

Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans¹

Frekari styrking krónunnar, lægri vextir

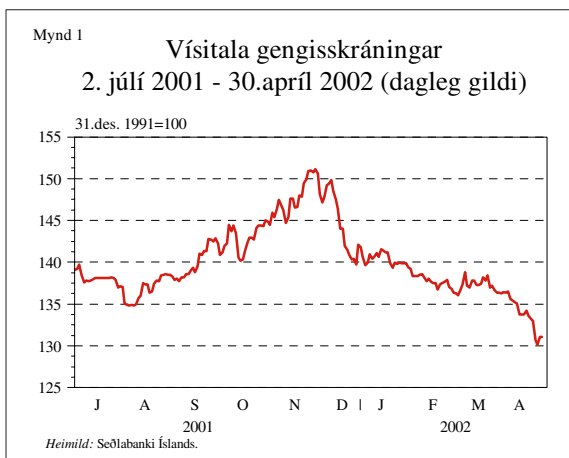
Frá janúarlokum og til loka febrúar hækkaði gengi íslensku krónunnar jafnt og þétt. Þá varð skammvinn lækkun en í mars breyttist gengið lítið. Þegar leið á apríl hækkaði gengið verulega sem að nokkru má rekja til spákaupmennsku. Í lok apríl hafði vísitala gengisskráningar lækkað í u.þ.b. 130 úr 140 í lok janúar. Gengi krónunnar hafði því hækkað um líðlega 7% á þessum tíma. Seðlabankinn átti engin viðskipti á gjaldeyrismarkaðnum á þessu tímabili og því er ljóst að innflæði gjaldeyris umfram ústreymi var nokkurt og oftast án stórra verðhreyfinga þótt stöku hvellir kæmu undir lok apríl. Vextir á milli-bankamarkaði með krónur lækkuðu verulega upp úr miðjum mars og ollu þar nokkru aðgerðir Seðlabankans og ríkissjóðs en aðrir atburðir höfðu einnig veruleg áhrif. Endurhverf viðskipti við Seðlabankann náðu nýju hámarki um miðjan mars en gengu síðan til baka eftir að rýmkaðist um laust fé í kjölfar mikillar innlausnar spariskirteina í aprílbyrjun. Skuldabréfamarkaður hefur verið á þokkalegri siglingu og hlutabréfamarkaður hefur sótt í sig veðrið.

Stígandi á gjaldeyrismarkaði ...

Í lok janúar var vísitala gengisskráningar við 140 og við tók tímabil frekari styrkingar krónunnar. Styrking varð til byrjunar mars, þótt stöku veiking yrði á milli daga. Gjalddeyriflæði var allstöðugt og oftar var gnótt gjaldeyris en hitt, enda staðfesta tölur um vöruskipti við útlönd að meira var flutt út á fyrstu mánuðum þessa árs en til landsins. Fjárfesting í erlendum verðbréfum var einnig hófleg. Markaðurinn virtist taka því með jafnaðargeði að fyrirhugaðri einkavæðingu Landssímans var frestað og aðrir atburðir virtust lítil áhrif hafa lundarfar á markaðnum. Í fyrri hluta mars glímdi markaðurinn við allmikla fjárfestingu sem tengdist gjaldeyrisviðskiptum og lét gengi krónunnar undan síga um stundarsakir en sótti síðan í sig veðrið á ný. Það styrktist enn frekar þrátt fyrir vaxtalækkun Seðlabankans, en vera kann að birting talna um utanríkisverslun í febrúar hafi gert meira en að vega upp þau neikvæðu áhrif sem vaxtalækkunin hefði að öðru jöfnu átt að hafa. Fréttir um fyrirhugaða ábyrgðarveitingu íslenska ríkisins á láni, sem deCode Genetics hyggst taka vegna stofnunar

