

# Áframhaldandi órói á fjármálamörkuðum

Talsverður órói ríkir enn á erlendum fjármálamörkuðum. Ástandið batnaði þó talsvert í apríl í kjölfar samræmdra aðgerða nokkurra helstu seðlabanka heimsins ásamt óvæntum aðgerðum seðlabanka Bandaríkjanna til að bjarga Bear Stearns-fjárfestingarbankanum frá yfirvofandi greiðsluþroti. Þróunin á peningamörkuðum hefur að vissu leyti snúist til betri vegar, einkum á skemmri enda vaxtarófsins. Áhættufælni fjárfesta er þó enn mun meiri en fyrir áramót, sem m.a. endurspeglast í háu skuldatryggingarálagi. Hækkun olíu- og hrávöruverðs hefur í vaxandi mæli leitt til aukinnar verðbólgu víðast hvar í heiminum. Aðgangur íslenskra fjármálastofnana að erlendu lánsfé er enn mjög takmarkaður. Skuldatryggingarálag á íslensku banka lækkaði í apríl og maí en hækkaði á ný í júní. Þrátt fyrir það er álag bankanna enn umtalsvert lægra nú en í byrjun apríl. Velta á milli-bankamarkaði hefur dregist mikið saman og skráðir Reibor vextir hafa lítið breyst. Aðgangur Seðlabankans að erlendum gjaldeyri jókst til muna í maí þegar tilkynnt var um tvíhliða gjaldeyrisskiptasamninga við seðlabanka Svíþjóðar, Noregs og Danmerkur.

### Slakað á peningalegu aðhaldi í Bandaríkjunum og Bretlandi

Seðlabanki Bandaríkjanna lækkaði stýrivexti um 0,25 prósentur í lok apríl og eru þeir nú 2%. Breski seðlabankinn lækkaði einnig stýrivexti um 0,25 prósentur um miðjan apríl en evrópski seðlabankinn (ECB) hefur haldið vöxtum óbreyttum í heilt ár. Við kynningu ákvörðunar ECB um óbreytta vexti í júní kom fram að bankinn kynni að hækka vexti á næsta vaxtaákvörðunarfundi í ljósi vaxandi verðbólguþrýstings. Viðbrögð markaðsaðila voru skjót og út frá þróun vaxta á skiptamörkuðum má lesa að gert sé ráð fyrir að stýrivextir á evrusvæðinu hækki um að minnsta kosti hálfu prósentu fyrir árslok.

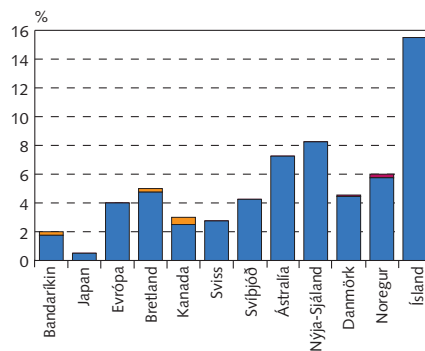
Þrátt fyrir að bandaríski seðlabankinn hafi lækkað stýrivexti um samtals 1,25 prósentur í janúar sl. hélt gengi Bandaríkjadal gagnvart evru tiltölulega stöðugt fyrstu tvo mánuði ársins. Í byrjun mars tók gengi evrunnar hins vegar að styrkjast nokkuð skarpt gagnvart Bandaríkjadal allt fram undir miðjan apríl þegar það náði sögulegu hámarki, tæplega 1,6 Bandaríkjadöllum. Síðan hefur Bandaríkjadalur styrkt nokkuð gagnvart evru. Styrkingin skýrist m.a. af vaxandi verðbólguþrýstingi í Bandaríkjunum í kjölfar hækkandi orku- og hrávöruverðs og væntingum um að vaxtalækkunarferli bandaríska seðlabankans sé lokið.

### Peningamarkaðir enn ekki komnir í eðlilegt horf

Áfram gætir talsverðs óróa á erlendum peningamörkuðum þrátt fyrir viðtækar aðgerðir seðlabanka Bandaríkjanna og Bretlands og evrópska seðlabankans. Peningamarkaðsvextir á millibankalánnum til allt að eins mánaðar hafa þó haldist nokkurn veginn í samræmi við stýrivexti, en vextir á óveðtryggðum millibankalánnum til lengri tíma hafa hækkað talsvert frá því í byrjun mars. Bilið á milli óveðtryggðra og veðtryggðra vaxta hefur einnig aukist á tímabilinu. Háir vextir á peningamarkaði miðað við stýrivexti eru til marks um áframhaldandi tortryggni á milli-bankamarkaði, nema í viðskiptum til mjög skamms tíma. Mismunurinn á milli peningamarkaðsvaxta og væntra stýrivaxta (sjá mynd 2) hefur

