

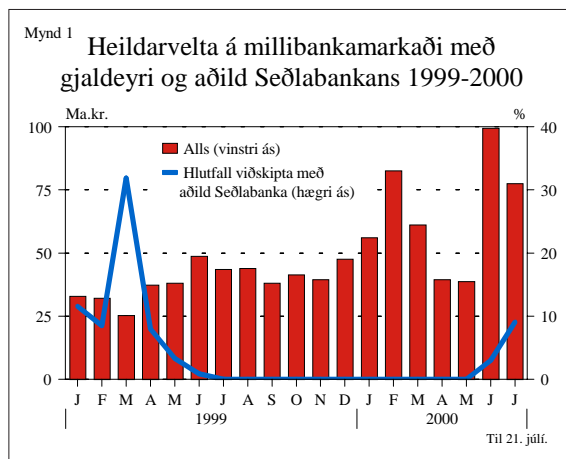
Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans¹

Lækkun á gengi krónunnar og skuldabréfa á innlendum mörkuðum

Liðinn ársfjórðungur hefur verið viðburðaríkur á innlendum fjármálamörkuðum. Um miðjan maí dró til tíðinda á innlendum skuldabréfamarkaði þegar tveir viðskiptavakar ríkistryggðra skuldabréfa tilkynntu að þeir hygðust hætta viðskiptavakt. Í kjölfarið hækkaði ávöxtun verðtryggðra skuldabréfa verulega. Lánasýsla ríkisins og Íbúðalánasjóður brugðust við með endurbótum á starfsaðferðum sínum og með því að bjóða út verkefni viðskiptavaka. Ávöxtun á skuldabréfamarkaðnum lækkaði í kjölfar þessa og viðskipti jukust á ný. Ávöxtun verðtryggðra ríkistryggðra skuldabréfa hefur eigi að síður hækkað og er nú í kringum 6%. Gengi krónunnar varð fyrir verulegum þrýstingi um miðjan júní og aftur í fyrri hluta júlí. Svo virðist sem væntingar um að gengið gæti haldist jafnhátt og það var í lok maí hafi dvínað, m.a. vegna lakara útlits um fiskafla, viðskiptajöfnuð og verðlag. Í fyrra áhlaupinu lækkaði gengi krónunnar um 3% og var eftir það um 3% yfir miðju vikmarka gengisins. Í seinna áhlaupinu fór gengið tæpt 1% undir miðju, en styrktist aftur, og þegar þetta er ritað er það um 1,4% yfir miðju. Í báðum áhlaupunum kom til inngripa Seðlabankans, og miðuðu þau að því að koma í veg fyrir of miklar sveiflur sem kynnu að valda enn frekari óvissu á markaðnum. Auk þess hækkaði Seðlabankinn stýrivexti sína þann 19. júní m.a. til að styðja við gengi krónunnar en einnig í kjölfar þess að vextir höfðu hækkað í helstu viðskiptalöndum og bankinn taldi nauðsynlegt að vaxtamunur milli Íslands og þeirra minnkaði ekki.

Gengi krónunnar undir þrýstingi og lækkaði þrátt fyrir aðgerðir Seðlabankans

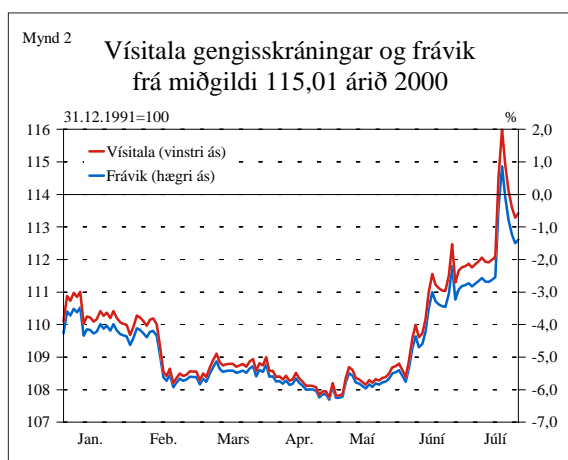
Gengi krónunnar var afar sterkt á vormánuðum og náði sögulegu hámarki í apríl og maí þegar það fór nokkrum sinnum út fyrir eldri 6% vikmörk gengisins. Tillögur Hafrannsóknastofnunar í byrjun júní um minni heildarafla á komandi fiskveiðiári ásamt öðrum neikvæðum fréttum, meðal annars um viðskiptajöfnuð og verðbólgu, virðast hafa valdið því að ýmsir aðilar hafi endurskoðað mat sitt á traustleika krónunnar. Svo virðist sem markaðsaðilar og aðrir innlendir aðilar hafi fram að þessu almennt verið bjartsýnni á efnahagshorfur en opinberar efnahagsstofnanir og gert ráð fyrir að viðskiptahalli og verðbólga gætu orðið minni en spád hafði verið.



