

Rót á alþjóðlegum mörkuðum

Miklar sviptingar hafa verið á erlendum og innlendum fjármálamörkuðum undanfarna mánuði. Rót þeirra er að finna á bandarískum húsnæðislánamarkaði, svokölluðum undirmálslánamarkaði. Það hefur leitt til endur- mats á áhættu eftir langt tímabil sem einkenndist af lágum vöxtum, lágu vaxtaálagi, ofgnótt lausafjár, auk- inni áhættusækni og skuldsetningu. Seðlabankar í Evrópu og Bandaríkjunum hafa gripið til ráðstafana til að fyrirbyggja fjármálakreppu. Evrópski seðlabankinn jók til muna lausafjárþingreiðslu sína, Englandsbanki gerði slíkt hið sama en veitti auk þess einum banka þrautavarlán. Bandaríski seðlabankinn jók einnig fyrirgreiðslu sína, lækkaði daglánavexti og greip loks til grunnvaxtalækkunar sem gekk lengra en búist var við. Ekki varð vart við lausafjárþróng á krónumarkaði og ekki kom til þess að Seðlabanki Íslands gripi til sérstakra aðgerða. Á haustmisseri urðu skipulagsbreytingar í lánamálum ríkissjóðs og þau voru flutt til Seðlabankans.

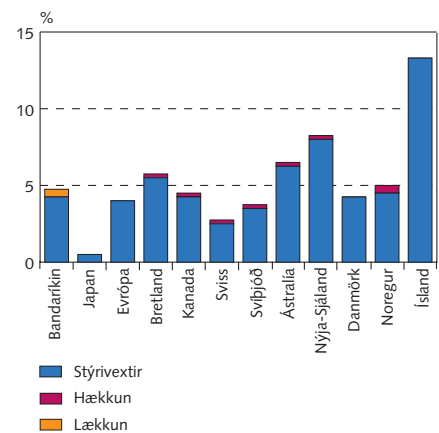
Órói á alþjóðamörkuðum ...

Áhyggjur af áhrifum ótrygggra útlána til fasteignakaupa í Bandarík- unum á greiðsluhæfi fjármálastofnana urðu til þess að þær héldu að sér höndum í lánveitingum sín á milli og til fyrirtækja. Afleiðingin varð mikil hækkun millibankavaxta og varð bilið milli þeirra og grunnvaxta meira en það hefur verið um langt árabíl. Fjárfestar flúðu með eigur sínar í ríkistryggð skammtímabréf og ávöxtun þeirra tók mikla dýfu af þeim sökum. Óróinn náði hámarki um miðjan ágúst. Evrópski seðla- bankinn, Englandsbanki og bandaríski seðlabankinn brugðust við með því að stórauka lausafjárþingreiðslu til banka.

Bandaríski seðlabankinn lækkaði daglánavexti sína 17. ágúst. Álag á grunnvexti fór úr einni í hálfa prósentu, eða í 5,75%. Hinn 18. september lækkaði bankinn svo grunnvexti sína úr 5,25% í 4,75%. Flestir markaðsaðilar höfðu gert ráð fyrir 0,25 prósentu lækkun. Í kjöl- farið varð ein mesta hækkun á gengi hlutabréfa sem orðið hefur á einum degi í Bandaríkjunum um langa hríð. Óhætt er að segja að að- gerðin hafi endurvakið bjartsýni fjárfesta. Síðar náði bandaríska hluta- bréfavísitalan Dow Jones sögulegu hámarki en lækkaði fljótlega aftur. Útlit er fyrir að endurmat markaðarins á áhættu sé að einhverju leyti varanlegt. Aðstæður á fjármálamörkuðum undanfarin ár hafa verið óvenjulegar. Grunnvextir hafa verið lágir, vaxtaálag verið í sögulegu lágmarki, aðgangur að fjármagni greiður og áhættusækni á markaði skilað ríkulegri ávöxtun. Hins vegar er vaxtaálag nú töluvert herra en um mitt ár og ljóst að fjárfestar eru varari um sig en þeir hafa verið í langan tíma.