Mynd 1

Stýrivextir nokkurra seðlabanka og hækkun/lækkun frá síðustu Peningamálum<sup>1</sup>



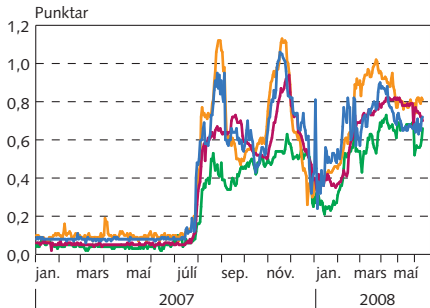
1. Rauði hlutinn sýnir hækkun og gul hlutinn sýnir lækkun. Heimild: Reuters.

1. Upplýsingar í greininni miðast við 23. júní 2008.

Mynd 2

Munur á 3 mánaða millibankavöxtum og væntum stýrivöxtum<sup>1</sup>

Daglegar tölur 1. janúar 2007 - 18. júní 2008



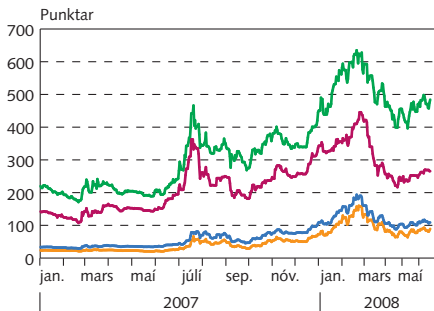
— Bandaríkin  
— Evrusvæði  
— Bretland  
— Sviss

1. Munur á millibankavöxtum og vaxtaskiptasamningum til 3 mánaða.  
Heimildir: Bloomberg, Reuters.

Mynd 3

Skuldatryggingarálag til fyrirtækja í Evrópu og Bandaríkjunum til 5 ára

Daglegar tölur 1. janúar 2007 - 18. júní 2008



— Bandaríkin - fjárfestingarflokkur  
— Bandaríkin - spákaupmennskuflokkur  
— Evrópa - fjárfestingarflokkur  
— Evrópa - spákaupmennskuflokkur

Heimildir: Bloomberg, Reuters.

minnkað nokkuð á undanförunum vikum. Hann er þó enn mun meiri en áður en óróa tók að gæta á fjármálamörkuðum undir lok sumars 2007. Þessi munur endurspeglar hluta þess áhættuálags sem bankar og önnur fjármálafyrirtæki þurfa að greiða til að fá lán á millibankamörkuðum.

Eftirspurn fjármálafyrirtækja eftir lausu fé er enn mikil og má búast við að það ástand muni vara um skeið. Mikillar óvissu gætir um þróun alþjóðlegra efnahagsmála, sérstaklega í ljósi hækkandi hrávöru- og olíuverðs ásamt vaxandi verðbólgu. Efnahagsástand í helstu nýmarkaðsríkjum Asíu er hins vegar enn stöðugt og almennt spáð miklum hagvexti á komandi misserum. Eins njóta olíuútflutningsríki aukinna tekna af hækkandi olíuverði og er undirliggjandi framboð sparnaðar í heiminum því ennþá mikið.

### Rót á skuldabréfamörkuðum

Áhyggjur af greiðsluhæfi bandarískra skuldatryggingarfyrirtækja (e. monolines) hafa valdið nokkrum óróa á skuldabréfamörkuðum að undanförunu. Viðskiptalíkan skuldatryggingarfyrirtækja grundvallast á því að þau hafi hæstu mögulegu lánsþæfiseinkunn þar sem skuldabréf sem fyrirtækin tryggja njóta fyrir vikið hærri lánsþæfiseinkunnar. Mörg þessara fyrirtækja eiga í verulegum erfiðleikum í kjölfar undirmálslánakreppunnar í Bandaríkjunum og hafa lánsþæfiseinkunnir margra þeirra verið lækkaðar. Til dæmis voru einkunnir Ambac og MBIA, sem eru meðal stærstu aðilanna á þessum markaði, lækkaðar í júní bæði af Standard & Poor's og Moody's. Í kjölfarið lækkar verðmæti þeirra trygginga sem fyrirtækin veita og eigendur skuldatrygginga neyðast til að auka afskriftir af fjárfestingu sinni.

