagni – eins og virðist vera unnið að í gegnum eignarhaldsfélag bankans).



Hefðu engar aðgerðir komið til hefði fall gömlu bankanna þýtt að eiginfjárstaða Seðlabankans yrði neikvæð svo nokkru næmi, þar sem bankinn hefði neyðst til að færa niður veðin á eignahlið efnahagsreikningsins, en grunnféð sem hann hafði skapað í viðskiptunum hefði staðið óbreytt á skuldahliðinni. Þá kemur að 175 milljarða króna spurningunni – hefði þetta skipt nokkru einasta máli?

Tildrög Seðlabankabréfsins III: Af eiginfjárstöðu Seðlabanka

Það gleymist stundum í umræðu um endurfjármögnun Seðlabanka Íslands að tæknilega var hún með öllu öþörf.

Þegar hefðbundin fjármálastofnun á borð við banka verður ógjaldfær merkir það að einhverjir lánardrottnar hennar munu ekki fá endurgreitt. Þetta stafar af því að allar skuldir banka eru innleysanlegar – með öðrum orðum þarf banki að öðru jöfnu að geta gert upp allar skuldir sínar (þó ekki í einu) með því að láta einhver verðmæti af hendi. Ef hann á ekki nægilega mikið af verðmætum á eignahlið efnahagsreikningsins er ljóst að einhverjar kröfur hans verða ekki greiddar að fullu, sem er meiriháttar praktískt rekstrarvandamál fyrir viðkomandi banka.

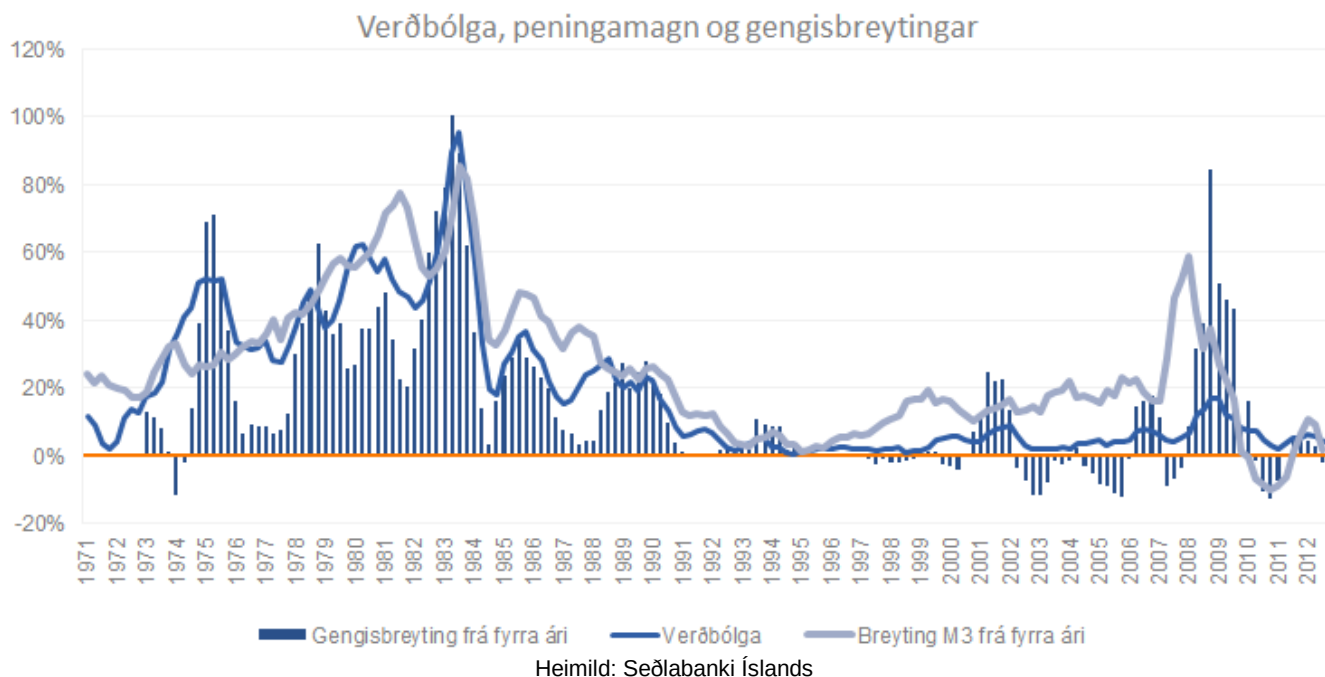
Það er hinsvegar útilokað að seðlabanki lendi í slíkum vanda því hann getur gefið út nýjar skuldir að vild, án nokkurrar innlausnarskyldu. Seðlar og mynt hafa ekki verið innleysanleg hér á landi síðan árið 1914 þegar

krónan var tekin af gullfæti og gerð að svokölluðum fiat-gjaldmiðli, sem merkir að Seðlabankinn þarf ekki að „standa við“ skuldbindingar sínar.

