

Krónan styrkist og hlutabréf hækka í verði

Ekkert lát hefur verið á styrkingu íslensku krónunnar og annarra hávaxtagjaldmiðla frá útgáfu Peningamála í lok mars. Á sama tíma hafa lágvaxtagjaldmiðlar á borð við japanskt jen og svissneskan franka veikt, vaxtamunarviðskipti hafa því verið ábátasöm. Vextir á erlendum mörkuðum hafa hækkað og vaxtamunur minnkað en ekki í þeim mæli að dregið hafi úr stöðutöku í krónunni. Dregið hefur úr útgáfu ríkisbréfa, sér í lagi í Evrópu, og hafa fjárfestar í auknum mæli leitað fjárfestingarkosta í nýmarkaðs- og þróunarríkjum. Vera kann að áhugi á jöklabréfum skýrist einnig af þessari þróun. Seðlabankinn breytti framsetningu stýrivaxta úr ávöxtun í nafnvexti í júní sl. til samræmis við aðra seðlabanka. Verð hlutabréfa hér á landi sem og erlendis hækkar jafnt og þétt og eru helstu hlutabréfavísitölur í Evrópu og Bandaríkjunum í sögulegu hámarki eða nálægt því. Úrvalsvísitala hlutabréfa hér á landi hefur aldrei verið hærra.

Stýrivextir

Seðlabanki Íslands hefur ekki breytt stýrivöxtum síðan í desember 2006. Englandsbanki, evrópski, sænski, norski, danski og nýsjálenski seðlabankinn hafa allir hækkað stýrivexti sína frá útgáfu síðustu Peningamála en í Japan og Bandaríkjunum hafa vextir verið óbreyttir. Munur innlendra og erlendra stýrivaxta hefur því minnkað lítillega.

Breytt framsetning stýrivaxta Seðlabanka Íslands

Framsetningu stýrivaxta Seðlabankans var nýlega breytt til samræmis við það sem víðast gerist meðal seðlabanka og eru þeir nú tilgreindir sem nafnvextir í stað ávöxtunar. Nafnvextirnir eru reiknaðir sem forvextir og námu þeir við breytinguna 13,3% sem samsvarar 14,25% ávöxtun á heilu ári. Á sama tíma tóku gildi nýjar reglur um viðskipti fjármálafyrirtækja við Seðlabankann sem komu í stað reglna um sama efni frá desember 2004. Reglurnar fela ekki í sér meiri háttar breytingar. Prennt er þó í þeim sem vert er að gefa gaum:

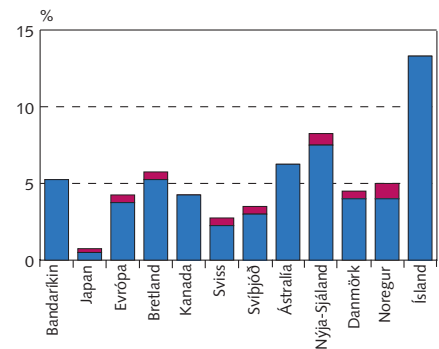
1. Regluleg lánaviðskipti við Seðlabankann eru nú nefnd sínu rétta nafni, veðlán. Þau voru kölluð endurhverf viðskipti í eldri reglum þótt í raun væri um veðlán að ræða.
2. Viðskiptadagar veðlana færast frá þriðjudögum yfir á miðvikudaga.
3. Frádrag frá markaðsverði veðsettra bréfa hefur verið minnkað um 1-2% þegar um er að ræða bréf útgefin af ríkissjóði. Það er nú að hámarki 5% af bréfum með lengri eftirstöðvatíma en 5 ár en var áður 7%.

Skilyrði um lánshæfismat veðhæfra bréfa, lágmarksstærð útgáfu og viðskiptavakt eru óbreytt.

Jafnvægi á peningamarkaði

Innlundur peningamarkaður hefur verið í betra jafnvægi frá því að reglur um veðhæf bréf í viðskiptum við Seðlabankann voru rýmkaðar eins og greint var frá í síðasta hefti Peningamála. Innstæður vegna bindiskyldu hafa hækkað nokkuð vegna aukinna innlána í bankakerfinu en ásókn lánastofnana í veðlán hefur sveiflast allmikið frá einni viku til annarrar. Vextir á peningamarkaði hafa sveiflast lítið og jafnan verið vel

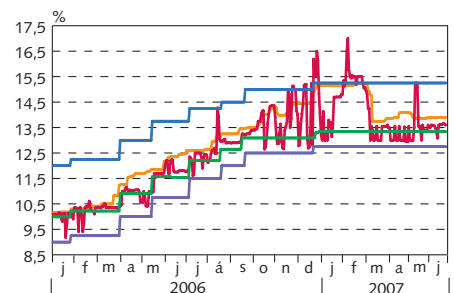
Mynd 1
Stýrivextir nokkurra seðlabanka og hækkun frá síðustu Peningamálum¹



1. Rauði hlutinn sýnir hækkun frá síðustu Peningamálum. Stýrivextir geta ýmist verið útláns- eða innlánsvextir.
Heimild: Reuters.

