

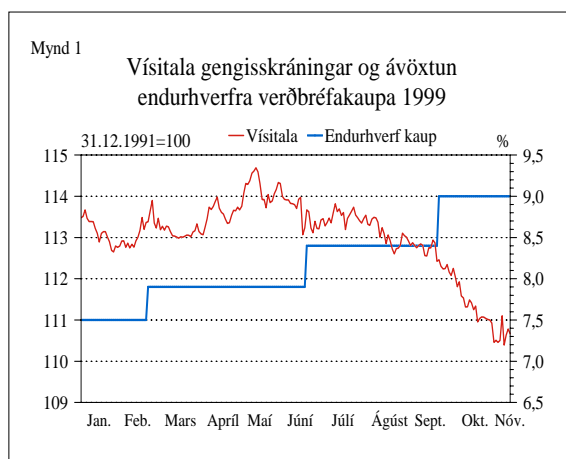
Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans.¹

Sterk króna á haustmánuðum

Seðlabankinn hefur hækkað vexti sína þrisvar í ár, fyrst í febrúar, síðan í júní og loks í september, samtals um 1,5 prósentustig. Frá því að núverandi uppsveifla í efnahagslífinu hófst á árinu 1996 hafa stýrivextir bankans alls verið hækkaðir um 2,5 prósentustig. Munur milli peningamarkaðsvaxta hér á landi og viðskiptaveginna hliðstæðra vaxta erlendis náði hámarki í september sl. og var þá um 5,5 prósentustig. Á þessu ári hefur munurinn vaxið um rösk 2 prósentustig. Gengi krónunnar styrktist ekki á fyrri hluta ársins þrátt fyrir aðgerðir Seðlabankans enda beindist vaxtahækkun bankans í febrúar að því að efla gjaldeyrisfordann fremur en að styrkja gengið. Í lok ágúst var gengi krónunnar svipað og í byrjun árs. Vaxtahækkunar bankans í júní og september um 0,5 og 0,6 prósentustig, ásamt því aðhaldi sem boðað er í fjárlagafrumvarpi ríkisstjórnarinnar, virðast hins vegar hafa stuðlað að styrkingu krónunnar og var gengi hennar í sögulegu hámarki í byrjun nóvember, um 4% yfir miðgengi. Tímabundnir þættir kunna einnig að hafa stuðlað að styrkingu krónunnar, svo sem fjárstreymi erlendis frá tengt sérstökum fjárfestingum og minna útstreymi til verðbréfa kaupa erlendis en fyrir á árinu. Markmið Seðlabankans með aðgerðum sínum í júní og september var að draga úr innlendra eftirspurn og stuðla að sterkari krónu til þess að hamla gegn verðhækkunum innanlands.

Vextir á peningamarkaði hafa fylgt vaxtabreytingum Seðlabankans og vextir á 3-6 mánaða millibankalánnum hafa hækkað meira en stýrivextir Seðlabankans. Þar gætit áhrifa lausafjárreglna sem Seðlabankinn setti snemma árs 1999 til að stemma stígu við rýrnun lausafjárstöðu og aukinni notkun erlends skammtímafjár. Lausafjárreglurnar hafa náð þessum markmiðum og virðast einnig, að minnsta kosti tíma-

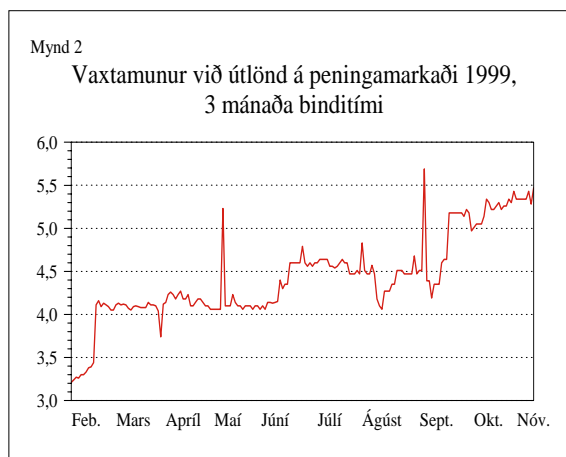
1. Mánaðartölur í þessari grein miðast við lok október 1999 en daglegar tölur ná fram til 9. nóvember 1999.



bundið, hafa stuðlað að minni útlánaaukningu lánastofnana. Ásamt öðrum þáttum hafa lausafjárreglurnar dregið nokkuð úr viðskiptum með banka- og ríkisvixla.

