

Gjaldeyrisforði seðlabanka

Gjaldeyrisforði seðlabanka heimsins hefur vaxið umtalsvert á undanförunum árum. Í þessari grein verður greint frá helstu ástæðum ríkja fyrir forðahaldi. Engin ein ástæða virðist ráðandi fyrir forðahaldi og ekkert eitt viðmið er haft í huga þegar ákveða á æskilega stærð gjaldeyrisforðans. Hér á landi hefur svokölluð þriggja mánaða vöruinnflutningsregla verið höfð til hliðsjónar við ákvörðun á lágmarksstærð forðans, en það viðmið hefur þó ekki verið einhlítt. Þrátt fyrir að gjaldeyrisforði Seðlabanka Íslands hafi stækkað mikið á síðustu þremur árum er hann langt frá því að vera stór í hlutfalli við ýmsar algengar viðmiðunarstærðir.

Inngangur

Í handbók um greiðslujöfnuð sem er gefin út af Alþjóðagjaldeyris-
sjóðnum má finna eftirfarandi skilgreiningu á gjaldeyrisforða:
„Gjaldeyrisforði samanstendur af erlendum eignum sem eru undir
stjórn yfirvalda peningamála og teljast aðgengilegar í þeim tilgangi að
fjármagna beint greiðsluhalla við útlönd eða óbeint með inngrípum á
gjaldeyrismarkaði til þess að hafa áhrif á gengi gjaldmiðla og/eða til
annarra þarfa.“ Til gjaldeyrisforða teljast gulleign, erlendur gjaldeyris-
og aðrar markaðshæfar eignir í erlendri mynt. Í flestum tilfellum eru það
seðlabankar sem varðveita og ávaxta gjaldeyrisforða og þannig er því
háttáð hér á landi. Í gjaldeyrisforða ríkja heimsins er Bandaríkjadalur
langfyrirferðarmestur og skv. ársskýrslu Alþjóðagjaldeyrissjóðsins fyrir
árið 2004 var hlutfall hans um 66% í lok þess árs.

Flest ríki heims halda gjaldeyrisforða. Ástæður forðahaldsins
geta þó verið mismunandi og engin ein aðferð er ráðandi við ákvörðun
viðmiða fyrir stærð gjaldeyrisforða. Í árslok 2004 er talið að seðla-
bankar hafi átt jafnvirði um 3,8 þúsunda milljarða Bandaríkjadala í
gjaldeyrisforða og fer sú fjárhæð sífellt hækkandi (Rozanov (2005)).
Ýmis nýmarkaðsríki í Asíu hafa aukið gjaldeyrisforða sinn gífurlega
á undanförunum árum og virðist ekkert lát vera á. Meðal iðnríkjanna
hefur ekki verið um að ræða almenna aukningu þótt á því séu undan-
tekningar.

Almennt eru ekki fyrir hendi skilgreind markmið hjá ríkjum um
lágmarks-, hámarks- eða æskilega stærð gjaldeyrisforða. Í megin-
atriðum hafa þó hugmyndir um stærð forða í gegnum tíðina verið
af þrennum toga. Fram undir miðja síðustu öld voru ríkjandi þau
sjónarmið að stærð forða tengdist peningamagni í umferð. Það var
á þeim tíma þegar gullfótur var við lýði, svipað og nú tíðkast meðal
ríkja sem búa við myntráð. Um miðja síðustu öld var farið að tengja
viðmiðanir um stærð gjaldeyrisforða við umfang milliríkjavíðskipta
og voru slíkar mælingar þróaðar fram á níunda áratuginn. Ráðandi
sjónarmið var að forðinn dygði til að bregðast við sveiflum í
viðskiptajöfnuði enda var genginu haldið föstu (Bretton-Woods-

1. Haukur er sérfræðingur á alþjóðasviði Seðlabanka Íslands og lektor við viðskipta- og
hagfræðideild Háskóla Íslands. Sturla er staðgengill framkvæmdastjóra á alþjóðasviði
Seðlabanka Íslands. Höfundar vilja þakka Jakobi Gunnarsyni, Jóni Þ. Sigurgeirssyni og
Þórunni G. Péturssyni fyrir gagnlegar ábendingar. Þær skoðanir sem hér koma fram eru
höfundanna og þurfa ekki að endurspegla skoðanir Seðlabanka Íslands.