Mynd 2
Vextir á krónumarkaði og stýrivextir Seðlabankans

Daglegar tölur 3. janúar 2006 - 28. júní 2007



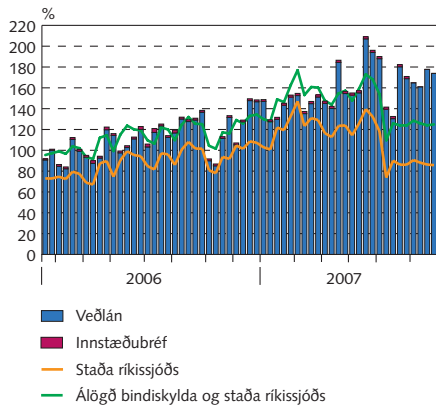
Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Upplýsingar í greininni miðast við 29. júní 2007.

Mynd 3

Veðlán, innstæðubréf, staða ríkissjóðs og álögð bindiskylda

Vikulegar tölur 23. maí 2006 - 27. júní 2007

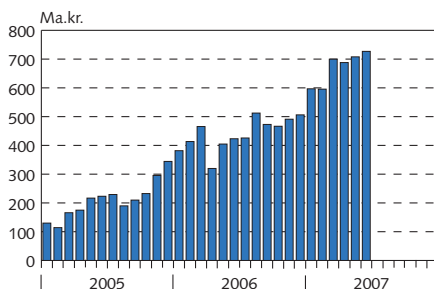


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Framvirk gjaldeyrisstaða bankanna

Staða í lok mánaðar janúar 2005 - júní 2007

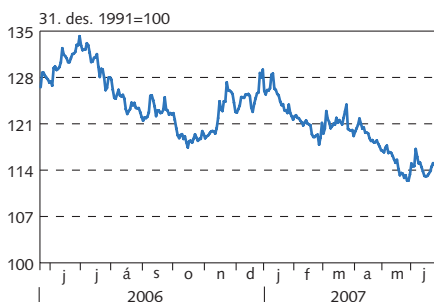


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Vísitala gengisskráningar

Daglegar tölur 22. maí 2006 - 28. júní 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

undir daglánavöxtum Seðlabankans. Einu sinni á tímabilinu varð lausa-fjárskortur sem rekja mátti til óvæntra breytinga á stöðu ríkissjóðs.

Staðan á viðskiptareikningi ríkissjóðs í Seðlabankanum lækkaði umtalsvert þegar ríkissjóður jók eigið fé bankans um 44 ma.kr. í maí. Afkoma ríkissjóðs það sem af er ári er betri en áætlanir gerðu ráð fyrir og hefur innstæða ríkisins í Seðlabankanum vaxið sé tekið tillit til eigin-fjárframlagsins.

Góð arðsemi af vaxtamunarviðskiptum

Vaxtamunarviðskipti með íslensku krónuna hafa áfram verið ábatasöm frá útgáfu *Peningamála* í lok mars. Hávaxtagjaldmiðlar hafa styrkst og lágvaxtagjaldmiðlar á borð við japanskt jen og svissneskan franka hafa veikst á sama tíma. Styrking krónunnar nemur um 5%, jenið hefur gefið eftir um 5% og svissneski frankinn um 3%. Stöðutaka í íslensk-um krónum sem fjármögnuð er til helminga með jennum og svissnesk-um frönkum hefur því skilað 9% í gengishagnað auk vaxtamunar sem nam um 3 prósentum þetta tímabil.

Krónan styrktist nánast óslitið frá páskum fram í júní. Flökt á gengi krónunnar var með minnsta móti en tillögur Hafrannsóknastofn-unar um samdrátt í þorskveiðum ollu skammvinnum titringi og veiktist krónan nokkuð í kjölfar birtingar þeirra.