Krónan hafði verið afar sterk á út- og vormánuðum, lengst af nálægt 6% yfir miðju vikmarkanna, og var í byrjun júní 5,76% yfir miðju. Krónan tók að síga þegar í byrjun júní, en meginlækkunin kom fram

1. Dagleg gögn í þessari grein ná til 21. júlí 2000.

dagana 14. til 15. þegar gengið lækkaði í 3% yfir miðju. Seinni daginn kom til lítils háttar inngripa af hálfu Seðlabankans, og voru það fyrstu viðskipti hans á gjaldeyrismarkaðnum í rúmt ár. Talsverð viðskipti urðu 15. og 16. júní eða um 7 ma.kr. hvorn dag. Svo virðist sem inngripin og vaxtahækkun bankans, sem tilkynnt var 16. júní, hafi róað markaðinn og hélst gengi krónunnar stöðugt til næsta föstudags þegar það lækkaði um rúmlega 0,8% á milli skráninga í tiltölulega miklum viðskiptum. Í dagslok 16. júní var krónan enn lægri eða um 2% yfir miðju.



Mánudaginn 26. júní dró aftur til tíðinda á gjaldeyrismarkaði. Þegar að morgni dags var útlit fyrir mikla eftirspurn eftir gjaldeyri samkvæmt þeim upplýsingum sem bankinn hafði aflað sér. Seðlabankinn greip inn í markaðinn við opnun viðskipta með sölu gjaldeyris. Gífurleg viðskipti urðu á millibankamarkaðnum þennan dag eða alls um 19,3 ma.kr. og höfðu aldrei verið meiri á einum degi. Inngríp bankans, sem námu rúmum 2,6 ma.kr., leiddu til þess að krónan styrktist nokkuð frá föstudeginum, og var hún skráð 3,2% yfir miðju vikmarkanna. Næsta dag kom enn til nokkurra inngripa bankans, og hélst gengið síðan nokkuð stöðugt án afskipta hans fram til 12. júlí þegar enn á ný urðu mikil viðskipti á millibankamarkaðnum sem leiddu til veikingar krónunnar. Kom á ný til inngripa af hálfu bankans, og hélst gengi krónunnar nánast óbreytt milli skráninga, en seig miðað við dagslok um tæpt hálft prósent. Áfram var verulegur þrýstingur á gengi krónunnar næstu tvo daga, og kom þá til frekari inngripa af hálfu Seðla-

bankans. Tilgangurinn var sem fyrr að koma í veg fyrir að ótti gripi um sig á gjaldeyrismarkaðnum.

Lokun gjaldeyrismarkaðar 13. júlí

Hinn 13. júlí varð skörp lækkun á gengi krónunnar snemma morguns þegar markaðurinn var opnaður. Gripu þá viðskiptavakarnir til þess að loka millibankamarkaðnum kl. 10 árdegis. Samkvæmt reglum markaðarins getur meirihluti viðskiptavaka tekið ákvörðun um tímabundna lokun eða lengst til næsta viðskiptadags. Seðlabankinn átti ekki aðild að þessari ákvörðun, en kallaði viðskiptavakana strax til fundar og var þar ákveðið að opna markaðinn að nýju kl. 12. Að mati Seðlabankans var lokun markaðarins óheppileg, og hefur bankinn látið það í ljós við aðra markaðsaðila að nauðsynlegt kunni að vera að endurskoða reglur markaðarins hvað þetta atriði áhrærir.