Undanfarna mánuði hafa margir bankar neyðst til að yfirtaka eignir og skuldbindingar sérstakra fjárfestingarsjóða (e. special purpose vehicles) á sínum vegum, sem fjárfest hafa í skuldabréfavafningum tengdum undirmálslánnum í Bandaríkjunum. Fjöldi banka hefur í kjölfarið þurft að afskrifa verulegar fjárhæðir vegna taps á skuldabréfavafningum en það hefur haft neikvæð áhrif á eiginfjárfestingu bankanna. Í ljósi mikilla og oft á tíðum óvæntra afskrifta bankanna verður að teljast ólíklegt að það sjái fyrir endann á afleiðingum undirmálslánakreppunnar í bráð. Óró á hlutabréfamörkuðum og aukin áhættufærni fjárfesta á skuldabréfamörkuðum hefur leitt til þess að bankar hafa í auknum mæli sótt sér nýtt fjármagn frá ríkisreknum fjárfestingarsjóðum (e. sovereign wealth funds) og með útgáfu sérvarinna og breytanlegra skuldabréfa.

### Litlar hreyfingar á millibankamarkaði með krónur

Velta á millibankamarkaði með krónur hefur dregist mikið saman síðustu mánuði. Í maí var hún 9,5 ma.kr. og hafði þá lækkað úr 12,7 ma.kr. frá mánuðinum á undan, sem þá var veltuminnsti mánuðurinn á krónumarkaði frá upphafi. Engin hreyfing er á skráðum REIBOR vöxtum og hafa þeir verið nánast óbreyttir síðustu vikur. Krónumarkaðurinn sinnir því augljóslega ekki nægjanlega miðlunarferli peningastefnunnar við núverandi aðstæður.

Eins og getið er hér að framan er rót á millibankamarkaði ekki bundið við Ísland þótt vissulega séu áhrifin hér á landi meiri en víð-

ast erlendis. Undirliggjandi vandamál eru þó að vissu leyti hin sömu. Meðal þátta sem draga úr virkni markaðarins á tímum lausafjárþurrðar á alþjóðlegum fjármálamörkuðum er aukin mótaðilaáhætta. Bankar eru ekki reiðubúnir að lána hver öðrum án veða. Á tímum efnahags-samdráttar aukast jafnframt afskriftir útlána og fjármálastofnanir búa sig undir að verja eiginfjárlutföll sín. Kaup banka á innstæðubréfum í Seðlabankanum hafa ekki áhrif á eiginfjárlutföll þeirra en óveðtryggð útlán á millibankamarkaði hafa, að öllu jöfnu, neikvæð áhrif á eiginfjárhlutföllin. Mikil óvissa um það hve lengi núverandi rót á fjármálamörkuðum mun vara hefur einnig í för með sér að bankar og önnur fjármálafyrirtæki reyna eftir megni að verja og efla lausafjárstöðu sína.

### Aðgengi íslenskra banka að erlendu lánsfé enn takmarkað

Skuldatryggingarálag íslensku bankanna hækkaði stöðugt framan af ári allt fram undir lok mars þegar það náði hámarki. Á þeim tíma stóð skuldatryggingarálag Glitnis og Kaupþings í um 10 prósentum en álag Landsbankans var nokkru lægra eða um 8 prósentur. Upp úr því fór álagið á íslensku bankana hratt lækkandi fram í byrjun maí þegar það hélt tiltölulega stöðugt. Álagið tók að hækka á ný í byrjun júní í samræmi við hækkun annarra evrópskra fjármálafyrirtækja og er það til marks um að áhættufælni fari almennt vaxandi að nýju.<sup>2</sup> Hátt skuldatryggingarálag bankanna og takmarkaður aðgangur að erlendu lausafé hefur valdið því að markaður með gjaldeyrisskiptasamninga starfar ekki eðlilega. Vaxtamunur sem íslensku viðskiptabankarnir gátu áður boðið erlendum fjárfestum hefur horfið. Útgáfa jöklabréfa hefur því að mestu legið niðri þar sem erlendir fjárfestar eiga fárra kosta vöð til að verjast gjaldmiðlaáhættu.<sup>3</sup>

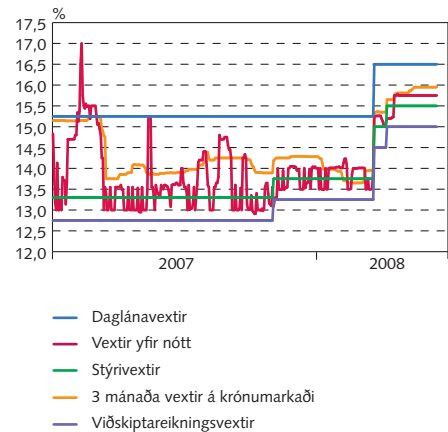
### Skuldabréfamarkaður

Miklar sveiflur ávöxtunarkröfu einkenndu óveðtryggða skuldabréfamarkaðinn á fyrri hluta ársins. Óvissa markaðsaðila um verðbólguhorfur samfara gengislækkun krónunnar á þar stóran þátt ásamt takmarkaðri dýpt óveðtryggða skuldabréfamarkaðarins. Eftirspurn frá erlendum markaðsaðilum eftir stuttum ríkisbréfum í tengslum við vaxtamunarviðskipti hefur aukið enn frekar á sveiflurnar. Ávöxtunarkrafa íbúðabréfa hefur sveiflast minna en á ríkisbréfum þar sem leitnir hefur verið niður á við á árinu.