Flestir seðlabankar hafa heimild til að veita fjármálastofnunum í lausafjárþingreiðslu lán til þrautavara. Þeir geta rýmkað reglur um tryggingar til að auðvelda aðgang að slíkri fyrirgreiðslu. Seðlabankar geta eðli málsins samkvæmt útvegað ótakmarkaða fjárhæð í heimagjaldmiðli, fullnægi lántaki öðrum skilyrðum sem sett eru. Tilgangur þrautavaraálána er að koma í veg fyrir að tímabundin lausafjárþingreiðslu reki fjármálafyrirtæki með fullnægjandi eiginfjárstöðu í þrot. Hinn 14. september tilkynnti Englandsbanki að hann hefði, að höfðu samráði

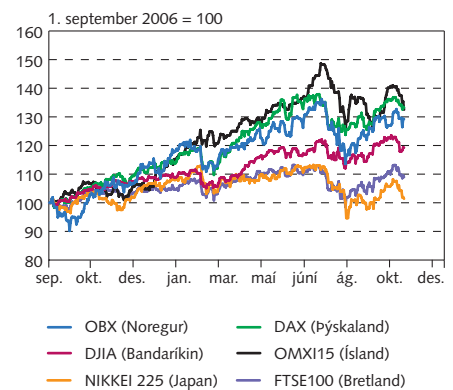
Mynd 1
Stýrivextir nokkurra seðlabanka og hækkun frá síðustu Peningamálum



Heimild: Reuters.

Mynd 2
Þróun nokkurra hlutabréfavísitalna

Daglegar tölur 1. september 2006 - 24. október 2007

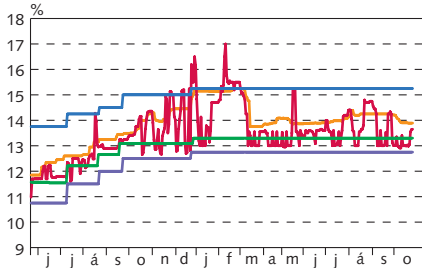


Heimild: Bloomberg.

1. Upplýsingar í greininni miðast við 24. október 2007.

Mynd 3
Vextir á krónumarkaði og
stýrivextir Seðlabankans

Daglegar tölur 22. maí 2006 - 24. október 2007

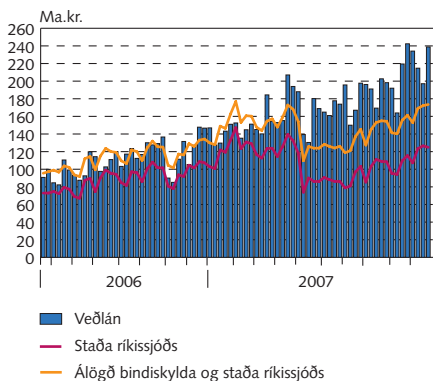


— Daglánavextir
— Vextir yfir nótt
— Stýrivextir
— 3 mánaða vextir á krónumarkaði
— Viðskiptareikningsvextir

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4
Veðlán, staða ríkissjóðs og álögd bindiskylda

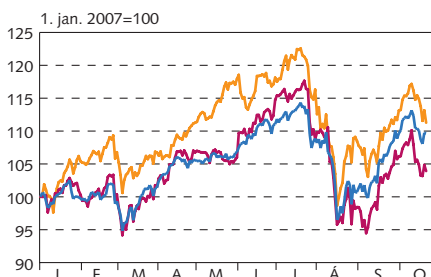
Daglegar tölur 23. maí 2006 - 24. október 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5
Gengi gagnvart JPY

Daglegar tölur 1. janúar - 24. október 2007



— AUD
— NZD
— ISK

Heimild: Seðlabanki Íslands.