Krónan náði lágmarki 14. júlí og styrktist á ný

Þrátt fyrir inngríp Seðlabankans þessa þrjá daga lækkaði gengi krónunnar og náði lágmarki 14. júlí þegar krónan var skráð tæplega 0,9% undir miðgengi, en sá dagur var jafnframt metdagur í viðskiptum á gjaldeyrismarkaðnum. Heildarviðskipti þann dag námu 20,8 ma.kr. og þar af viðskipti Seðlabankans um 3 ma.kr. en viðskipti dagana tvo á undan voru einnig mjög mikil, eða 12,8 ma.kr. og 15,4 ma.kr. Í heild námu inngríp Seðlabankans rökum 7 ma.kr. þessa þrjá daga. Eftir 14. júlí dró mjög úr spennu á gjaldeyrismarkaðnum, viðskipti minnkuðu og krónan styrktist á ný. Þegar þetta er ritað er gengi krónunnar um 1,4% yfir miðju vikmarkanna, liðlega 5% lægra en það varð hæst í maí.

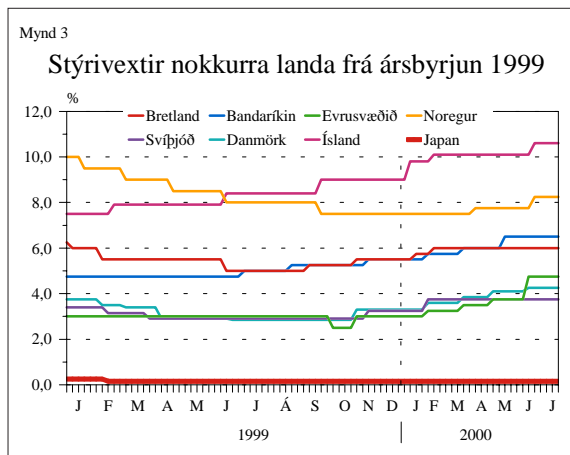
Áhlaup á krónuna

Enginn vafi er á því að um var að ræða áhlaup á krónuna í þeim skilningi að markaðsaðilar, innlendir og í einhverjum mæli erlendir, endurskoðuðu afstöðu sína til gengis krónunnar og gerðu viðeigandi ráðstafanir, þ.e. keyptu gjaldeyri, lokuðu framvirkum gjaldeyris-sölusamningum eða skiptasamningum til að firra sig tapi af lækkuðu gengi krónunnar. Þessar aðgerðir þrýstu á gengi krónunnar til lækkunar og ýttu enn fleiri aðilum af stað. Ekkert bendir til þess að viðskiptavakarnir á gjaldeyrismarkaðnum hafi sjálfir tekið stöðu gegn krónunni. Þvert á móti var heildargjaldreyrisjöfnuður þeirra nánast í jafnvægi á þessu tímabili. Þeir treystu sér hins vegar ekki til að standa gegn

gjaldeyrísútreyminu í ljósi þess mats þeirra að vaxandi óvissa væri um stöðu krónunnar. Gjaldeyrismarkaðir, þar sem fjármagnshreyfingar eru alls ráðandi eins og nú er hér á landi, eru afar kvikir, og þeir sem starfa á þeim eða nýta sér þá þjónustu sem þar er boðin fylgjast grannt með hreyfingum gengisins og hegðan annarra markaðsaðila og bregðast skjótt við óvæntum breytingum. Lítið þarf til að hleypa hrinu viðskipta af stað. Líkja má þátttakendum á markaðnum við hjörð sem tekur á ráð þegar styggð kemur að henni. Af þessum sökum hafa gjaldeyrismarkaðir tilhneigingu til að skjóta yfir markið, þ.e. sveiflur í gengi hafa tilhneigingu til þess að verða meiri en efni standa til og ganga til baka þegar hamagangurinn er afstaðinn eins og raunin hefur orðið hér að undanfögnu.

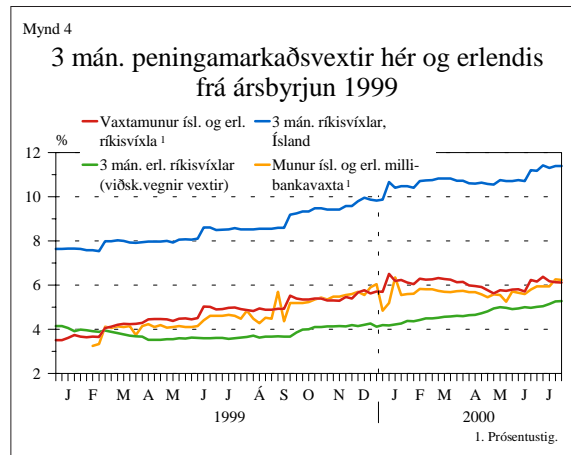
Seðlabanki hækkaði stýrivexti um miðjan júní