nýs fyrirtækis um lyfjaþróun, höfðu áhrif til styrkingar á íslensku krónunni í upphafi apríl og einnig væntingar um að breyting á vísitölu neysluverðs sem birt var um miðjan apríl yrði hófleg. Þessar væntingar gengu eftir og í kjölfarið styrktist gengi krónunnar frekar þótt einstaka aðilar hafi nýtt tækifærið og lokað afleiðusamningum þegar það hentaði þeim. Um miðjan apríl lifnaði síðan yfir markaðnum og styrktist krónan og fór gengisvísitalan niður fyrir 129 síðdegis miðvikudaginn 24. apríl. Allsnarpar hreyfingar urðu á markaðnum á einstökum dögum. Breytingin 24. apríl var t.d. yfir 2% þegar mest var en gekk þó til baka að verulegu leyti. Viðskiptin þann dag námu rúmlega 16 ma.kr. og höfðu ekki orðið meiri á einum degi frá áramótum. Skráð gengi var 130,13 föstudaginn 26. apríl. Ástæður fyrir styrkingu gengisins í seinni hluta apríl eru taldar af tvennum toga. Annars vegar virðist sem útflytjendur sem hafa legið með útflutningstekjur hafi talið að þeir væru að missa af háu verði erlendra gjaldmiðla og viljað læsa inni hagnað í íslenskum krónum, og hins vegar varð vart við erlenda fjárfesta sem hugðust nýta sér jákvæðan vaxtamun milli landa til að hagnast á skammtímasveiflum. Hinn 30. apríl var vísitala gengisskráningar 131,09 stig og hafði lækkað um

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 30. apríl 2002.



6,3% frá 30. janúar sl. Leita þarf allt aftur til 27. apríl 2001 til að finna sambærilegt gildi vísitölu gengisskráningar. Seðlabankinn átti engin viðskipti á gjaldeyrismarkaði á tímabilinu frá janúarlokum til aprílloka en um miðjan febrúar, mars og apríl runnu út gjaldeyrisskiptasamningar sem bankinn gerði við Búnaðarbanka Íslands hf. í desember 2001. Þeir hafa nú allir runnið sitt skeið. Mynd 1 sýnir þróun vísitölu gengisskráningar frá miðju síðasta ári.

Vextir lækkuðu ...

Vextir á millibankamarkaði með krónur voru óeðlilega háir um alllangt skeið eftir vaxtalækkun Seðlabankans í nóvember sl. Vextir yfir nótt á millibankamarkaði með krónur voru í sumum tilvikum hærri en daglánvextir Seðlabankans sem gaf til kynna að einhvers staðar væri pottur brotinn. Í byrjun mars boðaði Seðlabankinn að breytt yrði reglum um veðhæfi bréfa í endurhverfum viðskiptum bankans. (Sjá rammagrein) Í kjölfarið lækkuðu millibankavextir verulega. Viðskiptabankarnir boðuðu um miðjan mánuðinn eigin vaxtalækkunir sem einnig höfðu áhrif, og ekki síður vaxtalækkun Seðlabankans sem tilkynnt var 26. mars. Seðlabankinn lækkaði stýrivexti sína um 0,5 prósentur frá 1. apríl. Vextir á daglánnum voru óbreyttir en aðrir vextir bankans lækkuðu í samræmi við lækkun stýrivaxta. Úrslitaáhrif á vexti á millibankamarkaði hafði þó sennilega mikil innlausn á spariskírteinum ríkissjóðs, því að ríkissjóður tók 8 ma.kr. skammtímalán erlendis sem breytt var í krónur til að mæta innlausninni. Með því jókst laust fé verulega og komu áhrif þess fyrst fram í vöxtum á millibankamarkaði og síðar í lækkun

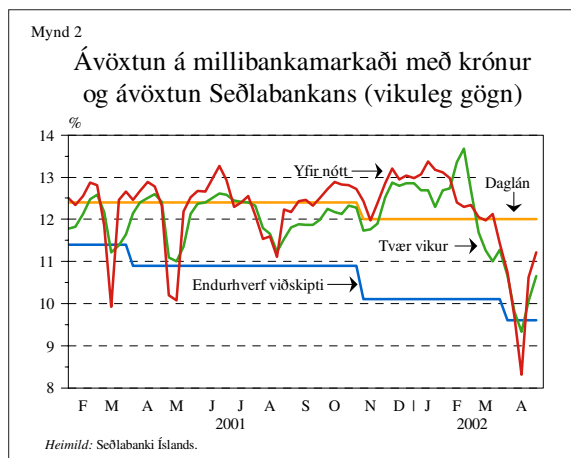
Breyttar reglur um hæfi verðbréfa í endurhverfum viðskiptum

Hinn 5. mars 2002 tilkynnti Seðlabanki Íslands um fyrirhugaðar breytingar á hæfi verðbréfa í endurhverfum viðskiptum. Megininntak reglnanna er að hægt verði að nota skuldabréf sem andlag í endurhverfum viðskiptum standist bréfin eftirfarandi skilyrði.