Rammagrein 1

Forðahald Seðlabanka Íslands

Í lögum nr. 36/2001 um Seðlabanka Íslands er í 4. og 20. grein fjallað um gjaldeyrisforðann.

„4.gr.

Seðlabanki Íslands skal sinna viðfangsefnum sem samrýmast hlutverki hans sem seðlabanka, svo sem að varðveita gjaldeyrisvarasjóð og að stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, þ.m.t. greiðslukerfi í landinu og við útlönd.“

„20. gr.

Seðlabanki Íslands varðveitir gjaldeyrisvarasjóð í samræmi við markmið og hlutverk bankans. Bankastjórn setur starfsreglur um varðveislu gjaldeyrisvarasjóðsins sem bankaráð staðfestir, sbr. 28. gr.

Seðlabankanum er heimilt að taka lán til að efla gjaldeyrisvarasjóðinn. Honum er jafnframt heimilt að taka þátt í samstarfi erlendra seðlabanka og alþjóðlegra banka- eða fjármálastofnana um lánveitingar til að efla gjaldeyrisvarasjóð þátttakenda.“

Í lögunum er ekki tiltekið hvert hlutverk gjaldeyrisforðans skal vera. Í frumvarpi því sem varð að lögum um Seðlabankann 2001 sagði í skýringum við 4. gr. að viðfangsefni flestra seðlabanka væri að varðveita gjaldeyrisvarasjóð þjóðar sinnar en hlutverk hans væri m.a. að tryggja fjárhagslegt öryggi þjóðarinnar út á við. Bankastjórn Seðlabankans setur nánari reglur um varðveislu og ávöxtun gjaldeyrisforðans í bankastjórnarsamþykktum auk þess sem þær fjalla um það hver skuli vera lágmarksstærð gjaldeyrisforðans og gjaldmiðlaskipting hans.

kerfið). Eftir að Bretton-Woods-kerfið leið undir lok snemma á áttunda áratugnum og fjármagnsflutningar á milli landa urðu frjálstari var einnig farið að líta á fjármagnshreyfingar á milli landa sem viðmið við æskilega stærð forða og þá einkum meðal nýmarkaðsríkja. Horft var til þess að forði gæti dugað til að mæta fjárhagsskuldbindingum þjóðarbús, t.d. skammtímaskuldum, afborgunum langtímalána og fjármögnun viðskiptahalla næstu 12 mánuði. Slíkar viðmiðanir eru einkum taldar eiga við ríki sem gætu átt á hættu að aðgangur þeirra að erlendu lánsfé lokaðist um lengri tíma, t.d. ef lánardrottinnar og fjárfestar misstu tiltrú á viðkomandi ríkjum. Þessi hugsun spratt upp í kjölfar alvarlegrar fjármálakreppu í nýmarkaðsríkjum á níunda og tíunda áratug liðinnar aldar. Slík viðmið eiga síður við meðal þróaðri ríkja með fljótandi gengi með greiðan aðgang að alþjóðlegum fjármálamörkuðum. Þrátt fyrir ýmis sjónarmið eru eins og fyrr segir engin einhlít viðmið um ákvörðun á stærð forða.

Tilgangur ríkja með forðahaldi

Margt hefur verið skrifað um tilgang þess að halda gjaldeyrisforða, (sjá t.d. Archer og Halliday (1998), Nugée (2000), Williams (2003) og Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (2004)). Segja má að tvö sjónarmið séu ríkjandi, þ.e. annars vegar peningastefnusjónarmið og hins vegar öryggissjónarmið en telja má að þau hafi bæði legið beint og óbeint að baki forðahaldi á Íslandi.

Peningastefnusjónarmið

Gjaldeyrisforði gegnir mikilvægu hlutverki fyrir ríki með fastgengisstefnu. Seðlabanki sem rekur fastgengisstefnu þarf að eiga viðskipti með heimamýntina á gjaldeyrismarkaði til að jafnvægi verði á milli eftirspurnar og framboðs og gengið haldist fast eða innan vikmarka fastgengisstefnunnar þegar þeim er til að dreifa. Til að stunda þessi viðskipti þarf seðlabankinn að halda gjaldeyrisforða og sé hann nægilega stór styður það trúverðugleika fastgengisstefnunnar. Ríki með flotgengisstefnu ættu að jafnaði að komast af með minni gjaldeyrisforða þar sem ekki þarf inngrip til að verja gengi gjaldmiðilsins.

