

Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans¹

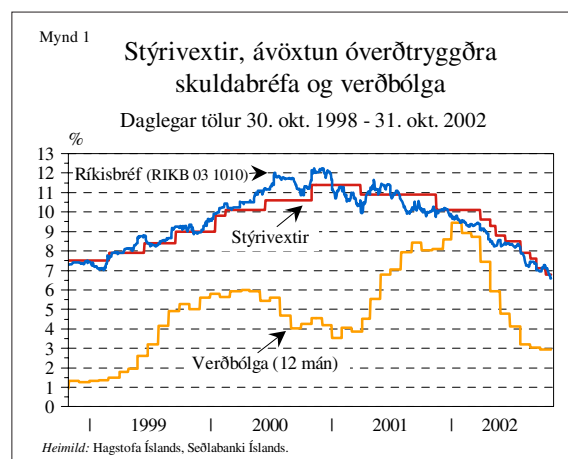
Vaxtalækkunir og tiltölulega stöðugt gengi

Seðlabanki Íslands lækkaði vexti tvisvar í ágúst, einu sinni í september og enn á ný í október, alls um 1,7 prósentur. Óverðtryggðir vextir markaðsskuldabréfa hafa lækkað nokkurn veginn í takti við lækkunir Seðlabankans, sérstaklega vextir skemmrí skuldbindinga, en verðtryggðir vextir hafa lækkað hægar. Vextir banka hafa þó ekki enn náð sambærilegu stigi og fyrir þremur til fjórum árum. Gengi íslensku krónunnar hefur hreyfst á fremur þröngu bili frá maíbyrjun. Seðlabankinn seldi gjaldeyri til eins viðskiptavaka í ágúst vegna sérstakra aðstæðna en hefur frá septemberbyrjun, í samræmi við yfirlýsingar sínar þar um, keypt gjaldeyri reglulega á markaði, þó lágar fjárhæðir hverju sinni. Lausafjárstaða banka hefur verið rúm og fyrirgreiðsla Seðlabankans virðist að miklu leyti snúast um að verja viðskiptabanka áhættu vegna skuldabréfaviðskipta. Vaxtamunur við útlönd hefur minnkað á síðustu mánuðum, aðallega vegna innlendra vaxtalækkunar. Hlutabréfa- og skuldabréfaviðskipti í Kauphöll Íslands hafa verið mjög lífleg en verð hlutabréfa hefur nokkurn veginn staðið í stað.

Seðlabankinn lækkaði vexti ...

Seðlabanki Íslands hefur lækkað vexti ört á síðustu mánuðum. Frá áramótum hafa stýrivextir bankans verið lækkaðir um 3,3 prósentur og endurspeglar það umskiptin sem orðið hafa í hagkerfinu. Hinn 1. ágúst sl. var tilkynnt um lækkun stýrivaxta bankans um 0,6 prósentur, úr 8,5% í 7,9%. Neysliverðsvísitala sem birt var 10. ágúst hafði lækkað um 0,54% frá fyrra mánuði sem var heldur meiri lækkun en búist hafði verið við. Hinn 30. ágúst var síðan tilkynnt um 0,3 prósentna vaxtalækkun og síðan enn á ný hinn 18. september en þá voru stýrivextir lækkaðir um 0,5 prósentur. Hinn 14. október var síðan tilkynnt um fjórðu vaxtalækkunina sem var 0,3 prósentur. Eftir hana voru stýrivextir bankans 6,8% en þeir eru vextir í endurhverfum viðskiptum lánastofnana við Seðlabankann. Stýrivextir bankans voru þá orðnir lægri en þeir höfðu verið frá því að núverandi fyrirkomulag á viðskiptum hans við lánastofnanir var tekið upp snemma árs 1998. Í vaxtalækkunarferlinu

hefur verið stuðst mjög við verðbólguþá bankans en framvinda verðbólgunnar síðustu mánuði hefur verið nánast alveg í samræmi við hana. Mynd 1 sýnir þróun stýrivaxta Seðlabankans frá októberlokum 1998, þróun óverðtryggðra vaxta eins og hægt er að mæla þá með ávöxtun ríkisbréfa og þróun verðbólgu eins og hún er mæld með neysliverðsvísitalu miðað við 12 mánaða breytingu.