Eins og áður sagði hækkaði Seðlabankinn stýrivexti sína um hálf prósentustig um miðjan júní í kjölfar hækkanu í nokkrum nágrennalöndunum, og fór ávöxtun í endurhverfum viðskiptum bankans í 10,6%. Hækkun stýrivaxta bankans hafði einnig að hluta þann tilgang að draga úr þrýstingi á gengi krónunnar eins og áður er getið. Vextir á millibankamarkaði hækkuðu aðeins lítillega í kjölfar hækknar vaxta Seðlabankans, og svo virðist sem hún hafi verið komin inn í væntingar markaðsaðila. Hins vegar hækkaði ávöxtun í viðskiptum með ríkis- og bankavíxla í kjölfar hækknar Seðlabankans. Í oróanum á gjaldeyrismarkaðnum í júlí hækkuðu millibankavextir töluvert eða um tæpt hálf prósent, enda þjuggust markaðsaðilar sterklega við því að Seðlabankinn myndi enn hækka vexti.



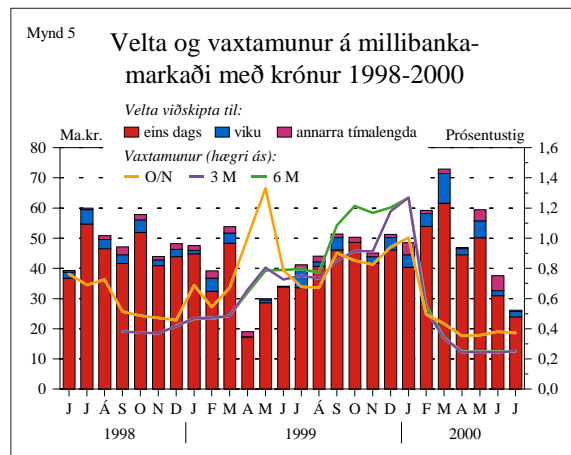
Vaxtamunur við útlönd er áfram hár

Eftir hækkun stýrivaxta bankans í júní varð munur peningamarkaðsvaxta hér á landi og í nágrennalöndunum, veginn með gengisskráningarvog, rösk sex prósentustig eða svipaður og hann var í ársbyrjun. Lítið munur er á því hvort lítið er til vaxta á milli-bankamarkaði eða ávöxtunar ríkisvíxla.

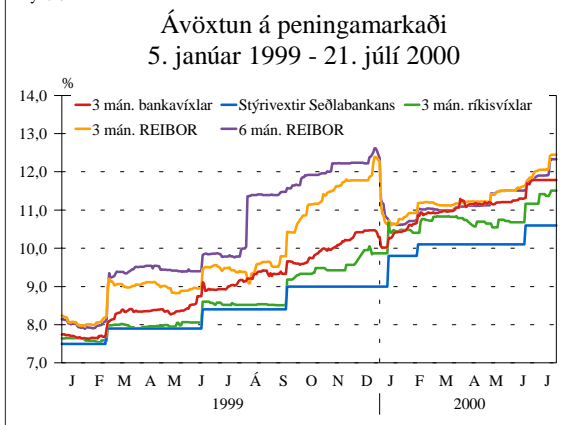


Minni viðskipti á krónumarkaðnum þrátt fyrir minnkandi vaxtabil

Nokkuð hefur dregið úr viðskiptum á millibankamarkaði fyrir krónur undanfarna mánuði, og kemur það nokkuð á óvart í ljósi gríðarlegra viðskipta á gjaldeyrismarkaðnum en oft er náð samband milli þessara tveggja markaða. Þá hefur vaxtabil milli inn- og útlána einnig minnkað, og ætti það að glæða viðskipti á markaðnum. Viðskipti með lengri tíma-



Mynd 6



lengdir hafa aukist lítillega, en minna en búist var við í kjölfar þess að hámarksvaxtabil milli inn- og útlána var fest í mars síðastliðnum.