Ríkissjóður hefur svarað mikilli eftirspurn eftir stuttum ríkisbréfum með sérstökum útboðum í flokki ríkisbréfa á gjalddaga í desember árið 2008 sem haldin voru í mars og maí. Í fyrra útboðinu voru seld bréf í floknum fyrir rúma 7 ma.kr. að nafnverði og í hinu síðara 15 ma.kr. að nafnverði. Hinn 19. júní tilkynnti ríkisstjórnin um aukna útgáfu á stuttum ríkisbréfum fyrir samtals allt að 75 ma.kr. Ákveðið var að bjóða til sölu 15 ma.kr. í flokki RIKB 08 1212 og 10 ma.kr. í flokki RIKB 09 0602 í kjölfarið.

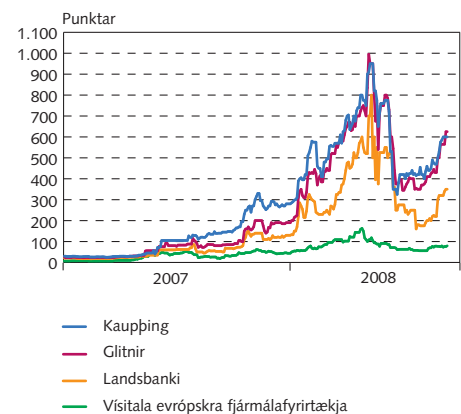
Eftirspurn eftir löngum ríkisbréfum hefur ekki verið eins mikil og eftir stuttum ríkisbréfum enda meiri vaxtaáhætta í slíkum bréfum, sér-

Mynd 4  
Vextir á krónumarkaði og stýrivextir Seðlabankans  
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 20. júní 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5  
Skuldatryggingarálag íslenskra banka og vísitala evrópskra fjármálafyrirtækja  
Daglegar tölur 2. maí 2007 - 20. júní 2008



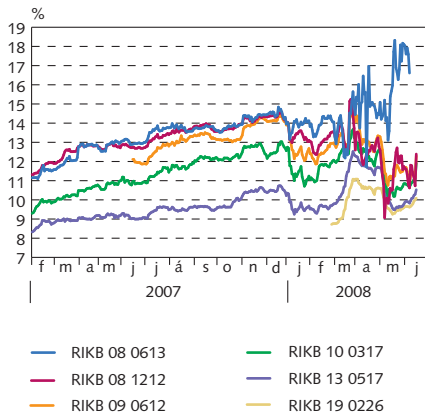
Heimildir: Bloomberg, Reuters.

2. Sjá nánari umfjöllun um skuldatryggingar íslensku viðskiptabankanna og verðlagningu þeirra í viðauka 2 í skýrslu Seðlabankans, *Fjármálastöðugleika* 2008, bls. 64-69.  
3. Sjá nánari umfjöllun í rammagrein III-1, bls. 19-20.

Mynd 6

Ávöxtun ríkisbréfa

Daglegar tölur 1. febrúar 2007 - 20. júní 2008

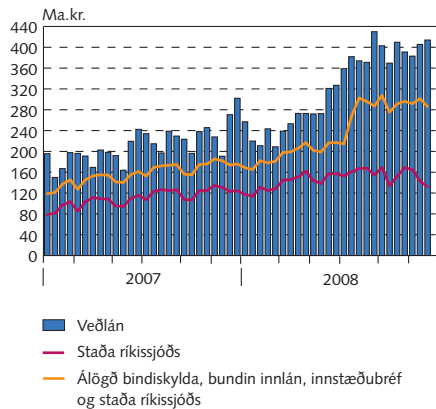


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Veðlán, innstæðubríf, staða ríkissjóðs og álögð bindiskylda

Vikulegar tölur 4. júlí 2007 - 18. júní 2008

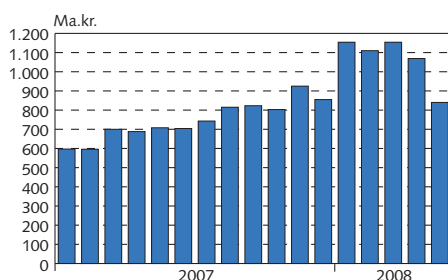


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Framvirk staða banka á millibankamarkaði með gjaldeyri