Þetta þýðir að hann getur strangt til tekið prentað seðla (þ.e. gefið út nýjar skuldir, hvort sem er rafrænt eða fysískt) til að ljúka uppgjöri allra skuldbindinga sinna endanlega, svo framarlega sem þær séu ekki í erlendri mynt, því enginn getur farið með íslenska seðla eða mynt í Seðlabankann og heimtað að hann afhendi sér eitthvað í staðinn. Með öðrum orðum býr seðlabanki yfir þeim einstaka eiginleika að geta endurfjármagnað sig út í hið óendanlega. Því er engin augljós ástæða fyrir því af hverju hann ætti ekki að geta gegnt öllum hlutverkum sínum með neikvæða eiginfjárstöðu þegar eðli gjaldmiðilsins er slíkt að bankinn þarf ekki að geta gert upp allar skuldir sínar. Aldrei.

En af hverju er þá litið svo á að jákvæð eiginfjárstaða Seðlabanka sé eftirsóknarverð – eða skipti yfir höfuð máli? Adair Turner, fyrrverandi forstjóri breska fjármálaeftirlitsins, hefur lýst eiginfjárkröfu seðlabanka sem svo að hún sé fyrst og fremst ætluð til að stofnanabinda einhvern hemil á peningaprentun án innistæðu¹. Gagnsemi slíks hemils er augljós; hvort sem litið er til seðlaprentunar John Law í Frakklandi á 18. öld eða stjórnvalda Weimar-lýðveldisins á millistríðsárunum er ljóst að henni fylgir hættu á miklum efnahagslegum og samfélagslegum óstöðugleika², enda er óhófleg aukning peningamagns til þess fallin að rýra verðmæti gjaldmiðils. Íslenska hagkerfið hefur ekki farið alveg varhluta af þessu.

Þótt flestir séu í dag sammála um að hin fleyga fullyrðing Miltons Friedman um að verðbólga sé alltaf og allsstaðar peningalegs eðlis haldi ekki prósent fyrir prósent, þá er hún afskaplega gagnleg til að skýra langvarandi eða óhóflega rýrnun gjaldmiðils. T.d. hefur mikil verðbólga á Íslandi eða gengisfall krónunnar aldrei komið fram nema samfara, eða að undangenginni, mikilli aukningu peningamagns. Af svipuðum sökum fylgir Seðlabanki Evrópu t.d. peningamagnsviðmiði ekki síður en vaxtareglum – hinni svokölluðu tveggja stólpa nálgun (e. two pillar approach) – til að auka traust á peningastefnuna. Hinsvegar hefur verið nokkuð grunnt á slíkri nálgun við íslenska peningamálastjórn.



Útgáfa Seðlabankabréfsins I: Praktísk þýðing

Seðlabankabréfið var semsagt gefið út til þess að koma í veg fyrir að virðisrýrnun veðlánakrafna Seðlabankans kæmi fram í neikvæðri eiginfjárstöðu. Í desember 2008 yfirtók ríkissjóður veðlán fjármálafyrirtækja af Seðlabankanum að bókfærðu virði 345 ma. kr. og gaf út 270 ma. skuldabréf á móti. Árið eftir keypti bankinn veðlánin svo til baka á 134 ma. og greiddi fyrir með lækkun skuldabréfsins, en kröfurnar voru settar í sérstakt félag, Eignasafn Seðlabanka Íslands³. Mismunurinn var afskrifaður, og rúmlega það. Þessar hreyfingar má sjá hér að neðan.

¹ Central banks' solvency constraints are not absolute technical limits but political economy "commitment devices" designed to place the creation of fiat money within tight limits. Sjá [Debt, Money and Mephistopheles](#) e. Adair Turner.