Seðlabankinn hefur í samstarfi við lánastofnanir þróað nýjar lausafjárreglur sem vænst er að geti tekið gildi um næstu áramót.

Ekki hefur orðið framhald á þessu ári á þeirri



lækkun ávöxtunar sem varð á skuldabréfamarkaðnum og á bankavöxtum á síðasta ári. Ávöxtun verðtryggðra ríkisskuldabréfa hefur hækkað um 0,2-0,3 prósentustig og vextir verðtryggðra bankaútlána hafa hækkað um 0,1 prósentustig frá ársbyrjun þar til snemma í nóvember. Enn meiri hækkun hefur orðið á ávöxtun óverðtryggðra markaðsbrefa enda hafa verðbólguvæntingar farið hækkandi eftir því sem liðið hefur á árið. Ávöxtun óverðtryggðra ríkisbréfa hækkaði um 1,9 prósentustig frá ársbyrjun fram í nóvember og vextir almennra skuldabréfalána banka og sparisjóða um 2,4 prósentustig.

Dregið hefur úr útgáfu markaðsskuldabréfa og -vixla á árinu. Því veldur annars vegar að lánsfjárförf er engin hjá ríkissjóði og hins vegar að mikill vaxtamunur er við útlönd sem yfir undir notkun á erlendu lánsfé. Þá hefur einnig orðið samdráttur í viðskiptum á eftirmarkaði með vixla og skuldabréf. Hins vegar hefur orðið mikil veltuaukning með hlutabréf á Verðbréfaþingi Íslands og verð á hlutabréfum hefur hækkað.

1. Gjaldeyrismarkaður

Gengi krónunnar styrktist fyrstu þrjár vikur ársins um 0,46% en fór síðan lækkandi fram eftir febrúarmánuði þar til Seðlabankinn hækkaði styrivexti sína um 0,4 prósentustig þann 21. febrúar. Krónan styrktist nokkuð í kjölfar vaxtahækkunarinnar en áhrifin urðu minni en ella þar sem Seðlabankinn nýtti innstreymi gjaldeyris í kjölfar vaxtahækkunarinnar til að styrkja gjaldeyrisfordann. Gerð var grein fyrir þessum áformum í tengslum við vaxtabreytinguna. Mikið gjaldeyrisústreymi vegna erlendra verðbréfavíðskipta og tiltölulega lítið fjármagnsinnstreymi vegna lánahreyfinga stuðluðu að veikingu krónunnar seinni hluta vetrar og fram eftir vori og náði gengi hennar lágmarki um miðjan maí um 0,3% yfir miðgengi. Þann 21. júní hækkaði Seðlabankinn vexti sína um 0,5 prósentustig í þeim tilgangi að stuðla að minni þenslu, styrkja gengi krónunnar og vinna gegn vaxandi verðbólguþrýstingi. Þessi aðgerð hafði hins vegar lítil áhrif til styrkingar gengis fyrst í stað, ekki síst af völdum tímabundins gjaldeyrisústreymis vegna verðbréfaþinga. Frá byrjun ágúst fór gengi krónunnar lækkandi og enn frekar eftir vaxtahækkun bankans í september. Fyrstu dagana í nóvember var gengi

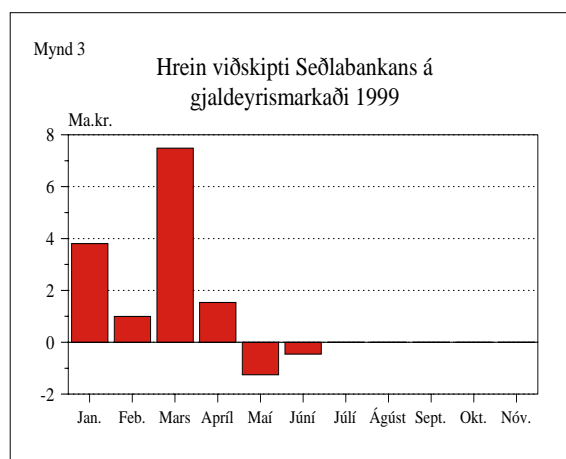
krónunnar um 4% yfir miðgengi og hafði ekki verið hærra frá 28. júní 1993.