Þeirri spurningu hefur verið varpað fram hvort lönd með fljótandi gengi þurfi yfir höfuð að halda gjaldeyrisforða út frá peningastefnusjónarmiðum. Það er ekki augljóst en þó má hugsa sér að seðlabanki gæti ákveðið að grípa inn í gjaldeyrismarkaðinn telji hann jafnvægisraungengið verulega frábrugðið markaðsgenginu eða ef stórar og skyndilegar gengissveiflur ógna eðlilegum viðskiptum á markaðinum. Einnig gæti seðlabanki talið æskilegt að grípa inn í gjaldeyrismarkaðinn til að hamla gegn verðbólgu sem stafar af hækkandi innflutningsverði vegna veikingar gjaldmiðils viðkomandi lands. Jafnvel þótt ríki með fljótandi gengi ákveði að grípa alls ekki inn í gjaldeyrismarkað og forðahald sem stýritæki í peningastjórnun sé ónauðsynlegt þá gæti verið æskilegt að halda forða þar sem markaðsaðilar og lánshæfisfyrirtæki líta gjarnan svo á að það auki trúverðugleika peningastefnunnar. Á Norðurlöndunum er ein af ástæðum fyrir forðahaldi talin vera stuðningur við peningastefnu þrátt fyrir að peningastefna þeirra sé ólík. Finnland á aðild að Efnahags- og myntbandalagi Evrópu. Ísland, Noregur og Svíþjóð hafa verðbólguarmið og Danmörk rekur fastgengisstefnu gagnvart evrunni.

Þegar íslenskur fjármálamarkaður tók að þróast og virkur gjaldeyrismarkaður varð til breyttist hlutverk forðans og hann varð stýritæki við stjórn peningamála í samræmi við þáverandi fastgengisstefnu. Það birtist t.d. í því að Seðlabankinn nýtti forðann til inngripa á gjaldeyrismarkaði á árunum 2000 og 2001 í þeim tilgangi að jafna sveiflur á gengi krónunnar og halda henni innan vikmarka fastgengisstefnunnar. Eftir að umgjörð peningastefnunnar var breytt snemma árs 2001 og gengi krónunnar látið ráðast af framboði og eftirspurn á markaði hefur Seðlabankinn fyrst og fremst átt viðskipti á gjaldeyrismarkaði með það fyrir augum að byggja upp trúverðugan gjaldeyrisforða og til þess að geta séð ríkissjóði fyrir gjaldeyri til greiðslu vaxta og afborgana af erlendum lánnum. Í yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og bankans í mars 2001 var raunar tekið fram að bankinn gæti gripið inn í gjaldeyrismarkaðinn teldi hann það nauðsynlegt til þess að stuðla að markmiðinu um verðbólgu eða ef hann teldi að gengissveiflur gætu ógnað fjármálegum stöðugleika. Þó má segja að eftir að fastgengisstefnan var aflögð og meginmarkmið peningastefnu Seðlabankans varð að halda verðlagi stöðugu hafi þörf bankans fyrir gjaldeyrisforða frá sjónarhóli peningastefnunnar minnkað.

Öryggissjónarmið

Þjóðríki leitast við að eiga varasjóð til að mæta hugsanlegum áföllum, svo sem óvæntum sveiflum á viðskiptajöfnuði, breytingum á aðgangi að lánsfé á erlendum mörkuðum eða sem tryggingarsjóð gegn náttúruhamförum. Gjaldeyrisforði hefur þannig það hlutverk að tryggja að nægilegt fé sé til taks til að draga úr áhrifum skyndilegra áfalla.

Á síðustu áratugum hefur verið leitast við að halda stærð gjald-eyrisforða Seðlabanka Íslands nálægt fjárhæð sem nemur u.þ.b. þriggja mánaða vöruinnflutningi án skipa og flugvéla. Fyrr á árum var því einkum litið á forðann sem varasjóð til að tryggja greið viðskipti við útlönd, en tekjur útflutningsatvinnuvega voru mjög sveiflukenndar auk þess sem landið var aðili að Bretton-Woods- fastgengiskerfinu. Forðinn átti að geta mætt sveiflum í inn- og útflutningi. Þessu hefur verið líkt við reiðufjárþörf einstaklinga og fyrirtækja sem þurfa að hafa fé handbært til að standa straum af daglegum rekstrarútgjöldum. Forðann væri því hægt að nota til þess að jafna inn- og útstreymi gjaldeyris við óvæntar aðstæður.