Uppnám á skuldabréfamarkaði

Uppnám varð á skuldabréfamarkaði í maí sl. Þegar tveir viðskiptabankar sögðu upp viðskiptavakt sinni á Verðbréfaþingi Íslands með spariskírteini og húsbref. Í kjölfarið fylgdi veruleg hækkun ávöxtunar og spennna á markaðnum sem leystist síðan að hluta með aðgerðum Lánasýslu ríkisins og Íbúðalánasjóðs. Nokkrar ástæður voru fyrir þessu uppnámi, en þær helstar að lífeyrissjóðir, sem lengi hafa verið atkvæðamiklir á skuldabréfamarkaði, hafa í auknum mæli beint sjónum sínum til fjárfestingar erlendis. Aukin útgáfa húsbrefa hefur jafnframt fyllt upp í rýmið sem hlaut af minni útgáfu spariskírteina og ríkisbrefa, og einnig höfðu a.m.k. tveir bankar tekið umtalsverða stöðu í húsbrefum þar sem þeir gerðu ráð fyrir lækkun ávöxtunar sem gekk ekki eftir. Að auki gagnrýndu viðskiptavakarnir að upplýsingagjöf stærstu útgefenda skuldabrefa væri ófullnægjandi. Nýtt fyrirkomulag hefur til þessa ekki breytt miklu í viðskiptum með húsbref og húsnæðisbref, en lífnað hefur yfir viðskiptum með spariskírteini ríkissjóðs og ríkisbref.

Minnkandi áhugi lífeyrissjóða á húsbrefum og öðrum ríkistryggðum bréfum

Frá því að húsbrefakerfinu var komið á laggirnar hafa lífeyrissjóðir verið umsvifamiklir kaupendur húsbrefa, og áttu þeir árið 1997 u.þ.b. tvo þriðju hluta allra útgefinna húsbrefa og húsnæðisbrefa. Í lok síð-

asta árs var þetta hlutfall komið undir 50%, og lauslega áætlað seldu lífeyrissjóðir húsbref umfram það sem þeir keyptu fyrir rúmlega 13 milljarða króna árið 1998 og u.þ.b. hálfan milljarð króna á síðasta ári. Þessi hegðan stafar af því að of stór hluti eignasafns lífeyrissjóða hefur að þeirra mati verið bundinn í innlendum skuldabrefum og þeir telja ástæðu til að dreifa áhættunni með öðrum verðbrefum, ekki síst innlendum og erlendum hlutabrefum.

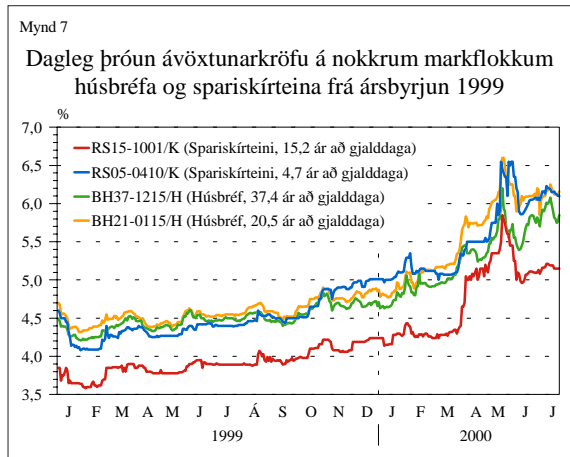
Aukin útgáfa húsbrefa og húsnæðisbrefa

Á sama tíma hefur útgáfa húsbrefa aukist verulega vegna mikillar þenslu á húsnæðismarkaði, og undanfarin tvö ár, þ.e. 1998 og 1999, jókst stofn húsbrefa/húsnæðisbrefa um rúmlega 55 milljarða króna. Á sama tíma dró ríkissjóður verulega úr útgáfu spariskírteina. Vonir höfðu staðið til þess að minnkandi fjárförf ríkissjóðs skapaði rými fyrir skuldabrefaútgáfu annarra aðila, þ.m.t. fyrirtækja, og lækkun ávöxtunar, en þær vonir hafa ekki ræst. Stóraukið framboð húsbrefa hefur eðlilega leitt til þess að ávöxtun þeirra hefur hækkað. Að öðru jöfnu ætti það að freista fjárfesta til að koma aftur inn á markaðinn, en aðstæður á erlendum hlutabrefamörkuðum og afstaða innlendra stofnanafjárfesta hafa verið þannig að þeir vilja fremur fjárfesta í innlendum og erlendum hlutabrefum.