Vegna vaxtahækkana Seðlabankans hefur munur innlendra og viðskiptaveginna erlendra peningamarkaðsvaxta aukist á árinu. Hann var í byrjun árs um 3,2 prósentustig en fór hækkandi þegar leið á árið og var um 5,3 prósentustig í byrjun nóvember.

Aukinn vaxtamunur samfara tiltrú á áframhaldandi stöðugleika gengis krónunnar leiðir alla jafnan til vaxandi innstreymis gjaldeyris og styrkir gengi krónunnar. Ástæða þess er sú að ábatasamara verður að eiga krónur og það hvetur til töku erlendra lána til kaupa á víxlum og öðrum verðbréfum í íslenskum krónum. Þá yfir meiri vaxtamunur undir skil á gjaldeyristekjum og framvirka sölu gjaldeyris.

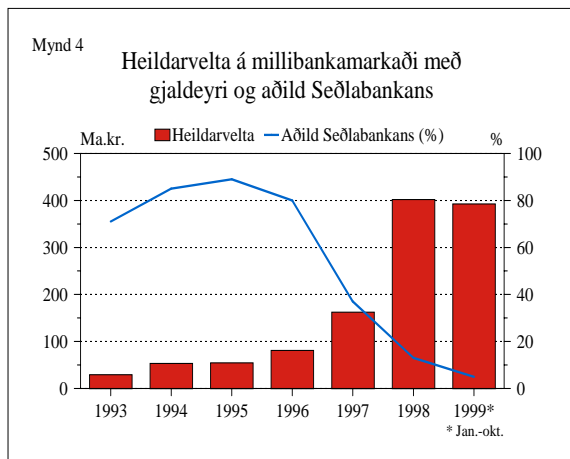
Hrein viðskipti Seðlabankans á millibankamarkaði með gjaldeyri á tímabilinu janúar til október voru jákvæð um 12,1 ma.kr. samanborið við 17,5 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Seðlabankinn á viðskipti á markaði í tvennum tilgangi. Í fyrsta lagi getur bankinn haft áhrif á gengi krónunnar með inngripum og kaupir þá eða selur gjaldeyri eftir því hvaða áhrif hann vill hafa á gengið. Tilgangur aðgerða bankans hefur fyrst og fremst verið að draga úr sveiflum í gengi krónunnar. Í öðru lagi getur verið um hrein viðskiptaleg sjónarmið að ræða ef bankinn kaupir gjaldeyri á markaði gagnert í tengslum við endurgreiðslur ríkissjóðs af erlendum lánnum.

Seðlabankinn hefur ekki átt nein viðskipti á millibankamarkaði frá því um miðjan júní. Þetta er óvenju langur tími en gengi krónunnar hefur í meginatriðum þróast í samræmi við væntingar Seðlabankans í kjölfar aðgerða hans.



Þrátt fyrir mun minni viðskipti Seðlabankans á innlendum gjaldeyrismarkaði hafa sveiflur í gengi krónunnar verið minni á þessu ári en í fyrra. Hins vegar eru sveiflur gengisins innan dags ekki minni en áður. Meginástæða þessa virðist vera sú að mun meira er um spákaupmennsku á þessu ári en í fyrra. Spákaupmenn skilgreina efri og neðri mörk gengisins á hverjum tíma og selja eða kaupa þegar gengið nálgast efri eða neðri mörk þessa viðmiðunarþils. Vegna þessa hefur markaðurinn haft tilhneigingu til að sveiflast innan þrengra þils en áður og verulegar breytingar innan dags ganga venjulega hratt til baka.

Velta á millibankamarkaði með gjaldeyri hefur vaxið verulega undanfarin tvö ár. Annars vegar stafar þetta af fjármagnsviðskiptum við útlönd í kjölfar aukins frjálsræðis og hins vegar af breyttu fyrirkomulagi á gjaldeyrismarkaði sem fólst í því að markaðsaðilar tóku á sig skyldur viðskiptavaka á árinu 1997. Veruleg aukning í veltu varð strax á árinu 1997 eða 100% og enn meiri árið 1998 eða 148%. Veltan á þessu ári stefnir í að verða um 10% meiri en á síðasta ári. Samfara þessari veltuaukningu hefur aðild Seðlabankans að viðskiptum dregist saman. Hún var um 82% árið 1996, lækkaði verulega árið 1997, var 13% árið 1998 og það sem af er þessu ári einungis um 5%.