Almennt séð er eitt af markmiðunum með forðahaldi að sjá til þess að gjaldeyrismarkaður sé starfhæfur og að hægt sé að grípa inn í hann ef markaðsbrestur verður. Ónógur gjaldeyrisforði gæti orðið kveikja að spákaupmennskuárás á íslensku krónuna, sérstaklega ef fjárfestar tryðu því að Seðlabankinn gripi inn í markaðinn á einhverju stigi. Flotgengisstefna dregur hins vegar verulega úr líkum á slíkri árás. Ef almennt er talið að forði sé nægilegur eykur það traust á gjaldmiðlinum og getur dregið úr líkum á skyndilegum fjárflóttu. Vaxandi fjárfesting erlendra aðila í innlendum verðbréfum hefur hækkað þá fjárhæð sem hugsanlega gæti horfið í einni svipan ef trú þeirra á gjaldmiðilinn brysti. Svipuð röskun á markaði gæti orðið fyrir tilstilli innlendra fjárfesta og yrði slík hreyfing síst minni.

Snöggar breytingar hafa oft orðið á alþjóðlegum gjaldeyris-mörkuðum og gengi gjaldmiðla hækkað eða lækkað skarpt á skömmum tíma. Kveikjan að slíku gæti t.d. verið birting óvæntra fréttu úr efnahagslífi viðkomandi lands. Þótt íslenski gjaldeyrismarkaðurinn sé ekki alþjóðlegur í eiginlegri merkingu og með aðeins þrjá innlenda banka sem viðskiptavaka, lýtur hann þó í grundvallaratriðum sömu lögmálum og markaðir erlendis þar sem gengi ræðst af framboði og eftirspurn. Þar sem flotgengisstefna er við lýði er seðlabanki ekki skuldbundinn til þess að bregðast við verðsveiflum á gjaldeyrismarkaði jafnvel þótt þær séu krappar.

Seðlabankinn gæti þurft að vera við því búinn að leysa ýmis vandamál sem gætu grafið undan virkni gjaldeyrismarkaðarins. Þau gætu t.d. komið upp vegna brotthvarfs viðskiptavaka, ef markaðurinn þornaði upp, ef munur kaup- og sölutilboða yrði óeðlilega mikill eða vegna annarra óvæntra áfalla. Seðlabankinn gæti skyndilega þurft að leika stærra hlutverk í daglegum viðskiptum á millibankamarkaði og tryggja að viðskipti með íslensku krónuna stöðvist ekki. Að öðrum kosti gæti hlotist af röskun sem gæti grafið undan fjármálegum stöðugleika. Til beinna inngripa kæmi þó væntanlega aðeins ef bankinn teldi það nauðsynlegt til þess að stuðla að markmiðinu um verðbólgu eða ef hann teldi að gengissveiflur gætu ógnað fjármálegum stöðug-

leika, sbr. yfirlýsingu ríkisstjórnarinnar og bankans frá mars 2001 sem áður er getið.

Til viðbótar því sem að framan er sagt má líta á gjaldeyrisforðann sem varasjóð til að mæta áföllum á markaði, t.d. lausafjávanda fjármálafyrirtækja af völdum erfiðleika við endurfjármögnun erlendra skulda. Slíkan vanda mætti e.t.v. leysa með neyðarlánum. Erfitt gæti reynst að ákveða undir hvaða kringumstæðum grípa mætti til aðgerða af þessu tagi. Ákvörðun um stærð forða út frá þessu sjónarmiði gæti kallað á freistnivanda (e. moral hazard) og seðlabankar gefa almennt ekki yfirlýsingar um að slík trygging geti verið fyrir hendi.