1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 31. október að undanskilinni mynd 7 sem byggist á upplýsingum frá 4. nóvember.

... og aðrar vaxtalækkunar fylgdu í kjölfarið

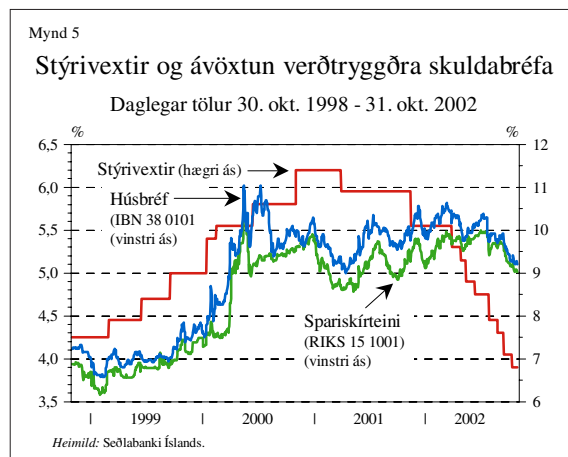
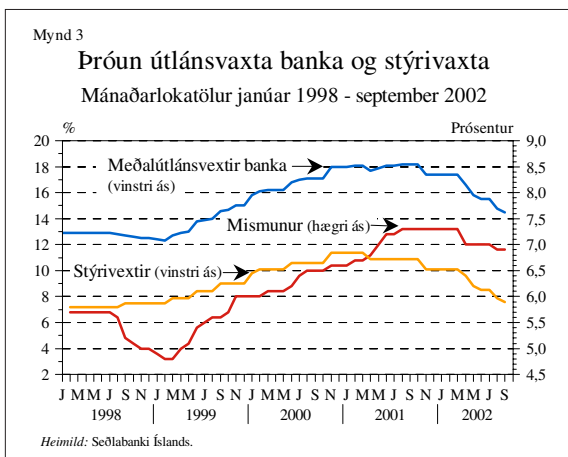
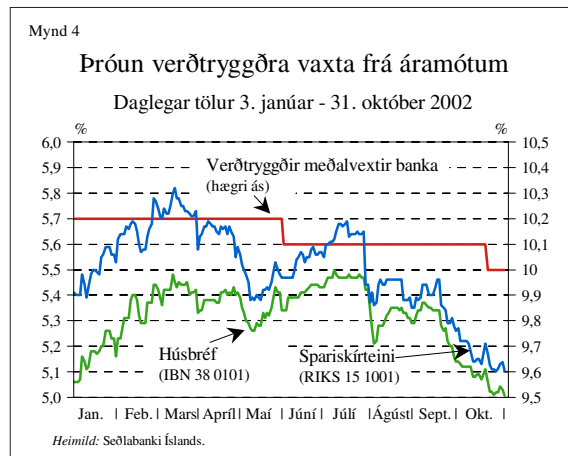
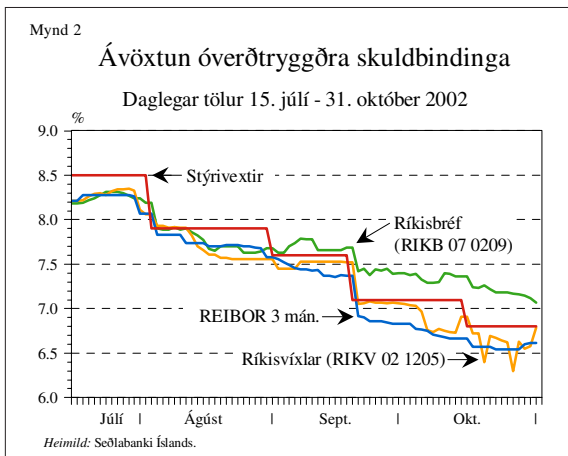
Vextir á millibankamarkaði með krónur og vextir óverðtryggðra markaðsskuldabréfa hafa jafnan lækkað í kjölfar vaxtabreytinga Seðlabankans og í samræmi við þær. Mynd 2 sýnir þróun óverðtryggðra vaxta síðustu mánuði.