Gengi krónunnar er ákvarðað á millibankamarkaði og endurspeglar framboð og eftirspurn eftir erlendum gjaldeyri hér á landi. Með sífellt minnkandi aðild Seðlabankans að veltu má segja að markaðsákvörðun gengisins byggist á sterkari grunni en áður. Þróun gengisvísitölu, hvort sem er innan dags eða milli tímabila, veitir því Seðlabankanum betri

upplýsingar um markaðsaðstæður hverju sinni og þá um leið hvort og hvenær sérstakra aðgerða sé þörf, hvort sem um er að ræða inngríp á millibankamarkað eða með breytingu stýrivaxta Seðlabankans.

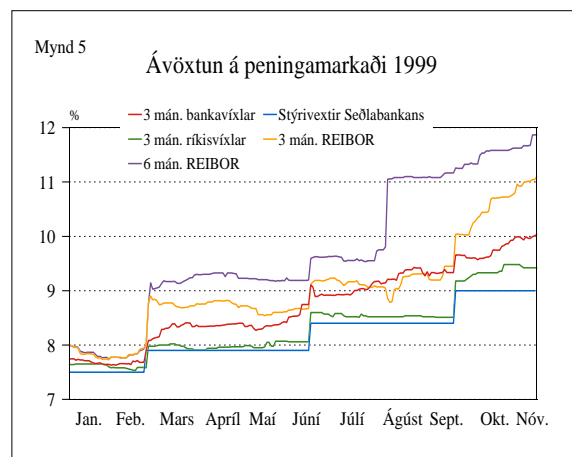
Gjaldeyrissjöfnuður banka má vera +/- 30% af eigin fé. Meðalgjaldeyrissjöfnuður allra banka fyrstu 10 mánuði þessa árs var vel innan þessara marka eða um 7%. Hann hefur í flestum tilfellum verið neikvæður það sem af er ári enda eru vextir erlendis mun lægri en hér á landi og því ekki óeðlilegt að bankar vilji fjármagna sig að einhverju leyti erlendis.

Gjaldeyrisforði Seðlabankans styrktist í kjölfar vaxtahækkunar bankans í febrúar. Sem fyrr segir hefur bankinn ekki átt inngríp á gjaldeyrismarkaði síðan í júní. Breytingar á gjaldeyrisforða bankans síðan þá hafa því skýrst að fullu af annars vegar erlendum lánaþrengingum ríkissjóðs og hreyfingum erlendra skammtímalána Seðlabankans hins vegar.

2. Peningamarkaður

Vextir á peningamarkaði hafa hækkað á árinu í kjölfar aðgerða Seðlabankans. Ávöxtun ríkisvixla hefur fylgt breytingum vaxta Seðlabankans en ávöxtun bankavixla hefur hækkað meira og gætir þar áhrifa lausafjárreglna sem Seðlabankinn setti fyrir á árinu. Þá hafa vextir í lengri millibankaviðskiptum, 3 og 6 mánaða, einnig hækkað meira en stýrivextir Seðlabankans af sömu ástæðum. Að baki þessu kann einnig að liggja vaxandi óvissa um verðlagsþróun þegar lengra er litið fram í tímann.

Lausafjárreglurnar höfðu nokkur áhrif á verð-

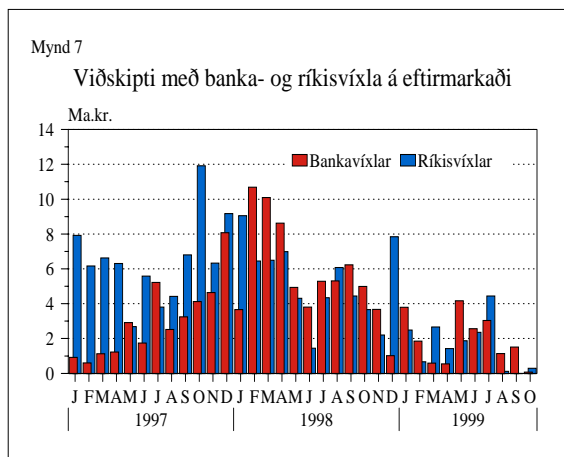
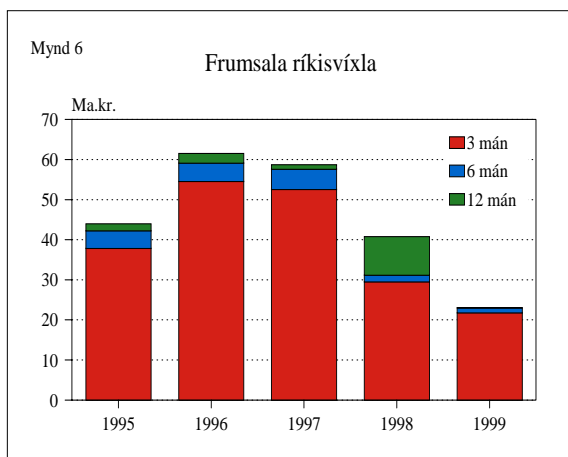