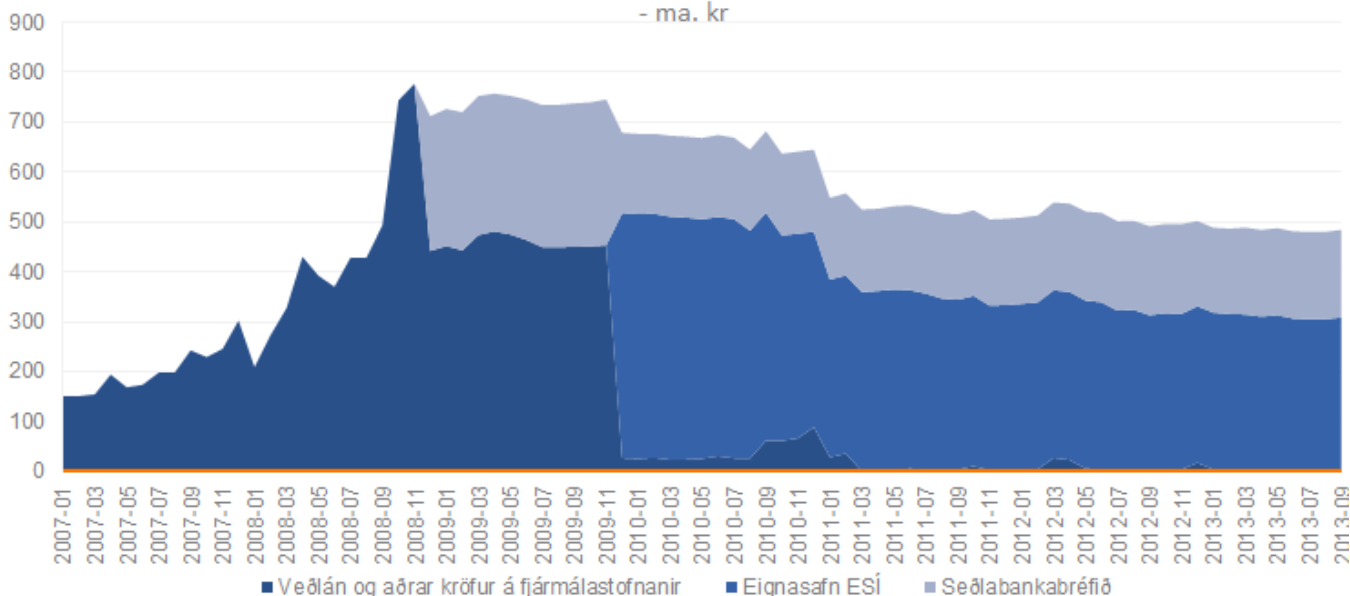
² Kaminsky og Reinhart (o.fl.) komust einnig að því að ör vöxtur peningamagns væri mikilvæg vísbending um hvoru tveggja banka- og gjaldeyriskrísu. Sjá [The Twin Crises](#).

³ ESI vinnur nú að því að innheimta eignirnar og greiða niður skuldir gagnvart Seðlabankanum og vinda þar með ofan af aukningu peningamagns sem varð í aðdraganda falls gömlu bankanna.

Breytingar á verðbréfi ríkissjóðs greinast þannig (þús.kr.):			Gjaldfallin veðlán greinast þannig:		
	2009	2008		2009	2008
Staða í upphafi árs	270.005.388	0	Staða í upphafi árs	333.491.781	0
Kaup á árinu	0	270.005.388	Gjaldfallin veðlán á árinu	117.269.848	678.496.781
Verðbætur	23.303.301	0	Veðlán keypt af ríkissjóði	134.000.000	0
Greiddir vextir	(5.265.887)	0	Bókfært verð veðlána seld ríkissjóði	0	(95.102.000)
Áfallnir vextir	7.099.067	0	Virðisrýrnun veðlánakrafna	(22.073.493)	(249.903.000)
Greiddsla	(134.000.000)	0	Afborganir og gengismunur	(72.074.117)	0
Staða í lok árs	161.141.869	270.005.388	Staða í lok árs	490.614.019	333.491.781

Valdir liðir á efnahagsreikningi SÍ frá ársbyrjun 2007

- ma. kr



Heimild: Seðlabanki Íslands, útreikningar greiningardeildar

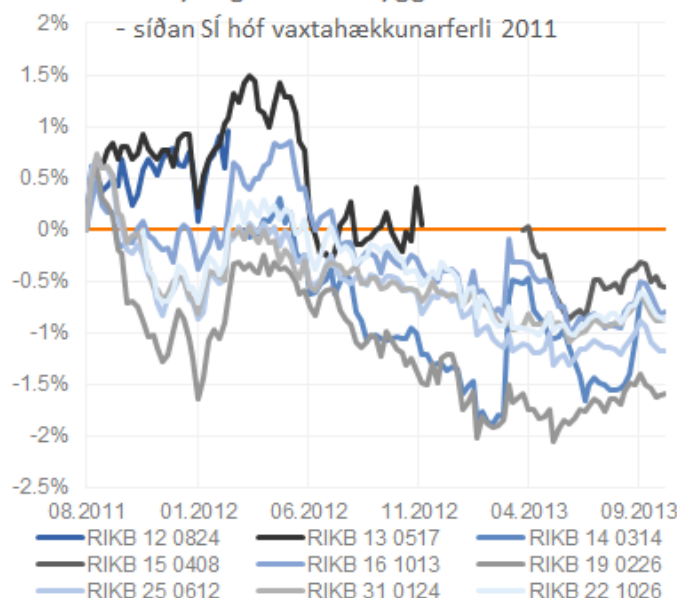
Útgáfa Seðlabankabréfsins II: Peningapólitísk þýðing