við breska fjármálaeftirlitið, veitt fasteignalánabankanum Northern Rock slíka fyrirgreiðslu. Innlánseigendur bankans brugðust skjótt við þessum tíðindum og hófu að draga innstæður sínar út úr bankanum. Í fyrsta skipti frá því eftir miðja 19. öld varð áhlaup á breskan banka. Vandinn sem þrautavaránið átti að leysa skapaði því annan vanda og hann mun meiri sem sé vantraust á getu bankans. Að lokum lýstu bresk stjórnvöld því yfir að þau tryggðu allar innstæður í bankanum og að sú trygging gildi meðan óróinn varir. Viðbrögð viðskiptavina komu öllum að óvörum. Sá lærdómur situr eftir og ætti að vera yfirvöldum og fjármálastofnunum í hverju landi umhugsunarefni að fyrirgreiðsla til þrautavara er tvíeggjað sverð.

... og einnig hér heima

Óróinn á alþjóðamörkuðum hafði ekki veruleg áhrif á innlandan peningamarkað. Engin merki voru um lausafjárskort né annað sem kallaði á aðgerðir af hálfu Seðlabanka Íslands. Innlendar fjármálastofnanir virtust nokkuð vel búnar undir að takast á við tímabundnar þrengingar í aðgangi að lánsfé. Reynolds síðastliðins árs kom þeim vafalítið til góða.

Gengi íslensku krónunnar lækkaði töluvert á meðan óróinn stóð sem hæst. Frá því seint í júlí fram í miðjan ágúst lækkaði það um 15%. Miklar sviptingar urðu í stöðutöku með krónunni í ágúst. Samkvæmt upplýsingum sem Seðlabankinn safnar um gjaldeyrisjöfnuð banka² var eign þeirra í framvirkum samningum 769 ma.kr. í lok ágúst en meðalstaða mánaðarins var aðeins 674 ma.kr. eða 32 ma.kr. lægri en lokastaða júlí. Fjárfestar í krónunni virðast því hafa lokað stöðum sínum í fyrri hluta ágúst meðan óróinn var mestur en tekið stöður á ný í seinni hluta ágúst. Framvirk staða bankanna hækkaði því töluvert í ágúst þrátt fyrir allt, hvort sem mælt er í krónum eða erlendri mynt, en krónan veiktist um 3,5% frá upphafi til loka mánaðarins. Krónan hefur síðan haldið styrk sínum og gengisflökt minnkað mikið. Sterkt samband íslensku krónunnar við gengi annarra hávaxtamynta veldur því að áfram má búast við að gengissveiflur ráðist að miklu leyti af aðstæðum á alþjóðlegum mörkuðum.

Hlutabréfaverð héraðs náði sögulegu hámarki 19. júlí er OMXI15 hlutabréfavísitalan mældist 9.080 stig. Hinn 16. ágúst hafði vísitalan lækkað um 17% frá sínu hæsta gildi og mældist 7.550 stig. Helmingur lækkunarinnar gekk til baka næstu daga á eftir. Hlutabréfaverð lækkaði aftur um miðbik september og fór vísitalan aftur niður í 7.550 stig. Þá tók það aftur að hækka og náði um 8.600 stigum um miðjan október. Síðan hefur leiðin frekar legið niður á við en ljóst er að arðsemi banka og fjárfestingarfélaga sem mynda stóran hluta OMXI15-vísitölunnar var mun lakari á þriðja ársfjórðungi en fyrstu sex mánuði ársins.