Í lögum um Seðlabanka Íslands segir að þegar sérstaklega stendur á og bankinn telur þess þörf, til að varðveita traust á fjármálakerfi landsins, geti hann veitt lánastofnunum í lausafjávanda ábyrgðir eða önnur lán á sérstökum kjörum gegn tryggingum eða öðrum skilyrðum sem bankinn setur. Slík fyrirgreiðsla væri háð ströngum skilyrðum og óheimil nema tryggt væri að ekki væri um eiginfjávanda að ræða í viðkomandi stofnun eða stofnunum. Seðlabankanum er sem sagt heimilt að veita lán með skilyrðum þegar um er að ræða lausafjávanda t.d. til að koma í veg fyrir að lánstraust fjármálakerfisins bíði hnekki sem gæti orsakað viðtækari fjármálakreppu. Þó er skýrt að þessar heimildir veita ekki allsherjartryggingu fyrir fjármálakerfið og ættu sjónarmið um það alls ekki að vera leiðandi við ákvörðun um stærð forða. Íslenskur fjármálamarkaður er í örum vexti. Erlendar skuldir bankanna hafa vaxið ört og um leið mikilvægi þess að njóta aðgangs að erlendu lánsfé.

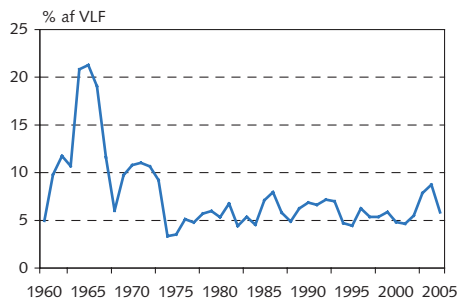
Það hlutverk forðans að vera til reiðu ef efnahagsleg áföll raska venjulegum viðskiptum og tekjustreymi er ein af forsendunum fyrir lánstrausti ríkissjóðs. Stærð forðans hefur því áhrif á lánshæfismat ríkissjóðs. Fyrirtækin þrjú sem meta lánshæfi íslenska ríkisins (Moody's, S&P og Fitch) hvöttu öll til þess á sínum tíma að erlend staða Seðlabankans yrði styrkt til muna í kjölfar þess að verulegum fjárhæðum hafði verið varið til þess að hamlu gegn hraðri lækkun á gengi krónunnar á árunum 2000 og 2001. Bankinn reiddi sig á þeim tíma á erlend skammtímalán til þess að halda gjaldeyrisforðanum yfir tilgreindri lágmarksstærð sem þýddi að erlend staða bankans (hreinn gjaldeyrisforði) rýrnaði. Lánshæfismatsfyrirtækin hafa þó ekki kveðið upp úr um hver sé æskileg stærð forðans. Ljóst er að ákveðinn lágmarksforði verður að vera til staðar til að viðhalda lánstrausti ríkissjóðs á erlendum mörkuðum og þar með aðgengi hans og annarra innlendra fyrirtækja, þ.m.t. banka, að erlendu lánsfé.

Önnur sjónarmið

Á Íslandi og víðar er gjaldeyrisforða ætlað að tryggja að nægilegur sjóður sé til taks til þess að mæta greiðslum vegna erlendra skuldbindinga ríkissjóðs. Í löndum þar sem gjaldeyrismarkaður er grunnur og kaup viðkomandi ríkis á gjaldeyri í skiptum fyrir innlenda mynt geta haft töluverð áhrif á innlenda gjaldeyrismarkaðinn er nauðsynlegt að hafa gjaldeyrisforða sem getur þá virkað sem sveiflujöfnunartæki þegar greiða þarf vexti eða afborganir af erlendum lánnum ríkissjóðs viðkomandi lands.

Mynd 1

Gjaldeyrisforði sem hlutfall af
vergri landsframleiðslu 1960-2005¹

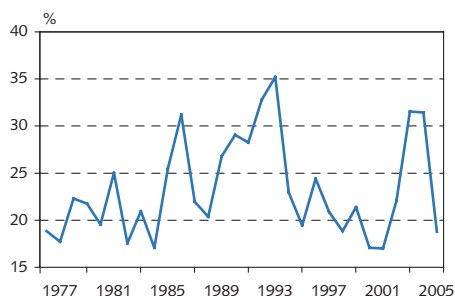


1. Ætlan 2005.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF) og útreikningar höfunda.

Mynd 2

Gjaldeyrisforði í hlutfalli af
vöruinnflutningi (fob) 1976-2005¹

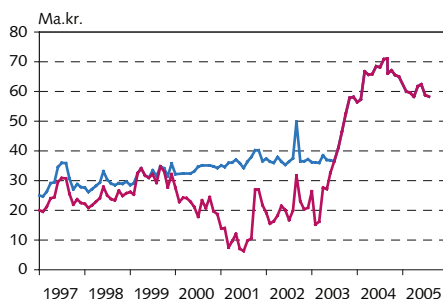


1. Ætlan 2005.