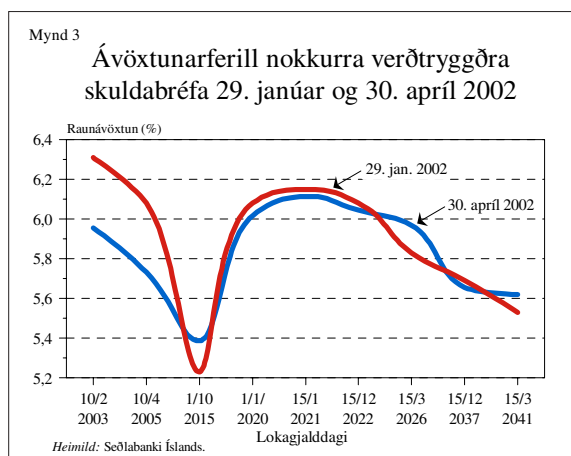
1. Skuldabréfin séu gefin út í íslenskum krónum.
2. Útgefið markaðsvirði flokks sé yfir 3 ma.kr. og staðfest sé að það magn hafi selst.
3. Útgefandi hafi lánsþæfismat frá einhverju þriggja matsfyrirtækja: Standard & Poor's, Moody's eða Fitch og langtímalánsþæfiseinkunn A- eða betra miðað við matskerfi Standard & Poor's og Fitch og A3 eða betra hjá Moody's.
4. Bréf með ábyrgð ríkissjóðs séu metin eins og ríkissjóður sé útgefandi.
5. Bréfin séu í viðskiptavakt á Verðbréfaþingi Íslands eða sambærilegri stofnun.
6. Ekki sé um vijkandi skuldabréf að ræða og ekki verði heimilt að útgefandi noti eigin bréf í viðskiptum við Seðlabankann.
7. Til að raska ekki um of aðstæðum útgefenda flokka sem þegar eru hæfir í endurhverfum viðskiptum stendur til að þeir verði áfram hæfir í endurhverfum viðskiptum svo lengi sem þeir hafi viðskiptavakt á Verðbréfaþingi Íslands eða sambærilegri stofnun.

Til stendur að þessi breyting taki gildi frá 1. júní 2002.

endurhverfra viðskipta við Seðlabankann. Þetta gerði lánastofnunum kleift að leggja mikið fé á bindireikninga í Seðlabankanum í byrjun mánaðar og fullnægja skyldum töluvert fyrir lok bindiskyldutímabils. Þegar í upphafi nýs bindiskyldutímabils (sem hefst 21. hvers mánaðar) tóku vextir á millibankamarkaði með krónur að hækka á ný. Mynd 2 sýnir þróun dagvaxta og vaxta til tveggja vikna á millibankamarkaði með krónur og vexti Seðlabanka Íslands á lánnum í sömu tímalengdum. Ávöxtun á skuldabréfamarkaði lækkaði einnig verulega, t.d. lækkaði ávöxtun óverðtryggðra ríkisbréfa með gjald-



daga árið 2007 úr 9,31% í janúarlok í 8,44% í lok apríl. Ávöxtun verðtryggðra skuldabréfa til skemmri tíma lækkaði einnig umtalsvert en ávöxtun verðtryggðra skuldabréfa til miðlungs og lengri tíma hefur breyst tiltölulega lítið. Sennilegt er að fjárfestar hafi í nokkrum mæli leitað í skammtímaverðtryggingu vegna verðbólguvæntinga og því hafi eftirspurn eftir skemmri verðtryggðum bréfum aukist, verð hækkað og ávöxtun því lækkað. Mynd 3 sýnir þróun vaxtarófs verðtryggðra skuldabréfa á tveim tímápunktum.