Lífleg útgáfa jöklabréfa

Útgáfa jöklabréfa umfram innlausn hefur verið nokkur. Frá áramót-um hafa verið gefin út bréf fyrir 174 ma.kr. en bréf að nafnvirði 54,1 ma.kr. hafa fallið í gjalddaga. Heildarfjárhæð útstandandi bréfa er nú 383,5 ma.kr. Í september 2007 falla í gjalddaga 82,5 ma.kr. jöklabréfa. Er það stærsta endurgreiðsla í einum mánuði til þessa og er hún stór hvort heldur miðað er við stærð markaðarins eða þjóðarbúskaparins. Ekki er hægt að útiloka að einhverra áhrifa muni gæta á markaði en hingað til hafa gjalddagar jöklabréfa ekki haft merkjanleg áhrif á gengi krónunnar. Er það í samræmi við reynslu annarra ríkja, enda stýrir stór hluti fjárfesta áhættu í gegnum gjaldeyris- og peningamarkað en bíður ekki með ákvarðanir til gjalddaga einstakra eigna e eignasafni.

Gengisbundnar eignir bankanna, þ.e. eign þeirra í framvirkum samningum og valréttum, gefa vísbendingar um þróunina á stöðutöku í krónum. Í lok júní nam heildareign bankanna í erlendum gjaldmiðlum 727 ma.kr. sem er aukning um 112 ma.kr. frá því í lok febrúar. Aukningin varð nær öll í mars og hefur staðan lítið breyst síðan. Í reynd er aukningin meiri mæld í erlendri mynt þar sem krónan hefur styrkst á tímabilinu.

Gjaldeyrisforði minnkar

Gjaldeyrisforði Seðlabankans hefur dregist saman um 10 ma.kr. frá lok-um mars. Mest munar þar um 5% styrkingu krónunnar en einnig var innt af hendi síðasta afborgun ársins af erlendum skuldum ríkissjóðs að fjárhæð 50 milljónir evra eða 4,2 ma.kr. Næsti gjalddagi erlends láns ríkissjóðs verður í maí á næsta ári en þá falla 150 milljónir evra í gjald-daga eða um 13 ma.kr.

Seðlabankinn kaupir 6 milljónir Bandaríkjadala á innlendum milli-bankamarkaði í hverri viku. Andvirðinu er varið til greiðslu vaxta og afborgana af erlendum lánum ríkissjóðs og því sem umfram er til efl-ingar gjaldeyrisforða bankans.

Betri skuldastaða ríkissjóða skapar vandamál

Smæð útistandandi flokka ríkisbréfa veldur því að seljanleiki (e. liquidity) er lítill á innlendum skuldabréfamarkaði. Góð afkoma ríkissjóðs undanfarin ár hefur dregið úr þörf innlendarar skuldabréfaútgáfu og lág skuldastaða hans er skýrt styrkleikamerki. Ríkissjóður hefur því verið tregur til útgáfu ríkisbréfa þótt hún megi teljast æskileg frá sjónarhóli markaðarins.

Fróðlegt er að skoða hvernig brugðist hefur verið við á öðrum Norðurlöndum þar sem svipuð þróun á sér stað. Tekjur Norðmanna af olíuvinnslu gera það að verkum að norska ríkið hefur ekki þörf fyrir lánsfjármögnun. Það hefur eigi að síður tekið þá stefnu að halda úti ríkisbréfum í norskum krónum fyrir fjárhæð sem nemur um 10% af landsframleiðslu. Lítið er á það sem almannagæði (e. public good) að sjá fjármálamarkaði fyrir „áhættulausum“ vaxtaferli. Ríkissjóðir Svíþjóðar og Danmerkur eru í svipaðri stöðu. Skuldir sænska ríkisins hafa lækkað ört. Þær nema u.þ.b. 40% af landsframleiðslu og útlit er fyrir að þær nemi aðeins 30% af landsframleiðslu árið 2009. Hlutfall skulda gæti lækkað enn meira komi stefna ríkisstjórnarinnar um einkavæðingu ríkisfyrirtækja og minnkun á eignarhluta ríkisins í ýmsum fyrirtækjum til framkvæmda. Í Danmörku nema skuldir ríkissjóðs 16% af landsframleiðslu og er áætlað að þær muni lækka í sem nemur 12% af landsframleiðslu í lok árs 2008.

