

Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans¹

Gengissig á haustmánuðum en vaxtahækkun eykur aðhald

Þróun á gjaldeyrismarkaði frá miðjum júlí hefur einkennst af lækkandi gengi krónunnar og vaxtahækkunum erlendis. Gengi krónunnar, mælt með vísitölu gengisskráningar, veiktist um 4,2% frá 26. júlí til loka október og vaxtamunur við útlönd minnkaði einnig. Aukin óvissa um þróun gengis krónunnar leiddi ennfremur til þess að stöðutaka í krónuskuldbindingum til að nýta jákvæðan vaxtamun minnkaði, sem olli meiri þrýstingi á gengið en ella. Í lok október tilkynnti Seðlabankinn hækkun stýrivaxta sinna um 0,8% og komu áhrifin fram strax daginn eftir í styrkingu krónunnar. Með vaxtahækkuninni brást Seðlabankinn við lakari verðbólguhorfum og áframhaldandi mikilli lánsfjáreftirspurn. Hræringarnar á gjaldeyrismarkaðnum í júlí í sumar leiddu til þess að væntingar sköpuðust um hækkun stýrivaxta Seðlabankans á meðal aðila á millibankamarkaði með krónur og hækkun vextir á skuldbindingum til lengri tíma en eins mánaðar nokkuð. Þegar leið á ágúst dró úr þessum væntingum og gengu þá vextir á þessum skuldbindingum til baka enda var ávöxtun þriggja mánaða lána orðin hærri en ávöxtun endurhverfra viðskipta við Seðlabankann. Skuldabréfamarkaðurinn virðist vera í nokkru jafnvægi. Fjölgun viðskiptavaka með húsbréf og húsnæðisbréf í september hafði jákvæð áhrif á markaðinn. Hlutabréfavísitölur hafa lækkað á síðustu vikum og viðskipti hafa dregist saman eftir að fréttir tóku að berast af heldur slakari hálfársuppgjörum en spár höfðu sagt fyrir um.

Gengi krónunnar náði tímabundnu jafnvægi en veiktist í september...

Eftir nokkra ólgu á gjaldeyrismarkaði í júní og júlí hægðist heldur um í ágúst. Í byrjun ágúst fór gengisvísitalan í 112 stig. Gengið hafði þá styrkst um 3,4% frá því sem það varð lægst 14. júlí og virtist sem aðgerðir Seðlabankans í júlí ásamt þeirri skoðun markaðsaðila að vísitölustig um 116 væri yfir þeim mörkum sem búast mætti við til lengdar leiddu til þess að gengi krónunnar styrktist nokkuð fyrstu dagana í ágúst. Gengisvísitalan var nálægt gildinu 113 allan ágúst en í september veiktist krónan nokkuð og var vísitalan við gildið 116 í byrjun október. Þessi þróun var fremur hægfare og ekki voru verulegar breytingar á milli daga. Fram eftir október hélst þessi þróun en dagana 23. til 27. október var

mikil eftirspurn eftir gjaldeyri og veiktist gengi krónunnar töluvert alla dagana. Hæst fór gengisvísitalan í 119 stig innan dags 27. október en styrktist síðan aftur þegar á daginn leið. Alls nam hækkun gengisvísitölnnar frá 23. október til 27. október 1,7%. Í lok dags 27. október virtist sem jafnvægi væri komið á framboð og eftirspurn eftir gjaldeyri. Dagana 30. og 31. október styrktist krónan nokkuð og við skráningu 31. október var gildi vísitölnnar 118,1. Seðlabankinn fylgdist eðlilega grannt með þróuninni á gjaldeyrismarkaði en taldi ekki ástæðu til beinna inngripa. Síðasta dag október tilkynnti Seðlabankinn hins vegar hækkun vaxta sinna um 0,8%. Helsta ástæðan fyrir þessari aðgerð var sú að veiking krónunnar hefði fyrirsjáanlega haft neikvæð áhrif á verðbólgu og ógnað þeim markmiðum að verðbólga hérlandis næði svipuðu stigi og í helstu viðskiptalöndum á næstu tveimur árum. Að auki hafði lítið dregið úr eftirspurn eftir lánsfé. Fyrstu viðbrögð á gjaldeyris-

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 1. nóvember 2000.