Svigrúm til frekari lækkunar útlánsvaxta banka?

Þótt útlánsvextir banka hafi lækkað í takti við breytingar á stýrivöxtum Seðlabankans að undanförunu hafa þeir ekki enn náð því stigi sem var í byrjun árs 1998, en vextir Seðlabankans eru orðnir lægri en þeir voru þá. Meðalvextir banka og sparisjóða hækkuðu meira á vaxtahækkunarskeiðinu en stýrivextirnir. Þetta má sjá á mynd 3, þar sem rauða línan sýnir mismun á vöxtum bankanna og stýrivöxtum Seðlabankans. Munurinn hefur í aðalatriðum verið

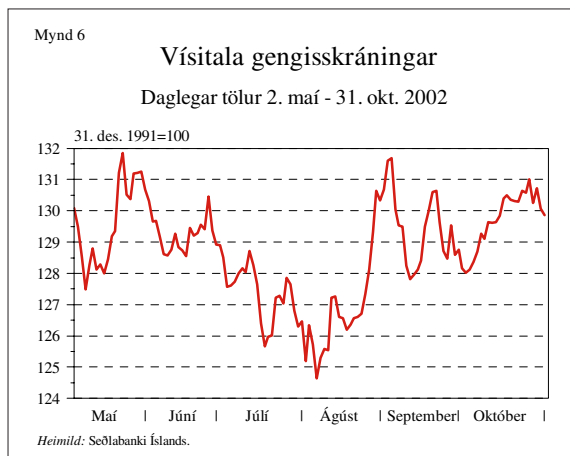
óbreyttur í nokkuð á annað ár. (Athugið þó að kvarðarnir á ásunum eru ólíkir og mismunallínan, rauða línan, tengist hægri ásunum.)

Vextir verðtryggðra skuldabréfa hafa lækkað mun minna en óverðtryggðra og þróast með öðrum hætti. Þeir eru óháðir verðbólgu og þurfa því ekki að hreyfast á sama hátt og óverðtryggðir vextir. Um nokkurt skeið hefur mikið framboð húsbréfa og húsnæðisbréfa haldið aftur af vaxtalækkunum á þessu sviði. Engu að síður hefur ávöxtun húsbréfa og sparisírteina lækkað nokkuð á árinu. Hinsvegar hafa vextir banka og sparisjóða á verðtryggðum skuldabréfum nánast staðið í stað þar til nú síðustu vikur að lækkun kom fram í kjölfar vaxtalækkunar Seðlabankans í september eins og sjá má á mynd 4. Langtímaþróun verðtryggðra vaxta er sýnd á mynd 5.



Gengi krónunnar hefur sveiflast á tiltölulega þröngu bili ...

Í lok júlí varð loks lát á tiltölulega samfelldri styrkingu íslensku krónunnar frá því fyrir síðustu áramót. Vísitala gengisskráningar hefur þó sveiflast á fremur þröngu bili allt frá því í vor eins og sjá má á mynd 6. Þökkalegt jafnvægi virðist vera á streymi gjaldeyris og sveiflur hafa að jafnaði verið mildar. Í lok ágúst varð skammvinn veiking sem að einhverju leyti var sögð tengjast aðgerðum Seðlabankans og lýst er hér neðar. Hinn 20. október var tilkynnt um endurmat Moody's á láns hæfi erlendra skuldbindinga ríkissjóðs og olli sú frétt ásamt fréttum af sölu á stórum hlut ríkisins í Landsbanka Íslands styrkingu á gengi krónunnar. Bilun á sæstreng 28. ágúst varð til þess að viðskipti á innlendum gjaldeyrismarkaði féllu niður í heilan viðskiptadag og er nú leitað leiða til að draga úr röskun á starfsemi markaðar komi þetta ástand upp aftur.