myndun bankavíxla á millibankamarkaði með krónur, en samkvæmt reglunum teljast veitt millibankalán með lengri binditíma en 90 dagar og bankavíxlar, óháðir líftíma, ekki sem laust fé. Lánastofnanir voru því tregar til fjárfestingar í bankavíxlum eða lánveitinga á millibankamarkaði umfram 90 daga nema gegn hærri vöxtum.

Eins og þegar hefur verið rakið hafa verðbólguvæntingar vaxið verulega á árinu og stuðlað að hækkun ávöxtunar á óverðtryggðum skuldbindingum. Um síðustu áramót var ávöxtunarferill óverðtryggðra skuldbindinga fallandi frá 6 mánaða binditíma og ávöxtun 4 ára skuldbindinga lítið eitt lægri en þriggja mánaða ríkisvíxla. Í maí var ferillinn orðinn stígjandi á öllu sviðinu en vaxtahækkunar bankans ollu því að ferillinn er fallandi. Ávöxtun til fjögurra ára er þó svipuð og ávöxtun til skamms tíma. Hins vegar er ferillinn enn stígjandi að 6 mánuðum sem bendir til þess að markaðurinn eigi von á frekari vaxtahækkunum af hálfu bankans á næstu 6 mánuðum.

Viðskipti með ríkis- og bankavíxla

Viðskipti á peningamarkaði með markaðsverðbréf til skemmri tíma en eins árs hafa dregist saman undanfarin tvö ár en millibankaviðskipti til skemmri tíma en eins árs hafa aukist að sama skapi. Viðskipti með ríkisvíxla á Verðbréfaþingi Íslands voru fyrir 17,3 ma.kr. fyrstu 10 mánuði ársins en 53,3 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Ýmsar ástæður eru fyrir minnkandi áhuga markaðsaðila á viðskiptum með ríkisvíxla. Tilkoma formlegs millibankamarkaðar með krónur í júní 1998 er ein skýringin en hann hefur að hluta til

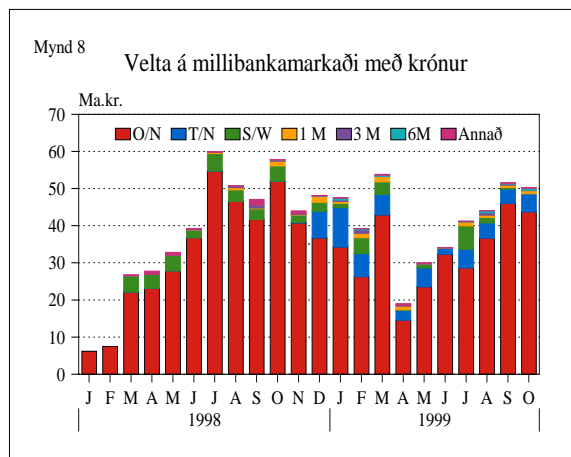


leyst ríkisvíxla af hólmi við lausafjárstýringu bankanna. Breytingar á stjórnækjum Seðlabanka sem gerðar voru í mars í fyrra hafa einnig haft áhrif, en þær fólu m.a. í sér endurskipulagningu á endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir. Áður voru einungis ríkisvíxlar auk innstæðubréfa hæfir til endurhverfra viðskipta en með breytingunum urðu allir markflokkar ríkisverðbréfa gjaldgengir. Auk þess er Seðlabankinn eini viðskiptavakinn með ríkisvíxla á eftirmarkaði og er verðmyndun ríkisvíxla því ekki eins virk og annarra bréfa þar sem fleiri aðilar koma við sögu. Frumsala ríkisvíxla hefur einnig dregist saman og fyrstu tíu mánuði ársins hafa verið seldir víxlar á uppboðum fyrir 22,6 ma.kr. en allt árið í fyrra nam salan 40,8 ma.kr. Uppboðsaðferðir Lána-sýslu ríkisins valda því að framboð víxla á uppboðum hverju sinni er óljóst og tilboðum er hafnað án sannfærandi skýringar. Það kann að hafa dregið úr áhuga markaðsaðila á þátttöku í uppboðunum.