Breyttar reglur um gjaldeyrismarkað

Í kjölfar skarpar lækkunar á gengi krónunnar snemma morguns 13. júlí 2000 gripu viðskiptavakar á gjaldeyrismarkaði til þess ráðs að loka fyrir viðskipti á gjaldeyrismarkaði í samræmi við 10. gr. reglna markaðarins. Samkvæmt greininni gat meirihluti viðskiptavaka tekið ákvörðun um tímabundna stöðvun viðskipta án samráðs við Seðlabankann. Þessi aðgerð vakti nokkrar deilur og var talin ástæða til að endurskoða reglur markaðarins.

Endurskoðun reglnanna hefur nú farið fram og gaf Seðlabankinn út nýjar reglur um gjaldeyrismarkaðinn og tóku þær gildi 20. október sl. Nýju reglurnar leysa af hólmi reglur sem settar voru 8. desember 1999. Í nýju reglum felast tvær meginbreytingar:

1. Fellt er niður ákvæði sem heimilaði aðilum á gjaldeyrismarkaði að koma sér saman um tímabundna stöðvun viðskipta við sérstakar aðstæður.
2. Lágmarksfjárhæð, sem viðskiptavakar þurfa að gefa bindandi tilboð í, er hækkuð úr 1 milljón í 1½ milljón Bandaríkjadala.

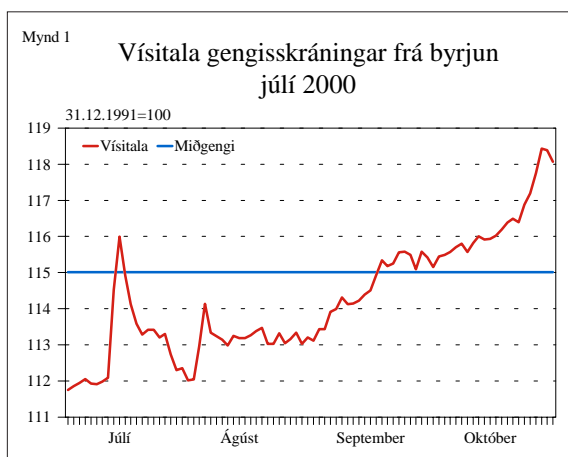
Markmiðið með þessari breytingu er að auka virkni og dýpt markaðarins.

Samhliða breytingu á reglum gerðu viðskiptavakar á gjaldeyrismarkaði með sér samkomulag um gengisbil, sbr. 9. gr. reglnanna. Samkomulagið kveður svo á, að heimilt sé að auka gengisbil tilboða við tiltekin skilyrði.

1. Hámarksgengisbil í tilboðum skal vera 7 aurar. Viðskiptavakar skulu eigi að síður miða við að gengisbil verði að jafnaði 5 aurar nema aðstæður á markaðnum séu óvenjulegar.
2. Breytist gengisvísitala íslensku krónunnar meira en 1,25% frá opnunargildi dagsins, skal hámarksgengisbil hækkað í 10 aura til loka dags.
3. Verði meiri breyting á gengisvísitölu íslensku krónunnar en sem nemur 2% frá opnunargildi dagsins, skal hámarksgengisbil hækka í 20 aura til loka dags.
4. Fyrsta grein samkomulags þessa skal endurskoðuð að mánuði liðnum frá undirskrift samkomulags þessa. Reynist gengisbil í tilboðum viðskiptavaka almennt hafa hækkað í hámark það sem tilgreint er í 1. lið skal hámarksgengisbilið lækkað í 6 aura og gildir það uns annað verður ákveðið af viðskiptavökum.

markaði voru styrking krónunnar og fór gengisvísitalan í 117,1 í lok dags 1. nóvember en það er 1,85% undir miðgengi (þ.e. í veikari hluta vikmarkanna). Þróun gengisvísitölu frá júlíbyrjun má sjá á mynd 1 hér á síðunni.

Þann 20. október tóku gildi nýjar reglur um gjaldeyrismarkað og er sagt frá helstu breytingum í rammagrein hér á síðunni.