Hægir á útgáfu jöklabréfa

Útgáfa jöklabréfa umfram innlausn hefur numið 109 ma.kr. það sem af er þessu ári. Frá byrjun þriðja ársfjórðungs hefur útistandandi fjárhæð þeirra dregist saman um 16 ma.kr. Í lok ágúst sl. var staðan 437 ma.kr. og hafði aldrei verið hærri. Útistandandi nafnverð jöklabréfa er nú 373 ma.kr. Aðeins 12 ma.kr. falla í gjalddaga til áramóta en í janúar 2008

2. Gögn frá Glitni hf., Kaupþingi hf. og Landsbanka Íslands hf.

falla 68,5 ma.kr. af jöklabréfum til greiðslu. Undanfarnar fjórar vikur hefur útgáfa jöklabréfa aðeins numið 4 ma.kr. svo að áhugi markaðarins á nýjum útgáfum virðist takmarkaður um þessar mundir.

Sterk lausafjárstaða ríkissjóðs og veðlán Seðlabankans

Afkoma ríkissjóðs það sem af er þessu ári hefur verið betri en áætlanir gerðu ráð fyrir. Innstæða ríkissjóðs í Seðlabankanum hefur vaxið undanfarna mánuði og var 17. október alls 133 ma.kr. Staða veðlana Seðlabankans hefur einnig hækkað mikið. Stökk sem varð í þeim í kringum stóran gjalddaga jöklabréfa í september kann að benda til þess að fjárfestar taki nú frekar stöðu í íslensku krónunni á peningamarkaði. Áhrif gjalddagans voru vart mælanleg á gjaldeyrismarkaði en það styður þessar vangaveltur. Það kann einnig að benda til þess að fjárfestar í vaxtamunarviðskiptum vilji gera styttri samninga sem auðvelt er að loka með stuttum fyrirvara.

Krónustaða bankanna virðist einnig vera rúm. Vextir á millibankamarkaði hafa legið nær grunnvöxtum Seðlabankans en oft áður. Vextir hækkuðu þó nokkuð um tíma í ágúst þegar óróinn á fjármálamarkaði stóð sem hæst. Líklegt er að bankarnir hafi haldið að sér höndum í lánveitingum tímabundið meðan óvissan var í hámarki. Vextir náðu þó aldrei að vera hærri en daglánavextir Seðlabankans en þeir mynda þak vaxtarófs skammtímaxaxta við eðlilegar aðstæður.

Aukið aðhald í langtímavöxtum

Verðtryggðir og óverðtryggðir langtímavextir eru nú mun hærri en við útgáfu síðustu *Peningamála*. Óverðtryggðir vextir hafa hækkað jafnt og þétt þetta ár m.a. vegna yfirlýsinga Seðlabankans um að nauðsynlegt sé að viðhalda ströngu peningalegu aðhaldi enn um sinn til að ná niður verðbólgu. Verðtryggðir vextir hafa einnig hækkað en breyttu um kúrs í kjölfar óróans í júlí og ágúst er markaðsaðilar hófu að kaupa sér tryggingu gagnvart verðbólgu vegna skarprar gengislækkunar krónunnar. Peningalegt aðhald er því greinilega að skila sér í lengri enda vaxtarófsins.

Þrátt fyrir mikla hækkun á ávöxtunarkröfu íbúðabréfa hefur Íbúðalánasjóður ekki breytt vöxtum útlána síðan 13. september. Ávöxtun lengstu íbúðabréfanna á eftirmarkaði eru nú hærri en útlánsvextir sjóðsins án uppgreiðsluálags. Sjóðurinn er stór á innlendum íbúðalánamarkaði og þess vegna er mikilvægt að vextir á útlánum hans endurspegli vaxtaþróun á markaði. Augljóst er að vaxtastefna sjóðsins hefur torvelað viðleitni Seðlabankans til að draga úr verðbólgu.