Þá hafa viðskipti með bankavíxla ekki síður dregist saman. Á fyrstu tíu mánuðum ársins námu viðskipti með bankavíxla 19,3 ma.kr. samanborið við 63,6 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Í mars og apríl á þessu ári, eftir að lausafjárreglurnar höfðu tekið gildi, dattu viðskiptin niður í 0,6 ma.kr. í hvorum mánuði samanborið við tæplega 1,9 ma.kr. viðskipti í febrúar, en jukust síðan á ný.

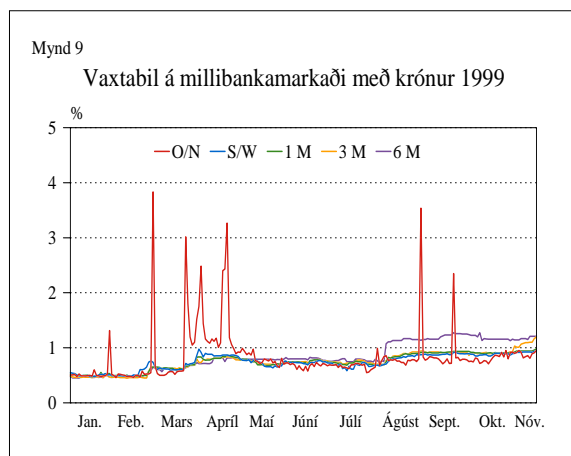
Millibankamarkaður með krónur

Millibankamarkaður með krónur hefur verið við lýði hér á landi um alllangt skeið en hann var endurskipulagður í júní 1998. Átta lánastofnanir eru nú þátttakendur á markaðnum. Samkvæmt reglum, sem Seðla-



bankinn setti um markaðinn í samráði við væntanlega markaðsaðila, skuldbinda þátttakendur sig til þess að hafa frammi leiðbeinandi tilboð í inn- og útlán til eins dags, einnar viku, eins mánaðar, þriggja mánaða og sex mánaða. Jafnframt skuldbinda þeir sig, ef annar þátttakandi óskar, til að setja fram skuldbindandi tilboð fyrir tilteknar lágmarksfjárhæðir. Lágmarkstilboð er 50 m.kr. í sex mánaða skuldbindingum en 100 m.kr. í öðrum.

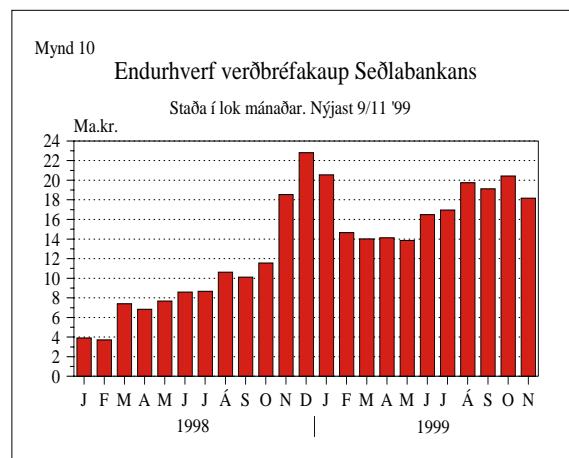
Frá því að markaðurinn tók formlega til starfa hefur meðalvelta á mánuði verið um 44,3 ma.kr. Á fyrstu tíu mánuðum ársins námu viðskiptin um 407 ma.kr. Meðalvelta á mánuði var því tæpur 41 ma.kr. en á seinni árhelmingi 1998 var hún 50 ma.kr. Í flestum tilvikum er um að ræða viðskipti til eins dags en hlutfall þeirra af heildarveltu það sem af er þessu ári er 91% samanborið við 93% frá júní til desember í fyrra.



Í apríl á þessu ári minnkuðu viðskiptin verulega vegna viðbragða markaðsaðila við setningu lausafjárreglna Seðlabankans en þau leiddu til mjög vaxandi vaxtamunar í inn- og útlánstilboðum. Heildarviðskipti í apríl námu 19 ma.kr. sem var töluvert minna en þau hafa verið að meðaltali á þessu ári. Síðan hefur veltan aukist og markaðsaðilar náð að aðlaga sig breyttum aðstæðum. Munur inn- og útlánsvaxta lækkaði nokkuð undir lok apríl en hefur þó haldist töluvert hærri en í fyrra.