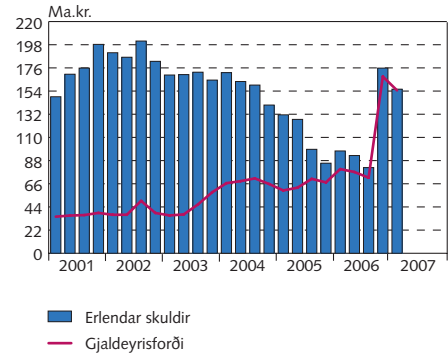
Danir og Norðmenn hafa þegar hætt allri útgáfu skuldabréfa í erlendum gjaldmiðlum og líklegt er að Svíar muni gera slíkt hið sama. Smæð markaðarins er þegar farin að valda áhyggjum í Danmörku og Noregi. Svíar sjá fram á svipaða þróun á sínum markaði þótt enn sé borð fyrir báru. U.þ.b. fimmtungur skulda sænska ríkisins eru í erlendum myntum og 25% í verðtryggðum skuldabréfaútgáfum. Því er hægt að greiða niður umtalsverðar skuldir áður en dregið er úr útgáfu þeirra flokka sem mynda áhættulausan nafnvaxtaferil í sænskum krónum. Í Danmörku hefur útgefnum flokkum skuldabréfa verið fækkað til að tryggja næga dýpt þeirra. Útgáfu víxla og skuldabréfa til allt að 5 ára hefur verið hætt.

Ljóst er að vegna smæðar íslenska hagkerfisins verður seljanleiki alltaf lítill á íslenskum markaði samanborið við önnur lönd. Á Íslandi nema heildarskuldir ríkissjóðs um 25% af landsframleiðslu og innlendar skuldir nema aðeins um 12% af landsframleiðslu. Heildarfjárhæð ríkisbréfa, ríkisvíxla og spariskírteina er nú 133 ma.kr. að markaðsvirði en samsvarandi fjárhæð ríkisbréfa í Danmörku er um 2.350 ma.kr. (210 ma.dkr.) og í Noregi 2.270 ma.kr. (210 ma.nkr.).

Erfitt er að meta hve stórir flokkar skuldabréfa þurfa að vera til að seljanleiki náist. Á evrusvæðinu er gjarnan talið að stærð hverrar útgáfu ríkisskuldabréfa þurfi að vera 5 ma. evra til þess að viðunandi seljanleiki náist. Sú fjárhæð samsvarar fjórföldum krónuskuldum og tvöföldum heildarskuldum íslenska ríkisins. Ísland mun seint gefa út skuldabréf af þeirri stærð. Stækkun og fækkun skuldabréfaflokka frá því sem nú er myndi þó örugglega bæta dýpt og verðmyndun á innlenda markaðnum. Lánasýsla ríkisins hefur hætt útgáfu verðtryggðra bréfa og hefur frá því á árinu 2006 keypt upp verðtryggð spariskírteini. Undanfarin ár hefur áhersla einnig verið lögð á endurgreiðslu erlendra skulda. Ekki liggur annað fyrir en að sú þróun haldi áfram.

Mynd 6
Gjaldeyrisforði og vergar erlendar skuldir ríkissjóðs

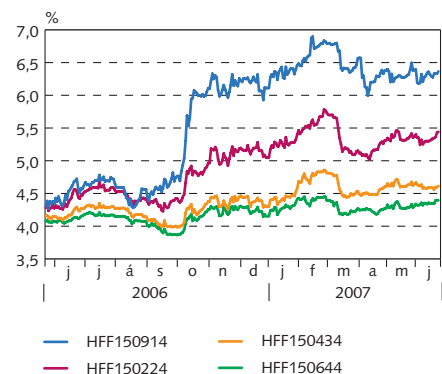
1. ársfj. 2001 - 1. ársfj. 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