Heimildir: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF) og útreikningar höfunda.

Mynd 3

Vergur og hreinn gjaldeyrisforði
janúar 1997 - ágúst 2005



— Vergur gjaldeyrisforði
— Hreinn gjaldeyrisforði

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Seðlabankinn hefur m.a. haft það hlutverk að sjá ríkissjóði fyrir gjaldeyri til að standa straum af afborgunum og vöxtum af erlendum lánum auk annars erlends kostnaðar ríkissjóðs. Fyrr á árum var talið mikilvægt að hafa varasjóð til þess að tryggja hnökralaus viðskipti og einnig til þess að geta mætt erfiðum tímabilum á erlendum lánsfjármörkuðum. Á síðari árum hafa erlendir markaðir þróast og jafnframt hefur aðgangur ríkissjóðs að erlendum fjármálamörkuðum batnað vegna hækkandi lánsþæfismats. Ríkissjóður hefur nú greiðan aðgang að mörkuðum og eru hverfandi líkur á að hann lokist til langs tíma. Ríkissjóður hefur greitt niður erlend lán sín á undanförunum misserum og skuldastaða hans batnað verulega og styrkir það stöðu hans sem lántakanda enn frekar.

Stór hluti eigin fjár seðlabanka er bundinn í gjaldeyrisforða. Vaxtatekjur nýtast því til að standa straum af kostnaði við rekstur seðlabanka og dæmi eru um að ríki nefni það sem eina af ástæðum forðahalds.

Kostnaður við forðahald

Forðahaldi fylgir bæði kostnaður og áhætta. Þegar fjallað er um gjaldeyrisforða hættir mönnum oft til að hugsa eingöngu um forðann sem eignasafn en gleyma skuldahliðinni, þ.e. fjármögnun forðans. Í grundvallaratriðum eru þrjár leiðir til að fjármagna forðahald (Nugée (2000)). Þær eiga það sammerkt sem útgangspunkt að eðlilegt sé að ríkisvaldið eigi eingöngu eignir í innlendum gjaldmiðli. Til að eignast gjaldeyrisignir er í raun tekin sú ákvörðun að eiga ekki eignir í innlendum gjaldmiðli og með því fórnað þeim arði sem felst í fjárfestingu í innviðum eigin samfélags en það er eitt af meginhlutverkum ríkisvalds á hverjum stað. Gjaldyrisforði er ýmist fjármagnaður með erlendri lántöku, gjaldeyrissektasamningum eða einfaldlega með kaupum á erlendum gjaldeyri fyrir innlendan gjaldmiðil.

Algengast er að kostnaður við forðahald sé skilgreindur sem mismunurinn á ávöxtun áhættulausrar fjárfestinga t.d. bandarískum, þýskum og breskum ríkisskuldabréfum og þeim kjörum sem ríkissjóður viðkomandi lands nýtur. Ástæðan er sú að óbeint er gjaldeyrisforðinn fenginn með erlendu lánsfé þannig að með því að auka forða aukast skuldir ríkisins á móti. Forðahaldi fylgir því fórnarkostnaður þess að halda forða í stað þess að nýta hann til að greiða niður erlendar skuldir ríkissjóðs. Þær tekjur sem verða af forðahaldi umfram áhættulausa ávöxtun eru umbun fyrir tekna áhættu og koma því ekki til frádráttar kostnaði við forðahald. Hins vegar má benda á að ef enginn forði væri til staðar þá myndi kostnaður við öflun lánsfjár að öllum líkindum vera almennt hærri.

Íslenski gjaldeyrisforðinn og ýmsar viðmiðanir

Gjaldeyrisforði Seðlabanka Íslands nam í lok ágúst 2005 58,3 ma. kr. Gera verður skýran greinarmun á hreinum gjaldeyrisforða annars vegar og vergum gjaldeyrisforða hins vegar þótt sá munur sé lítill í dag. Hreinn gjaldeyrisforði er skilgreindur sem vergur gjaldeyrisforði að frádrögnum erlendum skammtímalánum og erlendum innlámum. Innlán í Seðlabankanum eru nær eingöngu frá ríkissjóði en erlendum

gjalddeyrisreikningum bankanna í Seðlabankanum var lokað á árinu 1997.