Staða í lok mánaðar janúar 2007 - maí 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

staklega þegar verðbólguhorfur eru mjög óvissar. Í ársáætlun lánamála fyrir árið 2008 er áformað að gefa út ríkisbréf í flokki RIKB 19 0226 fyrir 35 ma.kr. Í áætluninni var gert ráð fyrir að markmiðinu yrði náð í 6 mánaðarlegum útboðum þar sem síðasta útboðið yrði haldið í júní. Nú er búið að selja rúma 29 ma.kr. að nafnverði í flokknum og því líklegt að a.m.k. eitt útboð þurfi í viðbót til að ná markmiðinu.

Til þess að svara eftirspurn eftir ríkisbréfum hefur fyrirgreiðsla í formi verðbréfalána til aðalmiðlara verið aukin smám saman. Verðbréfalán til aðalmiðlara stuðla að virkari verðmyndun á skuldabréfamarkaði þar sem aðalmiðlarar eiga kost á að skortselja viðkomandi bréf gegn því að leggja fram önnur bréf til tryggingar. Nú eiga 7 aðalmiðlarar kost á því að fá lánað allt að 7 ma.kr. í styttri markflokkum ríkisverðbréfa miðað við 4 ma.kr. í upphafi árs. Aðalmiðlarar hafa nýtt sér þessa fyrirgreiðslu í ríkum mæli. Meðalstaða verðbréfalána til aðalmiðlaranna þrefaldaðist á aðeins fjórum mánuðum. Meðalstaðan var 40 ma.kr. í janúar en var komin í 120 ma.kr. í maí.

Lán Seðlabankans gegn veði hafa aukist mikið frá áramótum og frá aprílbyrjun hefur staða þeirra ekki farið niður fyrir 350 ma.kr. Hluta aukningarinnar má rekja til útgáfu innstæðubrífaflokks í lok mars. Þá minnkaði krónustaðan á markaði um 75 ma.kr. Á móti kom að reglum um bindiskylda fjármálafyrirtækja var breytt í lok mars með það fyrir augum að reglurnar væru í nánara samræmi við reglur evrópska seðlabankans. Í nýju reglunum eru innstæður erlendra útibúa íslenskra banka teknar út úr bindigrunni en það hefur þau áhrif að auka lausar eignir viðkomandi fjármálafyrirtækja í erlendri mynt. Í kjölfarið hafði bindiskylda fjármálafyrirtækja lækkað um nálægt 20 ma.kr. tveimur mánuðum eftir að reglum var breytt.

Innstæður ríkissjóðs í Seðlabankanum hafa aukist jafnt og þétt það sem af er árinu en sveiflast nokkuð (sjá mynd 7).

**Krónan áfram undir þrýstingi**

Velta á gjaldeyrismarkaði náði sögulegu hámarki í mars sl. þegar hún nam 1.212 ma.kr. Veltan hefur minnkað umtalsvert síðan og var hún tæplega 559 ma.kr. í maí, en fyrstu þrjár vikur júní nam veltan um 420 ma.kr. Gengi krónunnar hefur flókt mikið undanfarna mánuði. Hinn 23. júní mældist vísitala gengisskráningar 164,27 stig sem er hæsta gildi vísitölunnar frá því að skráning hófst og hafði krónan þá veikst um 5,8% frá byrjun apríl og rúmlega 35% frá byrjun árs. Hæst mældist vísitalan 170,46 stig í viðskiptum á gjaldeyrismarkaði innan dags 23. júní.

Framvirk staða bankanna á gjaldeyrismarkaði nam um 840 ma.kr. í lok maí og hafði lækkað verulega frá lokum mars þegar hún nam um 1.154 ma.kr. Lækkunin er vísbending um að dregið hafi úr stöðutöku með krónunni og/eða innlendir aðilar hafi skuldbreytt erlendum lánum. Hinn 1. júlí tóku gildi nýjar reglur Seðlabankans um gjaldeyrisjöfnuð fjármálafyrirtækja. Meginbreytingin frá fyrri reglum er að misvægi á milli gengisbundinna eigna og skulda fjármálafyrirtækja skal mest nema 10% af eigin fé hverju sinni en það gat verið allt að 30% í fyrri reglum. Lægra misvægi, sem nýju reglurnar fela í sér, er ætlað að draga úr áhættu og stuðla að virkari verðmyndun gjaldeyris á millibankamarkaði. Seðlabankinn getur áfram veitt fjármálafyrirtækjum með umsvifamikla

starfsemi erlendis sérstaka heimild til þess að hafa jákvæðan gjaldeyrisjöfnuð utan við almennan gjaldeyrisjöfnuð til varnar neikvæðum áhrifum af breytingum á gengi krónunnar á eiginfjárlutfall.