Bankar tóku stöðu

Eign innlánsstofnana í húsbrefum og húsnæðisbrefum jókst verulega á síðasta ársfjórðungi 1999 og fram eftir þessu ári. Vegna þróunar ávöxtunar á markaði á þessu ári hafa þær innlánsstofnanir sem að þessum kaupum stóðu tapað verulegu á þessari eign sinni að undanfögnu. Þetta tap kemur þó ekki endilega fram í reikningum þeirra þar sem bréfin kunna að einhverju marki að vera færð í fjárfestingarbók í stað veltubókar, og þarf þá ekki að gera grein fyrir söluhagnaði eða -tapi fyrir en endanleg sala á sér stað og enn getur verið von til þess að markaðurinn snúist þeim í vil. Þótt einhver jákvæð hliðaráhrif kunni að vera af þessum kaupum, svo sem það að hægt er að nota markflokka ríkistryggðra skuldabrefa sem andlag í viðskiptum við Seðlabankann, er ljóst að einhverjir bankar sem bjuggust við lækkun ávöxtunar hafa orðið fyrir skakkaföllum. Forsendur fyrir væntingum bankanna eru óljósar, en sumir þeirra virðast hafa búist við að nýjar lausafjárreglur og uppkaup

ríkisskuldabréfa myndu leiða til lægri ávöxtunar á skuldabréfamarkaðnum.



Upplýsingaskortur

Nokkuð hafði skort á að útgefendur stærstu flokka skuldabréfa miðluðu til markaðarins upplýsingum sem eðlilegt hefði verið að lægju fyrir. Þannig varð óvissa um uppkaupt ríkisskuldabréfa og útgáfu og uppkaupt húsbréfa. Þetta kom viðskiptavökum í erfiða stöðu. Vegna yfirburða stærstu útgefenda á markaðnum er eðlilegt að gerðar séu ríkar kröfur til þeirra um gegnsæi og trausta upplýsingamiðlun. Upplýsingaskortur var meðal þess sem viðskiptavakar fundu að.

Minnkandi viðskipti á árinu 2000 og aukinn vaxtamunur

Uppsögn tveggja viðskiptabanka á viðskiptavakt átti sér nokkurn afdraganda. Vaxtamunur ríkisskuldabréfa í tilboðum á Verðbréfaþinginu hafði farið vaxandi allt frá haustmánuði 1999 og í kjölfar þess hafði dregið úr viðskiptum. Á þessu ári hafði framsetning tilboða einnig orðið slælegri og viðskiptavakar sinntu oft ekki þeirri skyldu sinni að setja tilboð fram um leið og markaður var opnaður. Öðru máli gegndi um hús- og húsnaðisbréf. Þar hélst vaxtamunur áfram lítill og viðskipti talsverð þótt þau minnkuðu nokkuð frá því sem áður var. Þannig hélst ávöxtunarbilið um 4-7 punktar á helstu markflokkum húsbréfa sem var lítið samanborið við ávöxtunarbilið spariskírteina sem fór á stundum í allt að 40 punkta á ýmsum markflokkum. Eftirmarkaður með spariskírteini og ríkisbréf var því nánast ekki til.

Nýtt fyrirkomulag viðskiptavaktar

Breytingar á viðskiptavakt fólust í því að gerðar voru kröfur um hærri fjárhæðir, bæði í tilboðum og einnig fjárhæðamörkum sem viðskiptavakar skuldbundu sig til að kaupa innan dags. Sett var hámark á bil kaup- og sölugengis (7 punktar). Þegar tilboði hefur hins vegar verið tekið er viðskiptavaka í sjálfsvald sett á hvaða gengi hann setur fram nýtt tilboð. Upplýsingagjöf um fyrirætlanir útgefenda varðandi útgáfu nýrra flokka og uppkaupt eldri flokka var einnig stórukin. Lánasýsla ríkisins og Íbúðalánasjóður buðu út verkefni viðskiptavaka, og var tekið tilboðum þeirra sem lægsta þóknun settu upp.

Aukin viðskipti í kjölfar nýskipunar...

Viðskiptavakar með spariskírteini og ríkisbréf eru nú fjórir með fjóra flokka bréfanna og skuldbinda þeir sig til að kaupa alls 4,8 milljarða króna á dag ef svo ber undir. Eftir sem áður geta þeir þó verðlagt sig út af markaði, þótt hámarksfjárhæðum hafi ekki verið náð. Viðskiptavakar með húsbréf/húsnaðisbréf eru hins vegar aðeins tveir, og gæti það skýrt litla breytingu á viðskiptum með húsbréf/húsnaðisbréf í kjölfar hins nýja fyrirkomulags en ávöxtunarkrafa hefur hækkað eins og gera mátti ráð fyrir. Markaður með spariskírteini og ríkisbréf hefur hins vegar tekið vel við sér og viðskipti vaxið verulega.