Þegar gjalddeyrisforði fór niður fyrir það lágmark sem sett var fram í bankastjórnarsamþykkt um gjalddeyrisforða voru á árum áður tekin lán til að brúa bilið. Mismunurinn á hreinum gjalddeyrisforða og vergum skýrist aðallega af þessum lántökum.

Ef horft er aftur til ársins 1997, en það ár var innlendur gjalddeyrismarkaður að verða til í þeirri mynd sem hann er í dag, sést að lægst fór hreinn gjalddeyrisforði í 6,2 ma.kr. í júlí 2001. Í nóvember það ár tók ríkissjóður lán til að styrkja erlenda stöðu Seðlabankans en frá ársbyrjun 2000 hafði gengið mjög á forðann vegna endurtekinnna inngripa bankans á gjalddeyrismarkaði. Í september 2002 var svo ákveðið að hefja regluleg gjalddeyriskaup á markaði til að greiða upp erlendar skammtímaskuldir bankans og þar með að styrkja hreinan gjalddeyrisforða hans. Var þeim kaupum fram haldið til ársloka 2004. Frá ársbyrjun 2005 miðuðust regluleg gjalddeyriskaup Seðlabankans á markaði að því að mæta þörf ríkissjóðs vegna greiðslu vaxta og afborgana af erlendum lánum. Í maí sl. var tilkynnt að keyptar yrðu 100 milljónir Bandaríkjadala aukalega vegna aukinna uppgreiðslna ríkissjóðs á erlendum lánum. Í byrjun september var tilkynnt að regluleg gjalddeyriskaup Seðlabankans yrðu aukin töluvert vegna áforma ríkissjóðs um endurgreiðslur erlendra lána umfram það sem áður hafði verið ráðgert. Án þessara kaupa hefði Seðlabankinn aðeins getað selt ríkissjóði gjalddeyri umfram það sem áður var ráðgert með því að ganga á gjalddeyrisforðann.

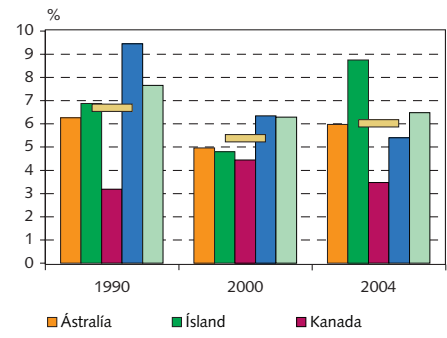
Þau viðmið sem Seðlabankinn notar við ákvörðun á lágmarksstærð forða byggjast á sögulegum forsendum. Þau eru til hliðsjónar og að hluta sett fram í ljósi þess sem bankinn telur eðlilegt til að skapa trúverðugleika um peningastefnu bankans og til að mæta öryggis-sjónarmiðum þ.m.t. sjónarmiðum er varða fjármálastöðugleika og láns hæfi.

Í samanburði við gjalddeyrisforða annarra þjóða var stærð gjalddeyrisforða Seðlabankans í árslok 2004 viðunandi sem hlutfall af landsframleiðslu, peningamagni (M3), og endingartíma í vikum vöruinnflutnings. Sem hlutfall af heildarskuldum þjóðarbúsins var forðinn hins vegar fremur lítill og dygði tiltölulega skammt ef aðgangur að erlendu lánsfé lokaðist. Auk þess hefur gjalddeyrisforði Seðlabankans sem hlutfall af landsframleiðslu dregist saman frá lokum árs 2004. Óráðlegt er að draga eindregnar ályktanir af samanburðinum enda hagkerfi viðmiðunarlandanna ólík auk þess sem ekki þarf alltaf að vera fullt samræmi í þeim gögnum sem lögð eru til grundvallar. Bent hefur verið á að mikilvægar atvinnugreinar á Íslandi hafa stóran hluta tekna sinna í erlendum myntum og má þar nefna sjávarútveg, álvinnslu og ferðamannaiðnað. Löndin sem valin eru til samanburðar eiga það sameiginlegt að vera með sjálfstæðan gjaldmiðil, flotgengisstefnu og verðbólgu markmið við stjórn peningamála. Þessi lönd eru Ástralía, Kanada, Nýja-Sjáland og Svíþjóð.