... þrátt fyrir viðskipti Seðlabankans

Seðlabankinn tilkynnti í byrjun ágúst að til staði að hefja hófleg kaup á gjaldeyri til að draga úr skammtíma fjármögnun gjaldeyrisforðans. Bankinn átti síðan viðræður við fulltrúa viðskiptavaka á gjaldeyrismarkaði og ræddi við þá um væntanlegt umfang. Í samræmi við niðurstöður þessara samtala kynnti bankinn 27. ágúst með hvaða hætti yrði staðið að kaupunum. Það kom því Seðlabankanum nokkuð á óvart þegar ástæða veikingar á gengi krónunnar hinn 28. ágúst var talin vera áður nefnd tilkynning. Bæði hafði bankinn mótað fremur varfærna stefnu sem var vel innan þeirra marka sem fulltrúar við-

skiptavaka höfðu tilgreint sem eðlilega og einnig hafði það legið fyrir frá byrjun ágúst að þetta staði til og því hefði tilkynningin ekki átt að koma á óvart. Seðlabankinn hóf síðan 2. september að kaupa gjaldeyri á markaði í smáum skömmtum. Keyptur er gjaldeyri að fjárhæð 1,5 milljón Bandaríkjadala tvisvar í viku, á mánudögum og miðvikudögum og hugsanlegt er að einnig verði keyptur gjaldeyri á föstudögum. Viðskiptin fara fram fyrir opnun gjaldeyrismarkaðar. Hringt er í alla viðskiptavaka og leitað tilboða og því besta tekið. Stefnt er að því að kaupa allt að 20 ma.kr. á 16 mánaða tímabili til loka árs 2003. Frá byrjun september til loka október hafði bankinn keypt gjaldeyri af viðskiptavökum 18 sinnum, alls 27 milljónir Bandaríkjadala. Seðlabankinn lýsti sig jafnframt reiðubúinn til að kaupa gjaldeyri beint af viðskiptavökum að þeirra frumkvæði í hærri fjárhæðum en forsenda þess er að gengi krónunnar hafi styrkst frá síðustu skráningu.

Hinn 27. ágúst gerði Seðlabankinn framvirka sölusamninga um gjaldeyri við Íslandsbanka hf. að fjárhæð alls um 3 ma.kr. Afhendingardagar gjaldeyrisins eru þrír, í september 2002 og í janúar og mars 2003. Gjaldreyrisviðskiptin voru gerð í samræmi við þá stefnu Seðlabankans sem lýst var í 1. hefti *Peningamála 2002*, þ.e. að bankinn væri reiðubúinn til að eiga einstök stórvíðskipti á gjaldeyrismarkaði með það að markmiði að draga úr verðsveiflum.

Lausafjárstaða lánastofnana er rúm ...

Lausafjárstaða lánastofnana hefur verið rúm á síðustu mánuðum og hafa vextir á skammtímaskuldbindingum á millibankamarkaði með krónur oftast legið nokkuð fyrir neðan stýrivexti Seðlabankans. Í byrjun september seldi ríkissjóður Seðlabankanum gjaldeyri að andvirði 2 ma.kr. sem ríkissjóður ráðstafaði og jók þannig lausafé í umferð sem leiddi til fremur rúmrar stöðu á markaði. Þegar óvænt innflæði kemur á markaðinn bregðast bankar jafnan við með því að bjóða það á millibankamarkaði með krónur en ef gnótt er jafndreifð hafa hinir aðilarnir lítinn áhuga og því er oftast gripið til þess ráðs að leggja féð inn á bindireikninga í Seðlabankanum og draga þar með úr hugsanlegri spennu sem getur myndast við lok binditímabils. Vextir á millibankamarkaði gefa oftast nokkuð góðar vísbendingar um lausafjárstöðu markaðarins en stöku sinnum eykst eða minnkar

lausafé óvænt og stundum þannig að breytingin er lítt sýnileg og þá riðlast þetta samband. Við túlkun þessara visbendinga ber þó að taka tillit til þess að endurhverf viðskipti Seðlabankans eru til tveggja vikna og skekkja þau því vaxtamyndunina til sama tíma á krónumarkaði.

... og lítil þörf fyrir fyrirgreiðslu í Seðlabanka ...