...vegna breyttra forsendna og væntinga

Nokkrar breytingar á efnahagsumhverfinu að undanfögnu hafa leitt til veikingar krónunnar. Aflaheimildir voru skertar á fiskveiðiarinu sem hófst 1. september sl., verðbólga er enn meiri hér á landi en í helstu viðskiptalöndum, viðskiptahalli er verulegur og við blasa erfiðir kjarasamningar, bæði við opinbera starfsmenn og sjómenn. Jafnvægisgengi krónunnar lækkaði því í upphafi sumars og mat markaðsaðila á efnahagsumhverfinu varð svartsýnna. Þetta skapaði síðan þrýsting á markaðsgengið. Fram undir mitt ár nýttu fjárfestar sér mikinn vaxtamun á milli Íslands og annarra landa og stöðugleika krónunnar til að hagnast. Þegar krónan tók að veikjast ásamt því að viðskiptahalli hélt áfram að vaxa, streymdi fjármagn til kaupa á erlendum verðbréfum áfram úr landi. Verðbólgan reyndist einnig prálátari en búist hafði verið við og dró því úr áhuga fjárfesta á að nýta sér vaxtamuninn. Þar að auki hefur heldur dregið saman með vöxtum hér og erlendis undanfarna mánuði vegna hækkunar vaxta erlendis. Mikið útstreymi fjármagns og minna innstreymi hafa því lagst á eitt við að veikja krónuna.

Aukið aðhald ætti að minnka óvissu

Með hækkun stýrivaxta Seðlabankans í byrjun nóvember jókst aðhald peningastefnunnar. Stýrivöxtum bankans var síðast breytt í júní sl. Vextir Seðlabankans eru um þessar mundir þeir hæstu sem þekkjast í iðnríkjunum og aðhald þeirra er mikið. Aðhaldssöm peningamálastefna ein og sér hefur þó ekki nægt til að hemja verðbólgu og viðhalda tiltrú á stöðugleika efnahagslífsins. Viðvarandi viðskiptahalli er stærra vandamál en svo að hægt sé með peningamálaaðgerðum að eyða áhrifum hans á gengi krónunnar. Við þessi skilyrði er nauðsynlegt að verulegt aðhald sé í fjármálum hins opinbera, að launastefna sé ábyrg og að haldið sé aftur af lánsfjárframboði.

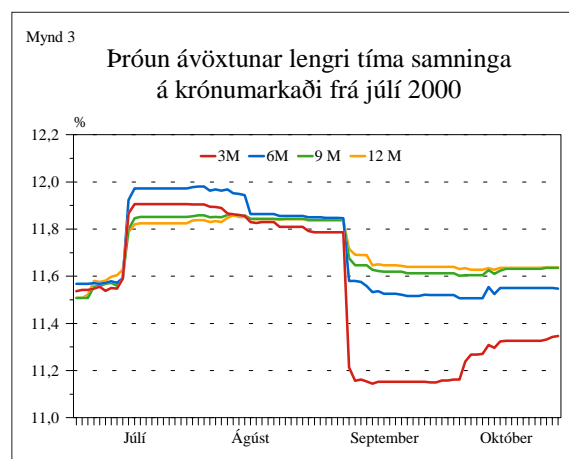
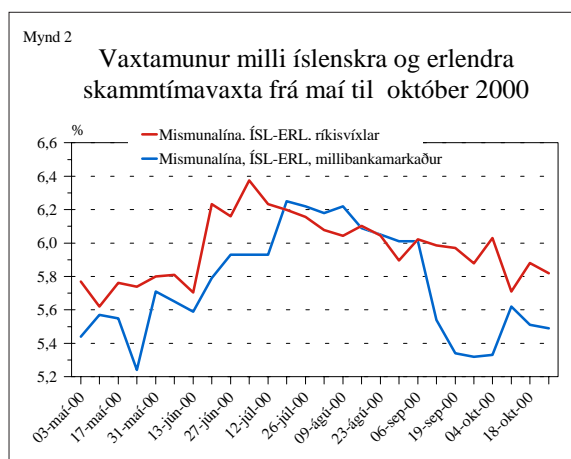
Vaxtamunur við útlönd eykst á ný við vaxtahækkun hérlendis