Útgáfa ríkisverðbréfa

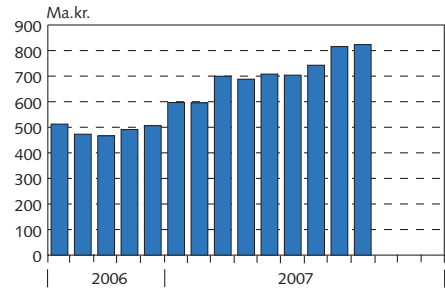
Afgangur á ríkissjóði undanfarin ár hefur leitt til verulegrar lækkunar skulda og er nú svo komið að hrein staða ríkissjóðs, þ.e. kröfur ríkissjóðs og handbært fé að frádregnum skuldum, er jákvæð um 63 ma.kr. Markmið ríkissjóðs með útgáfu skuldabréfa er því fyrst og fremst að tryggja að eftirmarkaður með áhættulaus ríkisskuldabréf sé til staðar.

Árið 2001 hætti ríkissjóður nánast að gefa út verðtryggð sparskírteini en einbeitti sér að útgáfu óverðtryggðra ríkisbréfa og ríkisvíxla. Markmiðið með útgáfunum var m.a. að byggja upp áhættuláusan óverðtryggðan ávöxtunarferil við hliðina á verðtryggðum ávöxtunarferli íbúðabréfa. Útgáfur ríkissjóðs og Íbúðalánasjóðs eru mikilvægur grunnur undir verðlagningu skuldabréfa sem gefin eru út af öðrum

Mynd 6

Framvirk gjaldeyrisstaða bankanna

Staða í lok mánaðar ágúst 2006 - september 2007

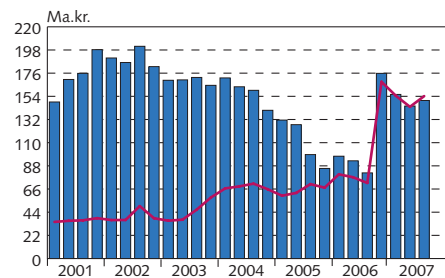


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Gjaldeyrisforði og vergar erlendar skuldir ríkissjóðs

1. ársfj. 2001 - 3. ársfj. 2007



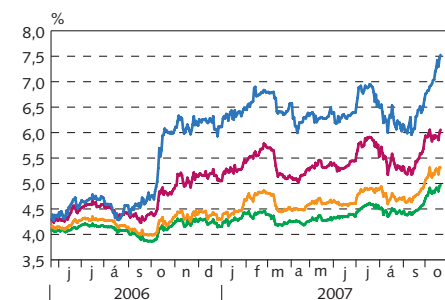
■ Erlendar skuldir
— Gjaldeyrisforði

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Raunávöxtun íbúðabréfa

Daglegar tölur 22. maí 2006 - 24. október 2007

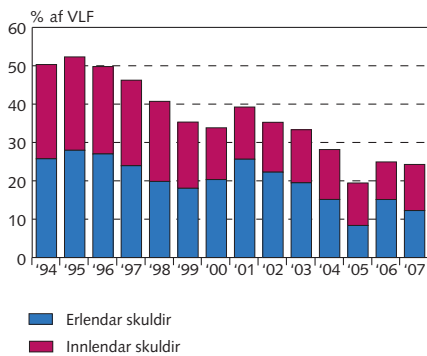


— HFF150914 — HFF150434
— HFF150224 — HFF150644

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9

Innlendar og erlendar skuldir ríkissjóðs¹

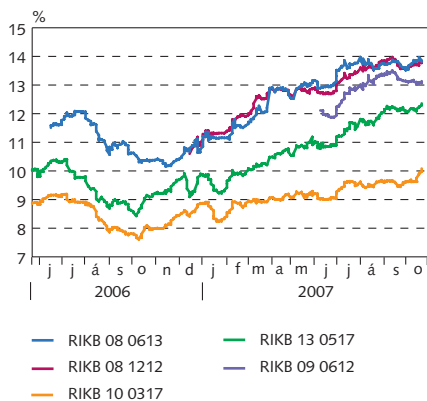


1. Til og með 24. október 2007.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

Ávöxtun ríkisbréfa

Daglegar tölur 22. maí 2006 - 24. október 2007



Heimild: Seðlabanki Íslands.

aðilum, t.d. sveitarfélögum og fyrirtækjum. Einnig stuðla útgáfunar að framþróun á innlendum afleiðumörkuðum. Óverðtryggðar útgáfur ríkissjóðs styðja við uppbyggingu á vaxtaskiptamarkaði í krónum. Ávöxtunarferlarnir eru einnig mikilvægur mælikvarði á verðbólguvæntingum markaðarins.