Eins og áður hefur komið fram er ekkert einhlítt viðmið um stærð gjalddeyrisforða. Þegar þetta viðmið var síðast ákvarðað var litið til flestra þeirra þátta sem nefndir eru hér að framan og gátu niðurstöður samkvæmt þeim verið á mjög breiðu bili. Sú ákvörðun

Mynd 4

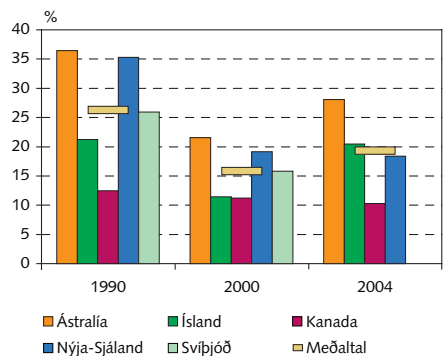
Gjalddeyrisforði sem hlutfall af vergri landsframleiðslu



Heimild: Alþjóðagjalddeyrissjóðurinn (IMF).

Mynd 5

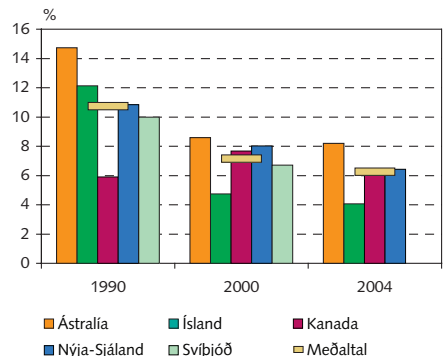
Gjalddeyrisforði sem hlutfall af vöru- og þjónustuinflutningi



Heimild: Alþjóðagjalddeyrissjóðurinn (IMF).

Mynd 6

Gjalddeyrisforði sem hlutfall af erlendum skuldum þjóðarbúsins



Heimild: Alþjóðagjalddeyrissjóðurinn (IMF).

Tafla 1: Gjaldeyrisforði á Íslandi og í nokkrum viðmiðunarlöndum

Í lok árs 2004 nema annað sé tekið fram

<i>Gjaldeyrisforði sem hlutfall (%)</i>	<i>Ísland</i>	<i>Svíþjóð</i>	<i>Nýja-Sjáland</i>	<i>Ástralía</i>	<i>Kanada</i>
Landsframleiðsla (VLF)	8,8	6,5	5,4	6,0	3,5
Peningamagns (M3)	12,0	[12,2] ²⁰⁰³	5,6	[7,0] ²⁰⁰³	6,1
Veltu á gjaldeyrismarkaði	11,07	2,39	3,12	1,36	3,13

<i>Forði í vikum vöruinnflutnings</i>	<i>Ísland</i>	<i>Svíþjóð</i>	<i>Nýja-Sjáland</i>	<i>Ástralía</i>	<i>Kanada</i>
Forði alls	15,7	11,6	11,9	17,5	6,4
Án gulls	15,3	11,5	11,9	17,0	6,4

var tekin að vika ekki frá því viðmiði sem hefur verið notað, þ.e. að hafa vöruinnflutning til hliðsjónar við ákvörðun á stærð forða, enda var stærð forðans þá nálægt því viðmiði og ekki talið ráðlegt að bæta í hann á þeim tíma. Nú er notað hlaupandi meðaltal þriggja mánaða vöruinnflutnings sl. fimm ára og fari forðinn niður fyrir það viðmið er ekki lengur gerð krafa um lántöku til að viðhalda gefinni lágmarksfjárhæð.

Heimildir

- Archer, D og Halliday, J. (1998). The rationale for holding foreign currency reserves. *RBZN Bulletin*, 61(4), bls. 346-354.
- Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn (IMF) (1993). *Balance of Payments Manual, 5th edition* (bls. 97). Washington: International Monetary Fund.
- Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn (IMF) (2004). *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*. Washington: International Monetary Fund.
- Alþjóðgjaldeyrissjóðurinn (IMF) (2005). *IMF Annual Report 2005*. Washington: International Monetary Fund.
- Nugée, J. (2000). *Foreign Exchange Reserves Management*. (Handbooks in Central Banking no. 19). London: Centre for Central Banking Studies, Bank of England.
- Rozanov, A. (2005). Who holds the wealth of nations? *Central Banking Journal*, XV(4), bls. 52-57.
- Williams, D. (2003). The need for reserves. Í R. Pringle og N. Carver (Ritstj.), *How countries manage reserve assets* (bls. 33-44). London: Central Banking Publications.