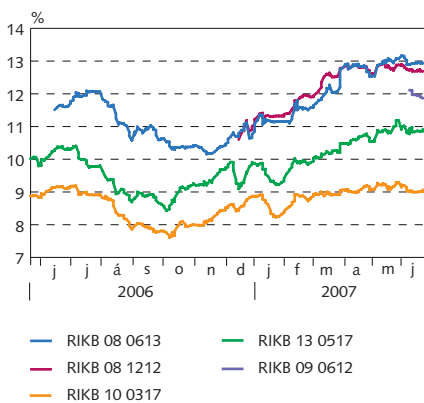
Mynd 7
Raunávöxtun íbúðabréfa

Daglegar tölur 22. maí 2006 - 28. júní 2007



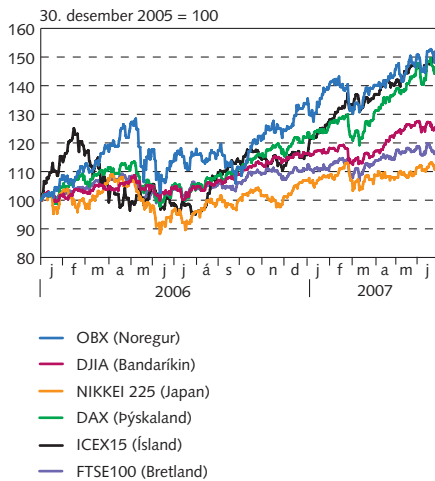
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8
Ávöxtun ríkisbréfa
Daglegar tölur 22. maí 2006 - 28. júní 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9
Þróun nokkurra hlutabréfavisitalna
Daglegar tölur 1. janúar 2006 - 28. júní 2007



Heimild: Reuters.

Ráðstafanir á borð við samninga um viðskiptavakt og skuldabréfa-lán Lánasýslu ríkisins bæta verðmyndun. Með auknum skuldabréfa-lánnum Lánasýslunnar hefur velta á markaði með ríkisbréf aukist miðað við útistandandi fjárhæð ríkisskuldabréfa. Dýptin gæti aukist enn frekar með skipulegum verðbréfalánamarkaði. Lífeyrissjóðir, verðbréfasjóðir og aðrir eigendur skuldabréfa gætu sem þátttakendur á slíkum markaði aukið dýpt, bætt verðmyndun á markaðnum og ávöxtun eignasafna sinna á sama tíma.

Virkur skuldabréfamarkaður er ekki aðeins mikilvægur frá sjónarhóli fjármálamarkaðarins og peningastefnunnar. Markaðurinn er einnig tæki fyrir ríkissjóð til að afla fjármagns. Aukin dýpt auðveldar ríkissjóði að sækja fé á markaðnum á sem bestum kjörum þegar á þarf að halda.

Minnkandi skuldir ríkissjóða og þar með minnkandi skulda-bréfaútgáfa þeirra vekur upp spurningar um hvort aðrir geta tekið að sér það hlutverk að sjá markaðnum fyrir „áhættulausum“ vaxtaferli. Skuldabréf með veði í safni fasteignaveðlána koma næst því að bera svipaða mótaðilaáhættu. Fasteignaveð eru talin einhver öruggasta baktrygging sem völ er á og skuldabréfavafningar (e. structures) hafa gert innlendum fjármálastofnunum kleift að ná hæstu mögulegu láns-hæfiseinkunn með slíkum eignasöfnum.

Hærrí ávöxtunarkrafa þrátt fyrir neikvæðar fréttir

Þrátt fyrir að ávöxtunarkrafa skuldabréfa hafi lækkað tímabundið í byrjun júní í kjölfar fréttu af tillögum um niðurskurð aflaheimilda og samdrætti í landsframleiðslu á fyrsta fjórðungi ársins hafði hún í lok júní hækkað frá útgáfu *Peningamála* í lok mars.

Hlutabréfamarkaður

Verð hlutabréfa hefur haldið áfram að hækka. Það er nú í sögulegu hámarki og ekkert lát virðist á þeirri bjartsýni sem ríkt hefur á markaðnum. Erlendir hlutabréfamarkaðir hafa einnig hækkað undanfarin misseri og er hlutabréfaverð í sögulegu hámarki í Evrópu og Bandaríkjunum.

Í júní var elsti banki Færeyja, Føroya Bank, skráður samtímis í kauphöll OMX á Íslandi og í Danmörku. Skráningin fór fram í kjölfar einkavæðingar bankans sem var í eigu færeysku heimastjórnarinnar.

R&I gefur ríkissjóði einkunn

Japanska matsfyrirtækið R&I gaf út lánshæfismat fyrir íslenska ríkið í fyrsta skipti og fékk ríkissjóður einkunnina AA+ fyrir skuldbindingar í erlendum gjaldmiðlum. R&I starfar fyrst og fremst á Japansmarkaði en er einnig viðurkennt af SEC í Bandaríkjunum. Lánshæfismat ríkissjóðs í hverju landi er hámark mögulegrar lánshæfiseinkunnar annarra aðila í sama landi. R&I mat lánshæfi íslenska ríkisins að eigin frumkvæði í tengslum við mat fyrirtækisins á lánshæfi Kaupþings banka hf. R&I er fjórða fyrirtækið sem metur lánshæfi ríkissjóðs. Samsvarandi einkunn er Aaa hjá Moody's og A+ hjá S&P og Fitch Ratings.