Í ljósi lítillar lánsfjárþarfar ríkissjóðs hefur stefnan í innlendum útgáfumálum verið að byggja upp fáa markflokka óverðtryggðra skuldbréfa. Nú eru útistandandi þrjú flokkar ríkisvixla, sá lengsti með gjalddaga eftir þrjú mánuði. Þá eru útistandandi fimm flokkar ríkisbréfa, tveir sem eru á gjalddaga árið 2008 en hinir árin 2009, 2010 og 2013.

Þörf fyrir 10 ára óverðtryggð ríkisbréf

Á undanförunum árum hefur meðallíftími lánasafns ríkisins styst. Á rúmlega ári hefur meðaltími lánasafnsins styst úr 4,5 árum í 2,8 ár. Ástæðan er sú að ríkissjóður hefur undanfarið ár einbeitt sér að útgáfu ríkisbréfa til tveggja ára. Síðast var gefinn út nýr 10 ára ríkisbréfa-flokkur í maí árið 2002. Með hliðsjón af endurfjármögnunaráhættu og þörfum markaðarins væri æskilegt að auka meðallíftíma safnsins með útgáfu á nýjum 10 ára flokki. Það myndi draga úr vægi verðtryggðra skuldbindinga á innlendum lánamarkaði og mynda grunn sem auðveldaði öðrum útgefendum að gefa út óverðtryggð bréf til lengri tíma. Útgáfa 10 ára ríkisbréfaflokks myndi einnig auðvelda verðlagningu vaxtaskiptasamninga í krónum til 10 ára, en sem stendur sýna viðskiptabankarnir tvíhliða tilboð í vaxtaskiptasamninga til allt að 5 ára. Slík útgáfa gæfi einnig mikilvægar viðbótarupplýsingar við þann feril sem fyrir er og myndi bæta miðlun peningastefnunnar út vaxtarófið. Samanburður á ávöxtunarkröfu á milli landa miðast yfirleitt við 10 ára markflokka og leitast ríki við að gefa reglulega út slíka flokka þótt eiginleg fjárþörf sé ekki til staðar. Nauðsynlegt er að byggja nýjan 10 ára markflokk hratt upp í byrjun svo að eðlileg verðmyndun náist sem fyrst. Á næsta ári eru tveir flokkar ríkisbréfa á gjalddaga sem samtals nema 30 ma.kr. að nafnverði. Það ætti að greiða fyrir útgáfu á nýjum 10 ára flokki ríkisbréfa.

Lítill velta á víxlamarkaði

Útgáfa ríkisvixla hefur því miður ekki skilað þeim árangri sem vonast var eftir en þriggja mánaða víxlar eru nú seldir í mánaðarlegum útboðum. Stærð hvers flokks er 4-5 ma.kr. Að jafnaði eru því útistandandi ríkisvixlar fyrir um 12-15 ma.kr. Kaupendurnir eru aðallega peningamarkaðssjóðir sem halda þeim til gjalddaga. Velta með ríkisvixla í Kauphöllinni er sáralítill en á árunum 2003-2005 var hún 80-90 ma.kr. á ári. Síðustu tvö árin hefur veltan verið innan við 10 ma.kr. á ári. Vixlarnir skipta því óverulegu máli fyrir vaxtamyndun á stysta enda vaxtarófsins en millibankamarkaður með krónur hefur tekið við því hlutverki. Hliðstæð þróun hefur átt sér stað á öðrum mörkuðum, t.d. á Norðurlöndunum. Lántökukostnaður við útgáfu ríkisvixla er mikill á meðan skammtíma vextir eru háir. Meðalávöxtun samþyktra tilboða á yfirstandandi ári hefur legið á bilinu 13,5%-15%. Vegna þess að ávöxtunarferillinn er niðurrhallandi yrði lántökukostnaður ríkissjóðs (a.m.k. til skamms tíma) lægri. Einnig er mikilvægt fyrir markaðinn, miðlun peningastefnunnar og til að draga úr vægi verðtryggingar á