### Hlutabréfamarkaður í lægð

Heildarmarkaðsverðmæti íslenskra fyrirtækja í OMX-kauphöllinni hefur lækkað mikið það sem af er ári. Í lok dags 23. júní stóð úrvalsvísitalan í 4.513 stigum og hafði hún ekki verið lægri síðan 11. október 2005. Mikil lækkun á innlendum hlutabréfamarkaði í samanburði við erlenda, skýrist m.a. af hlutfallslega háu vægi fjármálafyrirtækja í íslensku vísitölunni en þau veга um 80%. Fjármálafyrirtæki hafa víðast hvar lækkað meira í verði en fyrirtæki í öðrum greinum. Sé þróun íslensku úrvalsvísitalunnar einungis borin saman við þróun eignaverðs fjármálafyrirtækja á hinum Norðurlöndunum er munurinn öllu minni.

Það sem af er ári hafa alls sjö fyrirtæki lýst yfir áformum um afskráningu af markaði og því stefnir í að fyrirtækjum í kauphöllinni fækki umtalsvert á árinu. Stjórn 365 hf. boðaði til hluthafafundar hinn 1. júlí þar sem áformað var að leggja fyrir hluthafa félagsins tillögu um skráningu félagsins úr kauphöllinni á Íslandi. Áður hafa stjórnir Vinnslustöðvarinnar, FL Group, Skipta, Icelandic Group, TM og Flögu lýst yfir sams konar áformum.

### Aðgerðir ríkisstjórnarinnar og Seðlabankans

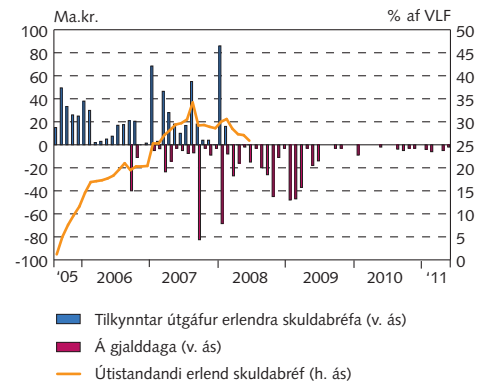
Um miðjan maí tilkynnti Seðlabankinn að gerðir hefðu verið tvíhliða gjaldeyrisskiptasamningar við seðlabanka Svíþjóðar, Noregs og Danmerkur. Samningarnir eru viðbúnaðarráðstöfun og veita Seðlabanka Íslands aðgang að evrum gerist þess þörf. Hver samningur um sig veitir aðgang að allt að 500 milljónum evra gegn íslenskum krónum. Seðlabanki Íslands getur dregið á samningana þegar og ef nauðsyn krefur. Ofangreindir samningar auka verulega aðgang Seðlabankans að erlendu lausafé.

Vegna góðrar afkomu ríkissjóðs undanfarin misseri og lágrar skuldastöðu hefur framboð áhættulausra ríkisbréfa verið mjög takmarkað. Lítið framboð krónubréfa hefur valdið vaxandi þrýstingi á skuldabréfa- og gjaldeyrismarkaði. Til að liðka fyrir viðskiptum á markaði hefur verið ákveðið að auka við útgáfu stuttra ríkisbréfa. Eins og rakið er hér að framan verða gefin út ríkisbréf fyrir samtals allt að 75 ma.kr. en á móti vegur að ríkisbréf að verðmæti um 15 ma.kr. voru á gjalddaga í júní. Jafnframt hefur bankastjórn Seðlabankans ákveðið að útgáfu innstæðubréfa verði fram haldið þegar bréfin sem bankinn gaf út í mars sl. falla í gjalddaga í september nk. Útgáfa innstæðubréfa og ríkisverðbréfa er sérstaklega mikilvæg í ljósi markaðsbrests á gjaldeyrisskiptamarkaðnum. Kaup á krónum á gjaldeyrismarkaði og fjárfesting þeirra í áhættulausum krónubréfum er hliðstæð uppsetningu skiptasamnings þar sem fjárfestir greiðir erlenda vexti af fjármögnunargjaldmiðlinum og fær greidda krónuvexti. Erlendir fjárfestar geta varist gjaldmiðlaáhættu í gegnum framvirka samninga á gjaldeyrismarkaði. Aðgerðir af þessu tagi ættu því að stuðla að auknu framboði króna á markaði með framvirka samninga. Útgáfa ríkisbréfa og innstæðubréfa kemur því að vissu leyti í staðinn fyrir gjaldeyrisskiptamarkaðinn.