En hver er þá peningapólitísk þýðing aðgerðarinnar? Af öllu ofansögðu töldu ætti að blasa við að með útgáfu bréfsins heiðraði ríkisstjórn Íslands þá stofnun, þann hemil á seðlaprentun, sem eiginfjárstöðu Seðlabanka er ætlað að þjóna og skuldbatt ríkissjóð um leið til þess að vinda ofan af hinni ósjálfbæru þenslu peningamagns sem leiddi af lausafjárstuðningi bankans árin 2005-2008. Þannig fól bréfið fyrst og síðast í sér loforð um að ríkissjóður myndi draga peningamagn úr umferð með skattheimtu, og skila því upp í Seðlabankann með endurgreiðslu bréfsins.

Hefði bréfið verið gert markaðshæft hefði þessi mekanismi ekki verið bundinn við endurgreiðslu bréfsins eins og nú er, heldur hefði Seðlabankinn getað dregið peningamagn úr umferð með opnum markaðsaðgerðum eftir geðþótta, þ.e. með því að selja bréfið. Eftir á að hyggja hefði það ekki verið alvitlaust, enda eru ýmis merki um að lausafjárnótt á fjármálamörkuðum sé farin að valda miðlun peningastefnunnar vandræðum – eins og greiningardeild hefur margoft fjallað um. Til dæmis hefur ávöxtunarkrafa allra skuldabréfaflokka, bæði verðtryggðra og óverðtryggðra, þrýstst niður frá haustinu 2011, þrátt fyrir að Seðlabankinn hafi hækkað stýrivexti um 175 punkta á tímabilinu.