Samkvæmt upplýsingum sem Seðlabankinn hefur yfir að ráða má ætla að u.þ.b. tveir þriðju hlutar stöðunnar í endurhverfum viðskiptum um þessar mundir séu notaðir til áhættuvarna vegna erlendra afleiðuviðskipta með innlend markaðsskuldabréf. Erlendir fjárfestar virðast hafa lítinn áhuga á því að taka stöðu í íslensku krónunni og vilja einungis kaupa ávöxtun af innlendum skuldabréfum. Viðskiptin fara því þannig fram að innlend lánastofnun kaupir bréfin á markaði og tekur síðan lán hjá Seðlabankanum fyrir andvirði kaupanna og leggur bréfin fram sem veð í þeim viðskiptum. Síðan er gerður samningur við erlenda kaupandann um ávöxtunina. Áhættan í viðskiptunum er tiltölulega lítil og greinilegt er að hægt er að hagnast á þeim. Þetta hefur tíðkast um nokkurt skeið og hefur Seðlabankinn ekki amast við því þar sem aðrir aðilar á innlendum markaði virðast enn ekki færir um að leysa þennan þátt markaðsviðskipta. Það hlýtur þó að vera umdeilanlegt að kalla viðskipti af þessu tagi „sölu á íslenskum skuldabréfum til erlendra fjárfesta“, þar sem erlendi aðilinn leggur lítið fé fram til kaupanna og tekur hvorki gengis- né höfuðstólsáhættu.

Vaxtamunur hefur minnkað vegna lægri vaxta hérlandis

Vaxtamunurinn við útlönd hefur minnkað verulega á undanförunum mánuðum vegna lækkunar vaxta hér á landi. Í lok júlí var vaxtamunur, eins og hann er mældur miðað við þriggja mánaða ríkisvixla hér og erlendis, 5,26 prósentur og vaxtamunur á millibankamarkaði mældist 4,83 prósentur. Í lok október var vaxtamunurinn á ríkisvixlunum 3,15 prósentur og 3,29 prósentur á millibankamörkuðum. Seðlabankar í öðrum löndum, hafa haldið að mestu að sér höndum við vaxtabreytingar síðustu vikur utan hvað svissneski seðlabankinn lækkaði vaxtabilið, sem hann

notar til viðmiðunar, um 0,5 prósentur og danski seðlabankinn lækkaði 14 daga útlánsvexti sína tvisvar í ágúst um 0,05 prósentur hvort skipti. Þessi aðgerð danska seðlabankans er nokkuð óvenjuleg þar sem hann hefur að jafnaði fylgt nákvæmlega eftir vaxtabreytingum evrópska seðlabankans. Hins vegar hafði danska krónan styrkst og þar sem danski seðlabankinn hafði keypt gjaldeyri á tímabilinu máí til ágúst fyrir tæpa 16 milljarða danskra króna var ákveðið að minnka þrýstinginn á genginu og lækka vextina. Þessi þróun hefur nú að einhverju leyti snúist við.

Verðbréfi viðskipti eru mikil um þessar mundir

Verðbréfi viðskipti hafa verið líflæg að undanförunum bæði á hlutabréfa- og skuldabréfamarkaði. September var metmánuður í skuldabréfi viðskiptum og var veltan rétt tæplega 100 ma.kr. eins og sjá má á mynd 7. Mikið hefur verið gefið út af húsbúðum og húsnæðisbréfum upp á síðkastið og stefnir í metár í útgáfu þeirra, alls um 49,3 ma.kr. en áætlun í janúar sl. gerði ráð fyrir 47,2 ma.kr. útgáfu á árinu. Þetta segir þó ekki alla söguna því að 36,7 ma.kr. fara í endurgreiðslur eldri lána. Íbúðalánasjóður gerir ráð fyrir eitthvað meiri útgáfu á næsta ári, eða 52,5 ma.kr., en endurgreiðslur munu þá nema 40,5 ma.kr. Hlutabréfaverð hefur verið tiltölulega stöðugt og hefur vísitala aðallista Kauphallarinnar sveiflast frá því í febrúar á þessu ári á bilinu 1.250 til 1.330 stig.