Áformað er að Íbúðalánasjóður stofni tvo nýja lánaflokka. Annar flokkurinn varðar lánveitingar til fjármálafyrirtækja á íbúðalánamark-

Mynd 9

Skuldabréfaútgáfa í íslenskum krónum erlendis<sup>1</sup>  
Mánaðarlegar tölur

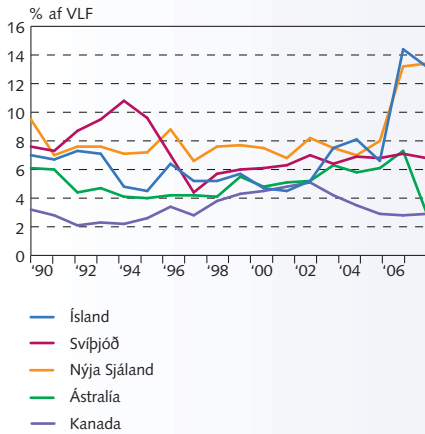


1. Gögn til og með 1. júlí 2008.  
Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

## Rammagrein 1

# Gjaldeyrisforði Seðlabanka Íslands

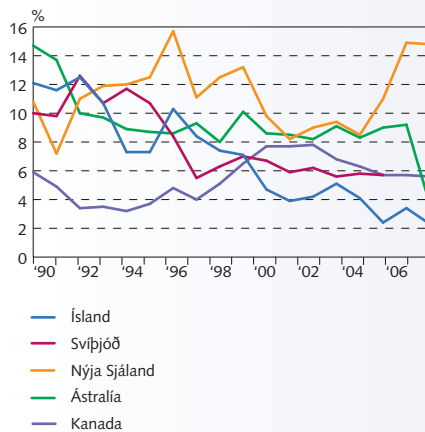
Mynd 1  
Gjaldeyrisforði 1990-2007



Heimild: IMF.

Mynd 2  
Gjaldeyrisforði í % af erlendum  
skuldum þjóðarþúsins

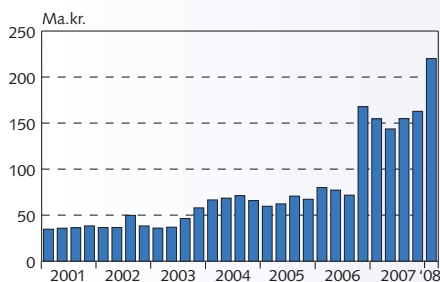
Árlegar tölur 1990-2007



Heimild: IMF.

Mynd 3  
Gjaldeyrisforði Seðlabanka Íslands

Ársfjórðungstölur



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Flestallir seðlabankar halda gjaldeyrisforða í einhverjum mæli. Tilgangurinn getur verið mismunandi og því eru engar reglur eða almennt viðurkennd viðmið til um hver skuli vera lágmarksstærð forða<sup>1</sup>.

### Gjaldeyrisforðinn aukinn gegnum reglubundinn gjaldeyriskaup

Haustið 2002 hóf Seðlabankinn að kaupa gjaldeyri á innlendum gjaldeyrismarkaði eftir fyrirfram tilkynntri áætlan<sup>2</sup>. Frá þeim tíma og fram á þetta ár keypti bankinn rúmlega 2 milljarða Bandaríkjadala á innlendum millibankamarkaði með reglulegum kaupum. Andvirði kaupanna var í fyrstu varið til þess að endurgreiða erlendar skammtímaskuldir Seðlabankans og lauk því upp úr miðju ári 2003. Í kjölfarið voru endurgreiddar erlendar skuldir ríkissjóðs og leiddi það til þess m.a. að hreinar erlendar skuldir ríkissjóðs eru nú engar. Á vissan hátt má segja að í því felist óbeinn gjaldeyrisforði í þeim skilningi að skuldlaus ríkissjóður með viðunandi lánsþæfismat hefur að öðru jöfnu greiðan aðgang að alþjóðlegum lánsfjármörkuðum. Reglulegum gjaldeyriskaupum var tímabundið hætt í lok mars sl. vegna aðstæðna sem þá ríktu á gjaldeyrismarkaði. Þau verða hafin á ný þegar aðstæður leyfa.

### Gjaldeyrisforðinn stórefldur gegnum erlenda lántöku

Gjaldeyrisstaða Seðlabankans eflist úr 7 milljörðum króna á miðju ári 2001 í um 60 milljarða króna haustið 2006. Undir lok þess árs var tekið erlent lán fyrir frumkvæði Seðlabankans í því skyni að efla forðann. Lántakan leiddi til þess að gjaldeyrisforði bankans tvöfaldaðist. Í rammagrein í *Fjármálastöðugleika 2007* var fjallað um eflingu forðans og sjónarmið sem höfð voru til hliðsjónar á þeim tíma.