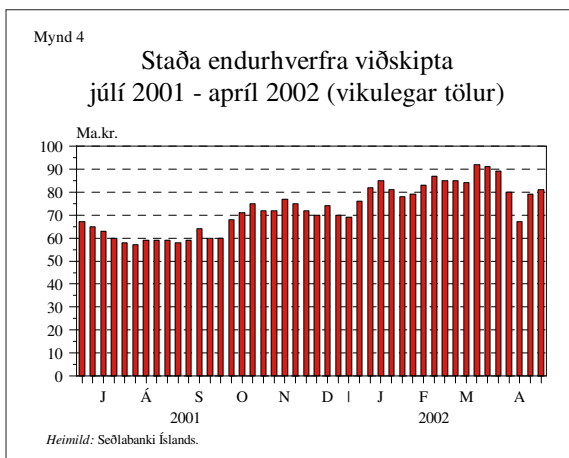
... og lausafjárstíflur brustu

Merkja mátti töluvert misræmi í vöxtum á millibankamarkaði allt frá mars á síðasta ári sem jókst í nóvember og hélst fram í mars á þessu ári, en á þessu tímabili minnkaði verulega sú fylgni sem verið hafði við stýrivexti Seðlabankans. Misræmið hefur verið

rakið til stíflna í lausafjármiðlun og vankanta á umgjörð viðskipta með íslenskar krónur fremur en almenns lausafjárskorts á markaði. Einstaka stofnanir hefur þó skort lausafé en aðrar ekki. Takmarkaðar lánalínur milli banka og hugsanlega tregða við að fjármagna úþenslu samkeppnisaðila kunna að skýra það hvers vegna laust fé flæðir ekki á milli stofnana. Það veur vissulega spurningar þegar lánastofnanir liggja með laust fé á viðskiptareikningum í Seðlabanka á mun lægri vöxtum en buðust um tíma á millibankamarkaði með krónur. Þetta ástand varði, eins og fyrr er frá greint, fram í miðjan mars en greinilegt var að frétt um fyrirhugaðar breytingar Seðlabankans á reglum um veðhæf bréf í endurhverfum viðskiptum (sem þó áttu ekki að taka gildi fyrr en 1. júní) ýtti vaxtalækkunum á millibankamarkaði með krónur af stað. Í kjölfar vaxtalækkunar banka og síðar Seðlabankans lækkuðu vextir enn frekar og fjármögnun innlausnar spariskirteina í aprílbyrjun hnykkti síðan á því að gnótt lauss fjár var til reiðu fram eftir apríl.

Endurhverf viðskipti eru til sveiflujöfnunar

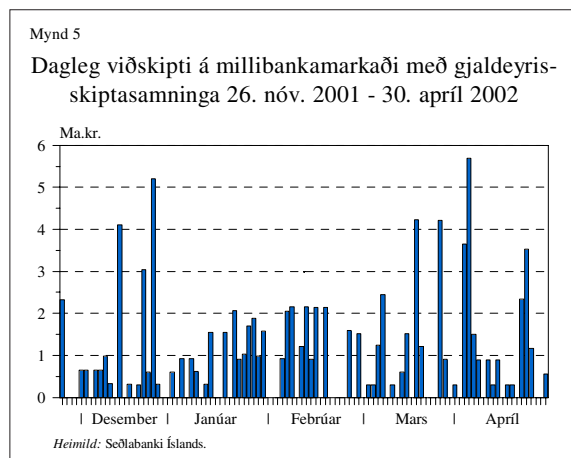
Aðgangur að endurhverfum viðskiptum hefur verið óheftur en svo virðist sem aðgengi að verðbréfum sem hæf eru sem veð í þeim hafi verið takmarkað. Stofn þeirra bréfa sem hæf eru til endurhverfra viðskipta er um 250 ma.kr. og því var rúmlega þriðjungur hans notaður í endurhverfum viðskiptum. Seðlabankinn hefur lítið svo á að tilgangur endurhverfra viðskipta sé að jafna út sveiflur í lausu fé lánastofnana og eru stýrivextir bankans miðaðir við að endurhverf viðskipti séu jaðarfjármögnun sem sé það dýr að lánastofnanir nýti sér hana einungis í því skyni. Með stýrivöxtum hefur Seðlabankinn bein og óbein áhrif á vaxtastig sem koma síðar fram í verðlagi. Svo virðist þó sem lánastofnanir nýti sér Seðlabankafjármögnunina með öðrum hætti, t.d. sem tæki í afleiðuviðskiptum og til að fjármagna útlán. Þessi fjármögnun er þó ekki áhættusöm því að með henni er verið að verjast gengisáhættu og þar með í raun verið að draga úr áhættu sem annars kynni að vera dragbítur viðskipta. Vera kann að smæð íslensks fjármagnsmarkaðar og samþjöppun komi í veg fyrir markaðsstarfsemi sem ætti að vera til staðar í ofangreindum tilvikum. Það kann því að vera ástæða til að kanna hvort aðrar leiðir séu færar til að markaðsvæða þá þætti í afleiðuviðskiptum sem til þessa hafa