Vaxtamunur við útlönd hafði minnkað verulega fram að vaxtahækkuninni í byrjun nóvember. Erlendir seðlabankar hafa margir hverjir hækkað stýrivexti sína frá því um mitt árið. Norski seðlabankinn hækkaði stýrivexti sína um 50 punkta 9. ágúst og aftur um 25 punkta 20. september. Japanski seðlabankinn hækkaði stýrivexti sína um 25 punkta 11. ágúst. Danski seðlabankinn hækkaði vexti sína nokkrum sinnum alls um 80 punkta. Evrópski seðlabankinn hefur hækkað vexti tvisvar samtals um 50 punkta. Vaxtamunur á millibankamarkaði þriggja mánaða inn- og útlána hér á landi og í helstu viðskiptalöndum varð hvað mestur eftir miðjan júlí, 6,2%, fór síðan minnkandi og var 5,5% fyrir vaxtahækkun í lok október en hækkaði við þá aðgerð og er nú 6,3%. Vaxtamunurinn minnkaði um tíma, ekki aðeins vegna

hækkunar vaxta erlendis, því að vextir lengri lána á millibankamarkaði fyrir krónur lækkuðu einnig hér á landi. Mynd 2 sýnir þróun vaxtamunar íslenskra og erlendra ríkisvixla og samsvarandi þróun vaxtamunar á millibankamarkaði frá maí til 1. nóvember.

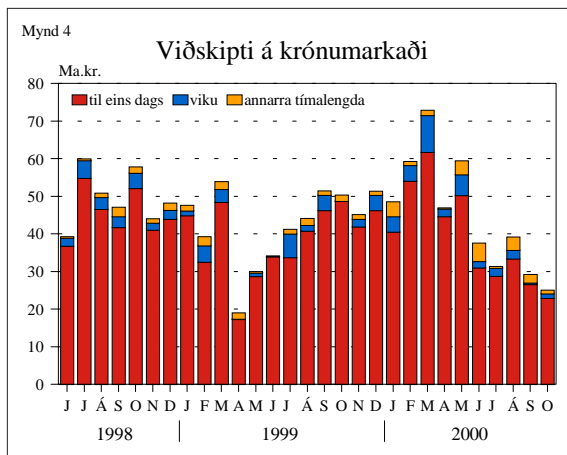
Vaxtabreytingar á krónumarkaði vegna væntinga um vaxtahækkun

Hræringarnar á gjaldeyrismarkaðnum í júlí í sumar virðast hafa leitt til þess að aðilar að millibankamarkaði með krónur hafi buist við hækkun stýrivaxta Seðlabankans. Þessar væntingar leiddu til hækkunar vaxta á lánasamningum á millibankamarkaði sem eru til lengri tíma en eins mánaðar en ávöxtun skemmri lána hefur flótt í kringum 11% líkt og undanfarna mánuði. Vextir á lengri lánnum héldust á milli 11,8% og 12,0% frá miðjum júlí og fram í byrjun september. Þegar líða tók á ágúst virtust markaðsaðilar róast nokkuð og væntingar um hækkun Seðlabankavaxta dvínuðu. Þetta leiddi að lokum til þess að vextir á lengri lánasamningum á krónumarkaði lækkuðu verulega þann 6. september. Þá var ávöxtun þriggja mánaða lána hærri en ávöxtun endurhverfra viðskipta við Seðlabankann. Þessi mismunur á ávöxtun endurhverfra viðskipta og lána á millibankamarkaði varð til þess að markaðsaðilar gátu nýtt sér endurhverf viðskipti við Seðlabankann til að hagnast á krónumarkaði. Jafnvægi náðist á ný þegar innlánsvextir lækkuðu vegna aukinna viðskipta með þriggja mánaða lánasamninga. Mynd 3 sýnir þróun ávöxtunar lengri tíma samninga á krónumarkaði.



Minni velta á krónumarkaði eftir því sem á árið hefur liðið

Í upphafi árs leit út fyrir að velta á krónumarkaði slægi öll fyrri met. Eftir því sem liðið hefur á árið hefur þó dregið úr veltu jafnt og þétt og var velta síðustu fimm mánaða minni en velta sömu mánuði ársins 1999. Helstu skýringar á minni veltu eru aukning daglánaviðskipta við Seðlabanka Íslands og hugsanlega aukin endurhverf viðskipti. Það að daglánaviðskipti aukast á sama tíma og viðskipti á millibankamarkaði með krónur dragast saman getur gefið vísbendingar um að einhver hluti markaðsaðila eigi í lausafjárerfiðleikum vegna fullnýttra lána á krónumarkaði. Mest hefur dregið úr veltu einnar nætur lána ef borðið er saman tímabilið júlí til október á síðasta ári og sama tímabil á þessu ári. Samdrátturinn nemur 41 ma.kr. en aukning daglána Seðlabankans á sama tíma nam 36 ma.kr. Staða endurhverfra samninga jókst um 7 ma.kr. á þessu síðara tímabili. Mynd 4 sýnir þróun viðskipta á krónumarkaði.