### Aðgengi að erlendu lausafé eft með gerð skiptasamninga

Í maí sl. gerði Seðlabankinn tvíhliða gjaldmiðlaskiptasamninga við þrjá norræna seðlabanka að fjárhæð samtals 1,5 milljarðar evra. Skiptasamningarnir eru í reynd ígildi forða. Að þeim meðtöldum er gjaldeyrisforði Seðlabankans í dag um 3,5 milljarðar evra, þ.e. um 400 milljarðar króna. Þar sem erlendar skuldir Seðlabankans eru engar um þessar mundir hefur gjaldeyrisstaða hans eflst úr um 7 milljörðum króna á miðju ári 2001 í um 400 milljarða króna. Vilji stjórnvalda stendur til þess að efla gjaldeyrisforðann enn frekar og er unnið að því.

1. Í þriðja hefti *Peningamála* árið 2005 birtist grein eftir Hauk C. Benediktsson og Sturlu Pálsson um gjaldeyrisforða seðlabanka. Þar er m.a. skýrður tilgangur ríkja með forðahaldi.
2. Á fyrri hluta ársins 2000 var gjaldeyrisforði Seðlabanka Íslands liðlega 30 milljarðar króna. Á miðju því ári hóf bankinn að grípa inn í viðskipti á gjaldeyrismarkaði í því skyni að reyna að hamla gegn lækkingu á gengi krónunnar sem hófst þá um vorið. Til þess að ganga ekki á gjaldeyrisforðann voru inngripin fjármögnuð með erlendum skammtímalánum. Þetta leiddi til þess að gjaldeyrisstaða Seðlabankans rýrnaði verulega og var aðeins um 7 milljarðar króna á miðju ári 2001. Síðustu inngrip bankans á gjaldeyrismarkaði fóru fram haustið 2001. Í grein sem birtist í fyrsta hefti *Peningamála* árið 2003 fjölluðu Gerður Ísberg og Þórarinn G. Pétursson ítarlega um inngripin og áhrif þeirra á gengi krónunnar. Niðurstaða þeirra var að þau hefðu verið frekar takmörkuð.

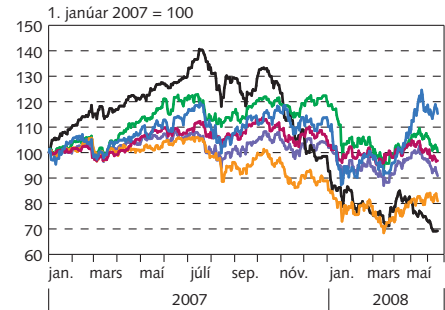
aði til endurfjármögnunar á íbúðalánnum sem viðkomandi lánastofnanir hafa þegar veitt. Með útgáfu innstæðubréfa dregur Seðlabankinn til sín lausafé af krónumarkaði en það eykur aðhald peningastefnunnar. Endurfjármögnun á íbúðalánnum fjármálafyrirtækja gæti aukið aðgengi viðkomandi fjármálafyrirtækja að lausafé þar sem seljanleiki (e. liquidity) og veðhæfi bréfa sjóðsins er mun betra í ljósi ríkisábyrgðarinnar sem þau njóta auk þess sem þau veita aðgang að lausafjárfyrirgreiðslu í Seðlabankanum.

Hinn flokkurinn varðar lánveitingar til lánastofnana til fjármögnunar á nýjum íbúðalánnum. Skilyrði lánveitinga í þessum flokkum eru að þær séu til þess fallnar að tryggja öryggi og framboð lána og eðlilega verðmyndun á íbúðamarkaði. Sérstakt gjald verður innheimt af lánunum vegna ríkisábyrgðar. Fjármögnun íbúðalánasjóðs á framangreindum íbúðalánnum fjármálastofnana verður gegn veði í safni fasteignaveðbréfa þeirra með svipuðum hætti og gildir um sértryggt skuldabréf annaðhvort með lausafé eða með íbúðabréfum sem hæf eru sem veði í viðskiptum við Seðlabankann.

Mynd 10

Þróun nokkurra hlutabréfavísitalna

Daglegar tölur 1. janúar 2007 - 20. júní 2008



— OBX (Noregur) — DAX (Þýskaland)  
— DJIA (Bandaríkin) — OMXI15 (Ísland)  
— NIKKEI 225 (Japan) — FTSE100 (Bretland)

Heimild: Bloomberg.