verið fjármagnaðir með endurhverfum viðskiptum við Seðlabankann. Eins og rakið var í síðasta hefti Peningamála hefur aukning endurhverfra viðskipta verið í allgóðu samræmi við inngríp á gjaldeyrismarkaði, aukningu á bindireikningum og áhrif ríkissjóðs á laust fé í íslenskum krónum. Þannig hefur Seðlabankinn jafnað út þau neikvæðu áhrif sem hann hefur sjálfur haft á krónustöðu markaðarins en ekki ausið lausu fé inn á markaðinn. Þetta má greinilega merkja af þróun grunnfjár sem hefur sveiflast nokkuð en þó ævinlega leitað í sama farið. Staða endurhverfra samninga við Seðlabankann var á bilinu 80-85 ma.kr. fram í miðjan mars en upp úr því hækkaði staðan upp í rúmlega 91 ma.kr. í tvær vikur. Skýringin á þessari tímabundnu hækkun var að hluta til há staða á viðskiptareikningi ríkissjóðs í Seðlabankanum en einnig höfðu afleiðuviðskipti lánastofnana áhrif. Staðan lækkaði síðan á ný og um miðjan apríl var hún um 66 ma.kr. í kjölfar þess að ríkissjóður tók erlent lán til að fjármagna innlausn spariskirteina og vegna rúmrar stöðu á bindireikningum lánastofnana. Staða endurhverfra samninga hinn 30. apríl var hins vegar 80,7 ma.kr. Mynd 4 sýnir stöðu endurhverfra samninga eftir vikuleg útboð frá miðju ári 2001.

Viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyrisskiptasamninga hafa verið líflæg ...

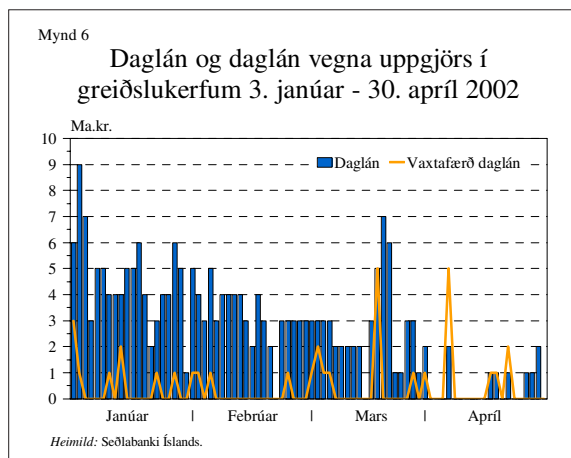
Formlegar reglur um millibankamarkað með gjaldeyrisskiptasamninga voru settar af bankastjórn Seðlabankans hinn 8. mars og tóku gildi 15. mars 2002. Viðskipti á þessum nýjasta markaði hafa verið líflæg og er ljóst að full þörf var fyrir hann. Eins og vænst var hafði starfræksla hans veruleg áhrif á



marktækni vaxta á krónumarkaði til lengri tíma en einnar viku og því mikilvæg viðbót við upplýsingar um væntingar og þróun. Mynd 5 sýnir dagleg viðskipti á þessum markaði frá því að hann hófst hinn 26. nóvember 2001.