Lítill viðskipti með lengri tíma samninga

Viðskipti með lána samninga sem eru til lengri tíma en eins mánaðar eru vart mælanleg sem hlutfall af heildarveltu á krónumarkaði. Því er ljóst að aðilar krónumarkaðarins nýta sér hann fyrst og fremst til að uppfylla lausafjárþörf sína. Ástæður þess að viðskipti með lengri samninga eru ekki meiri en raun ber vitni eru ekki einhlítar. Þó má gera ráð fyrir því að aðilar markaðarins telji of áhættusamt að binda fé í lengri samningum, þ.e. eins til tólf mánaða samningum, og um leið að það dragi úr möguleikum til að bregðast

við vaxtabreytingum sem kynnu að verða í nánustu framtíð. Með því að eiga viðskipti með lengri lána samninga væru aðilar að nota lánalínur sínar og skertu þar með möguleika sína til að nýta krónumarkaðinn til að uppfylla lausafjárþarfir sínar.

Meira jafnvægi á skuldabréfamarkaði

Eftir uppnámið á skuldabréfamarkaðnum í maí sl., þegar ávöxtunarkrafa hækkaði umtalsvert, hefur krafan lækkað nokkuð og virðist hafa náð nokkru jafnvægi. Megin skýringin á þetta jafnvægi er væntanlega sú breyting sem gerð var á viðskiptavakt með húsbref og húsnæðisbref en þann 11. september fjölgaði viðskiptavökum úr tveimur í fimm. Ávöxtunarkrafa húsbrefa lækkaði nokkuð í ágúst en hækkaði aðeins aftur í september. Eftir birtingu fjárlaga-frumvarps í byrjun október hækkaði krafan aftur en sú hækkun gekk að hluta til baka. Þann 10. október var síðan birt verðbólga mæling mánaðarins sem sýndi 1% hækkun á milli mánaða, nokkuð umfram væntingar markaðsaðila. Í kjölfarið hækkaði krafa ríkisbrefa skarpt en krafa verðtryggðra brefa lækkaði aðeins. Þegar verðbólga er mikil ætti verðtryggðra skuldabrefa að hækka og þar með ávöxtun að lækka. Síðustu mánuði hefur verðbólga verið til-
tölulega mikil, þótt hún hafi lækkað frá því í vor. Þrátt fyrir þessu skilyrði hafa verðtryggð skuldabref lækkað í verði, ávöxtunarkrafa þ.a.l. hækkað. Ástæðan er eflaust minnkandi fjárfesting stórra fjárfesta í skuldabréfunum. Þróun ávöxtunarkröfu í algengum flokkum spariskírteina og húsbrefa er sýnd á mynd 5.