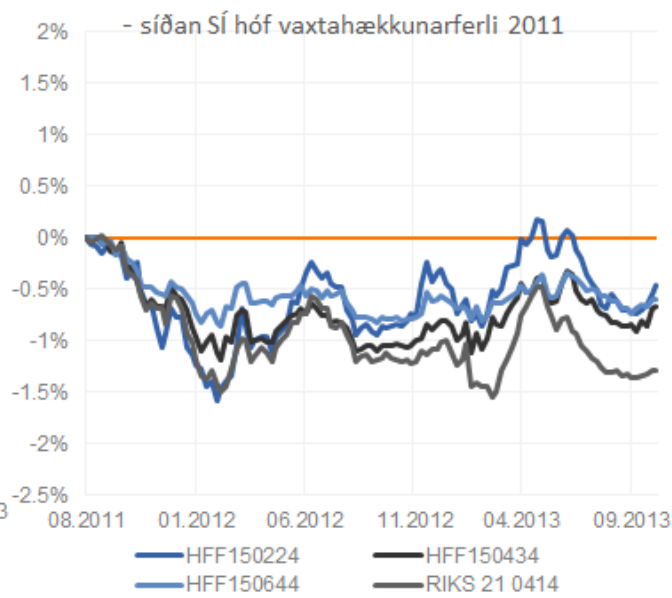
Breyting á óverðtryggðri kröfu

- síðan SÍ hóf vaxtahækkunarferli 2011

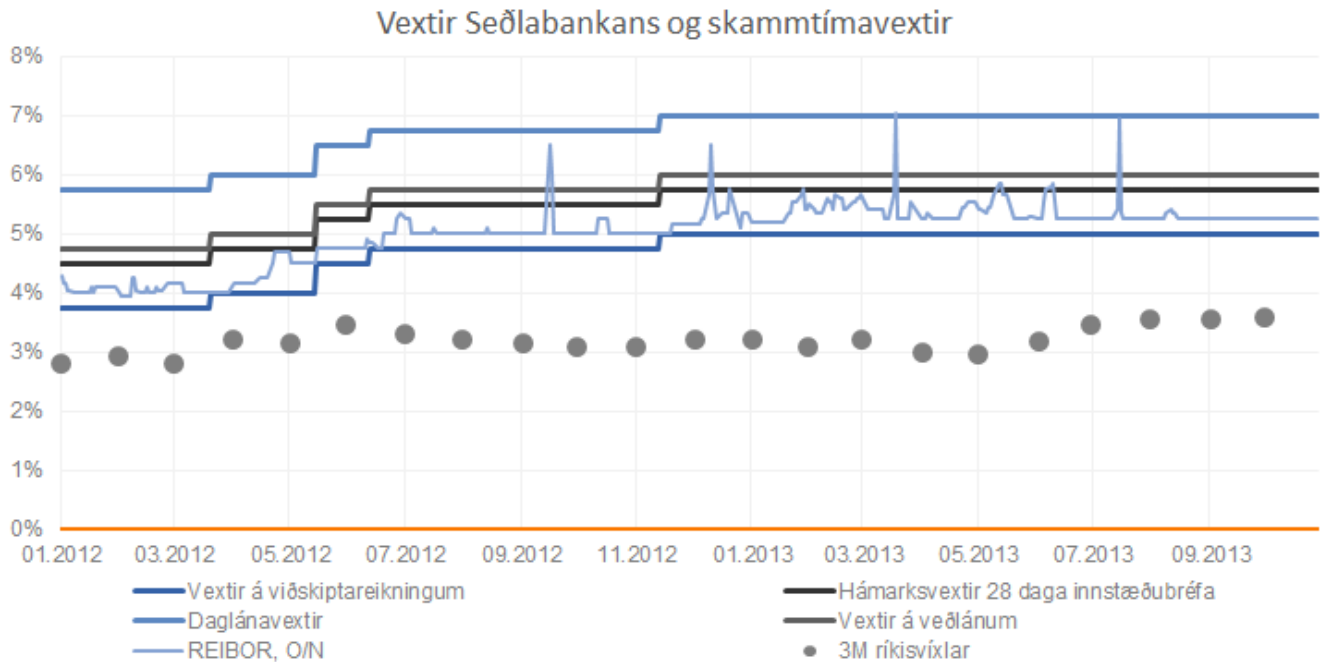


Breyting á verðtryggðri kröfu

- síðan SÍ hóf vaxtahækkunarferli 2011



Svipaða sögu er að segja af millibankamarkaði, en millibankavextir til einnar nætur hafa knúsað gólf vaxtagangsins undanfarin ár. Þá hafa vextir á þriggja mánaða ríkisvixlum legið langt undir vaxtagangi Seðlabankans, og ekkert hækkað þrátt fyrir vaxtahækkunarferli bankans. Nærtækasta skýringin á þessari takmörkuðu leiðni vaxtaákvæðana bankans eru hreinræktuð lausafjárhrif, en Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn hefur t.a.m. margítrekað að bankinn þurfi að stýra lausu fé í fjármálakerfinu betur til að hafa áhrif á vaxtarófið.



Heimild: Seðlabanki Íslands, útreikningar greiningardeildar

Niðurstaða: Niðurfærsla Seðlabankabréfsins er ótvíræð peningaleg slökun

Í nýjustu yfirlýsingu peningastefnunefndar Seðlabankans er lýst áhyggjum af því að verði bankanum afhent nýtt og verðminna bréf í skiptum fyrir það gamla, þá geti það talist sem peningaleg fjármögnun ríkissjóðs og feli því í sér peningalega slökun. Í ljósi alls sem að ofan er ritað getum við ekki annað en tekið heilshugar undir þessa athugasemd.

Við myndum jafnvel vilja ganga lengra og fullyrða að hvernig sem á það er litið, þá feli allur afsláttur af endurgreiðslu bréfsins í sér peningalega slökun. Skilaboð stjórnvalda sem ekki vilja greiða bréfið að fullu eru ljós; að ekki verði undið ofan af lausafjárgnóttinni sem hrjáir hagkerfið og leiðir af ósjálfbærri þenslu peningamagns í aðdraganda haustsins 2008, líkt og bréfið segir til um. Slík skilaboð eru óheppileg – sérstaklega fyrir gjaldmiðil á borð við krónuna sem á sér því miður langa sögu rýrnunar og glímur því við takmarkað traust.

Greiningardeild Arion banka

Elvar Ingi Möller
elvar.moller@arionbanki.is
444-6981

Erna Sverrisdóttir
ema.sverrisdottir@arionbanki.is
444-6991

Fannar Jónsson
fannar.jonsson@arionbanki.is
444-6962

Hafsteinn Hauksson
hafsteinn.hauksson@arionbanki.is
444-6993

Stefán Broddi Guðjónsson, ábm.
stefan.gudjonsson@arionbanki.is
444-6959

[Hér má finna fyrirvara](#)