Hinn 1. október tók Seðlabanki Íslands við umsýslu innlendra lánamála ríkissjóðs. Samningur þessa efnis var gerður á grundvelli laga nr. 43/1990 um Lánasýslu ríkisins. Þar segir að heimilt sé að semja við Seðlabanka Íslands um að hann annist framkvæmd erlendra lánamála, ríkisábyrgða- og endurlánamála svo og önnur verkefni sem Lánasýslu ríkisins eru falin eftir því sem hagkvæmt þykir. Til þessa hefur bankinn séð um erlend lánamál ríkissjóðs en Lánasýsla ríkisins um innlenda hlutann.

Dregið hefur úr umsvifum ríkissjóðs á lánamörkuðum undanfarin ár. Í árslok 2007 stefnir í að heildarskuldir hans nemi um 25% af landsframleiðslu. Útlit er fyrir að lánsfjárbörf ríkissjóðs verði áfram lítil næstu árin. Um helmingur af skuldum ríkissjóðs er í erlendum gjaldmiðlum. Frá árinu 1994 hefur hlutfall erlendra skulda í heildarskuldunum verið á bilinu 40-65% og flest árin nálægt 50%.

Seðlabankinn hefur annast umsýslu erlendra lánamála og samskipti við erlend matsfyrirtæki. Nýgerður samningur um innlend lánamál felur í sér að Seðlabankinn tekur að sér umsjón og framkvæmd útboða, uppkaup og innlausn ríkisverðbréfa, gerð aðalmiðlarasamninga og umsjón með verðbréfalánum til aðalmiðlara. Einnig mun bankinn sinna upplýsingagjöf til markaðsaðila og fjármálaráðuneytis með reglubundnum hætti og viðhalda vefsíðunni www.bonds.is. Gagnvart markaðsaðilum á flutningur lánaverkefna ríkissjóðs að hafa óveruleg áhrif.

Samkvæmt samningnum tekur Seðlabankinn einnig að sér verkefni er snúa að ríkisábyrgðum og endurlánum sem Lánasýslan sinnir áður. Bankinn sér um umsýslu ríkisábyrgða og metur áhættu ríkissjóðs vegna þeirra. Þá mun hann veita ráðuneytinu umsagnir vegna ríkisábyrgða, sjá um afgreiðslu ábyrgða og innheimta ríkisábyrgðargjald. Þá mun Seðlabankinn taka að sér útgáfu skuldabréfa vegna endurlána.

Í samningnum er kveðið á um skýra verkaskiptingu á milli aðila, þar sem ábyrgð á stjórn lánamála ríkisins er í höndum fjármálaráðuneytisins en Seðlabankinn sér um framkvæmd þeirra í umboði ráðuneytisins. Tilgangurinn er að fyrirbyggja að markmiðið í peningastefnu Seðlabankans rekist á við stefnu ríkissjóðs í lánamálum.

Rammagrein 1

Breytingar í lánaumsýslu ríkissjóðs

langa enda vaxtarófsins að lengja óverðtryggða vaxtaferilinn með útgáfu lengri ríkisbréfa. Það sýnist því rökrétt á þessari stundu að hætta útgáfu víxla og beina kröfunum að útgáfu lengri skuldabréfa.