... og notkun daglána dróst verulega saman í kjölfar lausafjárgrnóttar

Notkun daglána í Seðlabankanum óx mjög í lok síðasta árs og fyrstu vikur þessa árs mátti merkja framhald á þeirri þróun. Þetta breyttist þó í byrjun apríl og hafa daglán Seðlabankans lítið verið notuð upp á síðkastið enda hafa vextir þeirra staðið í stað á meðan aðrir vextir hafa lækkað. Umfang vaxtafærðra daglána sem stofnast þegar ekki er næg innstæða á viðskiptareikningi til að ljúka uppgjöri greiðslumiðlunar hefur einnig minnkað mikið og er vafalítið samhengi þar við lausafjárstöðu en einnig kunna umbætur á sviði greiðslumiðlunar að vera að skila sér í betri stýringu lánastofnana á flæði um viðskiptareikningana. Unnið er að umbótum í greiðslumiðlun sem munu leiða til þess að vaxtafærð daglán heyri sögunni til og því verður mun meiri áhersla lögð á að lánastofnanir sem eru í viðskiptum við Seðlabankann hugi að lausafjárstýringu sinni og þrói hana þannig að ekki hljóttist vandi af. Mynd 6 sýnir þróun daglána og þann hluta daglána sem tekin eru vegna uppgjors í greiðslukerfum. Á myndinni sést að einstaka daga eru daglán sem tekin eru vegna uppgjors í greiðslukerfum hærri en heildardaglánin þann dag og skýrist það af því að ef daglán vegna uppgjors eru tekin á föstudegi teljast þau einnig ná yfir helgi, og því teljast þessi sérstöku daglán þreföld.



Seðlabankar hafa viðast hvar haldið að sér höndum Vaxtamunur milli Íslands og útlanda, mældur í þróun þriggja mánaða ríkisvixla hefur lækkað nokkuð frá lokum janúar. Þá var vaxtamunurinn 6,8 prósentur en í lok apríl var hann 6 prósentur. Meginástæða lækkunar var lækkun íslensku vixlanna sem lækkuðu úr 9,84% í 9,13%, en erlendu vixlarnir hækkuðu þó lítillega. Fyrir utan seðlabanka Svíþjóðar, Kanada og Nýja-Sjálands hafa seðlabankar um allan heim haldið að sér höndum í vaxtabreytingum. Sænski seðlabankinn hækkaði stýrivexti sína um 0,25 prósentur í 4% hinn 19. mars og daginn eftir hækkaði seðlabanki Nýja-Sjálands vexti sína jafnmikið en stýrivextir þar eru nú 5%. Seðlabanki Svíþjóðar hækkaði síðan aftur vexti hinn 26 apríl um 0,25 prósentur. Kanadíski seðlabankinn hækkaði stýrivexti sína um 0,25 prósentur 16. apríl og eru þeir nú 2¼%.

Skuldabréfamarkaðurinn er enn við sama heygardshornið ...

Viðskipti á skuldabréfamarkaði voru sveiflukennd á tímabilinu frá lokum janúar til loka apríl en námu að meðaltali nærri tveimur milljörðum króna á dag. Dregið hefur úr útgáfu húsbrefa vegna minni eftirspurnar á markaði en verð hefur lítið breyst vegna þessa. Ætla má að betra jafnvægi verði á framboði

langtímaskuldabréfa á næstunni af þessum sökum. Hugsanlegt er að breytingar á reglum Seðlabankans um hæfi bréfa í endurhverfum viðskiptum kunni að leiða til stækkunar eða sameiningar á útgáfu þeirra stofnana sem hafa lánshefismat yfir þeim mörkum sem þar er miðað við.

... og viðskipti á hlutabréfamarkaði hafa verið stöðug og líflæg

Veruleg umskipti hafa orðið á hlutabréfamarkaði. Verð hefur verið nokkuð stöðugt og úrvalsvísitalan hefur um skeið legið nærri gildinu 1.300 sem er u.þ.b. 12% hækkun frá árslokagildi vísitölu árið 2001 og rúmlega 30% hækkun frá lágmarkinu í ágúst á síðasta ári. Ljóst er að breytingar á skattalögum hafa haft veruleg áhrif á afkomu íslenskra fyrirtækja og þær ásamt heimild til afnáms verðbólguþrengingsskila eiga eftir að hafa frekari áhrif á þessu ári. Útlit-ið virðist allgott í útflutningsgreinum en síðra í þjónustu og verslun. Breyting á lögum gerir íslenskum fyrirtækjum kleift að færa ársreikninga sína í erlendum gjaldmiðlum. Nokkur fyrirtæki sem hafa verulegan hluta tekna og kostnaðar erlendis, hafa lýst því yfir að þau hyggist nýta sér þessa heimild. Mynd 7 sýnir þróun úrvalsvísitölu hlutabréfa á VÞÍ frá áramótum.