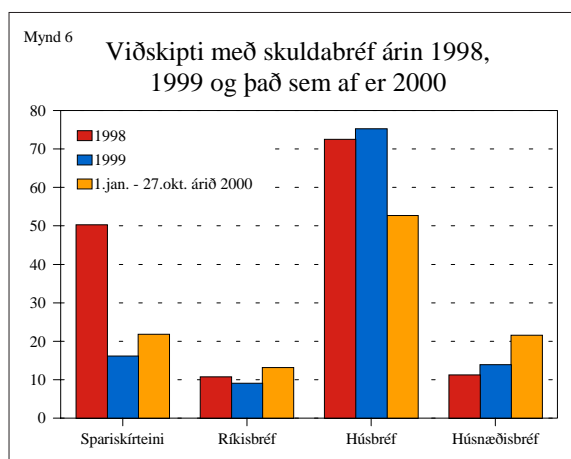


Áhugi fjárfesta á skuldabréfamarkaðnum

Það hefur verið talsvert til umræðu að stórir fjárfestar, einkum lífeyrissjóðir, hafi dregið úr umsvifum sínum á skuldabréfamarkaði og snúið sér að erlendum hlutabréfum. Nýir fjárfestar hafa þó komið inn á markaðinn. Enn sem komið er hafa þeir þó ekki fyllt í skarð lífeyrissjóðanna. Skuldabréfamarkaðurinn er enn í skugganum af hlutabréfamarkaðnum og svo virðist sem fjárfestar meti það enn sem svo að meiri hagnaðarvon sé í hlutabréfum. Þetta gerist þó á sama tíma og tiltölulega slæm milliuppgjör hafa birst bæði hérlendis og erlendis en það sem af er ári hafa bæði Nasdaq- og Dow-Jones-vísitölurnar í Bandaríkjunum lækkað nokkuð. Hlutabréfaverð hér á landi hefur einnig lækkað um u.þ.b. 12% frá áramótum. Þessi þróun gæti leitt til þess að íslenskir lífeyrissjóðir leitustu aftur inn á innlenda skuldabréfamarkað. Hins ber þó að geta að ein af ástæðum þess að aukin fjárfesting átti sér stað í erlendum verðbréfum var hugsanlega sú að skuldabréf hafi vegið þyngra í eignasafni lífeyrissjóðanna en eðlilegt gat talist.

Viðskipti með skuldabréf hafa aukist

Viðskipti á skuldabréfamarkaði það sem af er ári hafa verið mikil. Á mynd 6 sést að viðskipti með spariskírteini, ríkisbréf og húsnæðisbréf eru þegar orðin meiri í ár en þau voru á sama tímabili á síðasta ári. Heildarviðskipti með skuldabréf árið 1998 voru 145 ma.kr., árið 1999 voru þau 114 ma.kr. og það sem af er þessu ári hafa viðskipti numið 103 ma.kr. Það sem af er ári hafa mestu viðskiptin verið með húsbref (48%), húsnæðisbréf (20%), spariskírteini (20%) og síðan ríkisbréf (12%).



Örva efnahagshorfur áhuga á skuldabréfamarkaði?

Ástandið í efnahagslífinu gæti ýtt undir áhuga á skuldabréfamarkaðnum að nýju. Margt bendir til þess að toppnum í hagsveiflunni hafi verið náð og sagan sýni að þá eykst eftirspurn eftir skuldabréfum. Í nýútkominni þjóðhagsáætlun er gert ráð fyrir 1,6% hagnætti á næsta ári sem er umtalsvert minna en undanfarin ár. Í niðursveiflu hafa hlutabréf tilhneigingu til að lækka og þar af leiðandi ættu skuldabréf að verða hagstæðari fjárfestingarkostur. Í fjárlagafrumvarpinu er gert ráð fyrir miklum rekstrarafgangi á ríkissjóði og ætti það að leiða til vaxtalækkunar á skuldabréfum, sér í lagi ef spár um hagnætti á næsta ári ganga eftir. Ekki hefur enn orlað á þessu og helsta ástæðan sú að Íbúðalánasjóður áætla að auka útgáfu hús- og húsnæðisbréfa á næsta ári.

Fjárfesting erlendra aðila

Fróðlegt verður að sjá hvaða áhrif NOREX-samstarfið hefur á verðbréfamarkað hérlendis en það hófst 30. október sl. Sennilegt er að töluverð breyting eigi sér stað ekki síst vegna nýs sameiginlegs viðskiptakerfis, Saxess. Í þessu nýja kerfi er breyting á framsætningu tilboða sem sennilegt er að styrki verðmyndun á markaðnum og dýpki hann. Búast má við áhuga erlendra fjárfesta á íslenskum skuldabréfum vegna hárrar ávöxtunar og rafrænnar skráningar. Gengisáhætta vegur þó á móti þessum áhuga.

Hlutabréfamarkaður á undanhaldi

Vísitölur hlutabréfamarkaðarins hér á landi hafa sigið á undanförunum vikum. Nokkurt jafnvægi var í verði á hlutabréfamarkaði hérlendis frá apríl og fram í ágúst en eftir að hálfársuppgjör hlutafélaganna tóku að birtast fór verð lakkandi og hefur lækkað jafnt og þétt síðan. Lækkun hlutabréfavísitölnnar (ICEX-15) frá ágústlokum til októberloka nam um 8%. Hálfársuppgjör hlutafélaganna sem skráð eru á Verðbréfaþingi Íslands sýndu í flestum tilvikum heldur verri útkomu en spár markaðsaðila höfðu gert ráð fyrir. Viðskipti hafa einnig dregist saman um 20% ef mánuðirnir ágúst til október í ár eru bornir saman við sömu mánuði í fyrra.