...en ávöxtun heldur áfram að hækka

Enda þótt hin nýja skipan viðskiptavaktar með ríkis-tryggt skuldabréf hafi aukið viðskipti á eftirmarkaði hafa vextir haldið áfram að hækka. Að vísu lækkaði ávöxtun nokkuð frá því sem hún var hæst um miðjan maí þegar uppnámið stóð sem hæst, en þá fór ávöxtun 25 ára húsbréfa hæst í 6,35%. Hún lækkaði hratt í 5,7% í byrjun júní en reis síðan hægt að 6% og fór hæst í tæp 6,2%. Undanfarnar vikur hefur ávöxtun húsbréfa lækkað nokkuð á ný og er um 5,9% þegar þetta er ritað. Aðrir markflokkar ríkisskuldabréfa hafa þróast með svipuðum hætti. Þannig er ávöxtun 15 ára spariskírteina um 5,15% um þessar mundir.

Vextir banka og sparisjóða hafa einnig hækkað

Verulegar hækkanir urðu á útlánvöxtum banka og sparisjóða á öðrum ársfjórðungi, talsvert umfram hækkanir á stýrivöxtum Seðlabankans. Í kjölfar hækkanar stýrivaxta Seðlabankans um hálf prósentustig í júní hækkuðu bankar nafnvexti óverð-

tryggðra lána um 0,8 prósentustig að jafnaði í júní og júlí. Ennfremur varð veruleg hækkun á grunnvöxtum verðtryggðra lána í júní eða um 0,7 prósentustig að jafnaði. Sú hækkun kom í kjölfar hækkunar á ávöxtun húsbréfa og spariskírteina á skuldabréfamarkaði og sýnir jafnframt viðleitni bankastofnana til að draga úr útlánavexti. Vegnir meðalvextir óverðtryggðra skuldabréfalána banka og sparisjóða eru í lok júlí 17%, hafa hækkað um tvö prósentustig frá áramótum. Vextir verðtryggðra lána eru 9,8% sem er um einu prósentustigi hærra en í byrjun ársins.

Hlutabréfamarkaður í kyrrstöðu

Nokkrar sveiflur hafa verið í verði hlutabréfa undanfarna mánuði. Frá byrjun apríl til miðs maí lækkaði úrvalsvísitala VÞÍ um 19%, var lægst um 1.500 stig. Síðan hefur vísitalan flökt á milli 1.500 og 1.560 stiga og hefur því verið á svipuðu róli og hún var í árslok 1999. Litlar breytingar á verði hlutabréfa að meðaltali síðustu vikur koma ekki á óvart þar sem beðið er milliuppgjöra fyrirtækja, en þeirra er ekki að vænta fyrr en í lok júlí og í ágúst.

Á árinu hefur orðið mest hækkun á verði hlutabréfa fyrirtækja í upplýsingatækni, um 74% (á öðrum fjórðungi í ár lækkaði verð þeirra um 12%), og fyrirtækja í lyfjaiðnaði, um 43% (þ.a. um 5% á öðrum fjórðungi). Verð hlutabréfa í samgöngufyrirtækjum hefur hins vegar lækkað mest eða um 27% (þ.a. um 20% á öðrum fjórðungi) og í sjávarútvegsfyrirtækjum um 13% (þ.a. um 9% á öðrum fjórðungi). Frá áramótum hefur vísitala fyrirtækja á vaxtarlista VÞÍ hækkað um 31%, en hún lækkaði um 13% á öðrum fjórðungi.

Nokkuð hefur dregið úr veltu undanfarna mánuði. Má meðal annars rekja það til þeirra sveiflna sem verið hafa í verði hlutabréfa. Einnig kunna rýmkaðar heimildir lífeyrissjóða til erlendra hlutabréfakaupa að hafa komið niður á innlenda markaðnum. Hins vegar virðist verðlagning á íslenska hlutabréfamarkaðnum nú miðast meira við hefðbundnar verðmatsaðferðir en áður og markaðurinn í auknum mæli næmur fyrir fréttum sem áhrif hafa á efnahagsskiyrði skráðra fyrirtækja.