Viðskipti Seðlabanka

Í lok október var staða útistandandi endurhverfra viðskipta Seðlabankans 20,4 ma.kr. og það sem af er þessu ári hefur staða útistandandi endurhverfra viðskipta verið á bilinu 12,5 ma.kr. til 22,6 ma.kr. Þrátt fyrir vaxtahækkunar Seðlabankans á þessu ári og setningu lausafjárreglna hefur ekki dregið úr endurhverfum viðskiptum. Meðalstaða þeirra var 16,8 ma.kr. fyrstu tíu mánuði ársins en var 7,6 ma.kr. í fyrra. Á sama tíma var daglánafyrirgreiðsla bankans 0,4 ma.kr. að meðaltali í ár en 0,3 ma.kr. í fyrra.



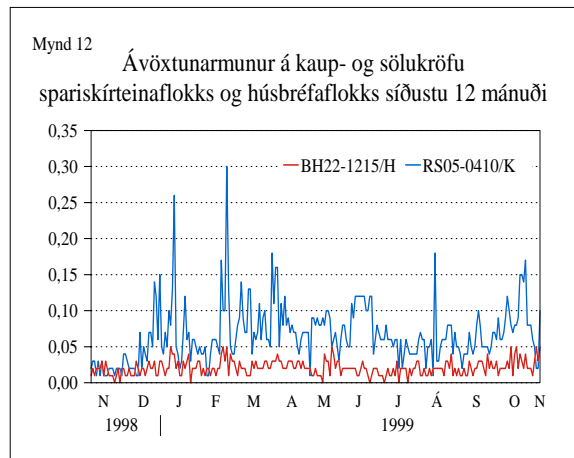
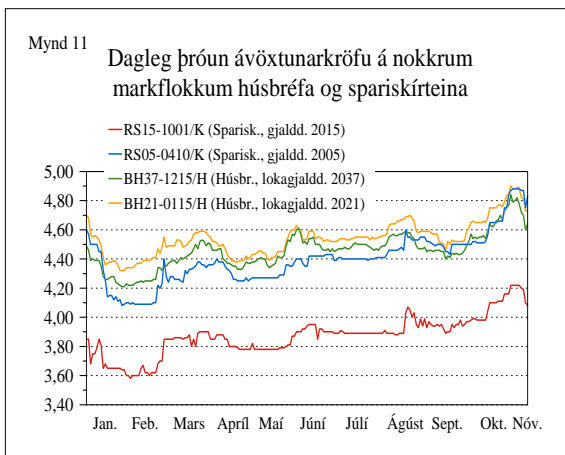
Innstæður á bindiskyldureikningum lánastofnana í Seðlabankanum hafa aukist mikið síðustu misseri vegna mikillar aukningar á ráðstöfunarfé lánastofnana auk þess sem bindiskyldan nær núna til fleiri stofnana en áður. Í lok október 1999 var innstæða á bindiskyldureikningi 15,5 ma.kr. sem er um 80% aukning frá árslokum 1997.

3. Vextir banka og sparisjóða

Talsverðar sveiflur hafa orðið á vöxtum bankastofnana á árinu 1999. Þeir lækkuðu nokkuð fyrstu tvo mánuði ársins en hafa síðan farið hækkandi. Sem dæmi lækkuðu vextir verðtryggðra lána um hálf prósentustig að meðaltali í febrúar, fóru í 8,2%, en eru í nóvember 8,8%. Nafnvextir almennra skuldabréfalána lækkuðu um 0,2 prósentustig í febrúar en hafa síðan hækkað um 2,6 prósentustig, m.a. vegna aukinnar verðbólgu, og eru núna 14,7%. Aðgerðir Seðlabankans í peningamálum höfðu talsverð áhrif á útlánsvexti bankanna. Auk þess að fylgja eftir hækkun Seðlabankans á eigin vöxtum á árinu, kunna nýjar lausafjárreglur að hafa hvatt banka til að hækka vexti til þess að stemma stigu við vexti útlána. Hins vegar er ekki útlit fyrir að vaxtahækkunarir af óverðtryggðu fé verði jafnmiklar og aukning verðbólgu milli ára gefur tilefni til. Vaxtamunur virðist hafa aukist þar eð vextir innlána hafa hækkað minna en vextir útlána. Sem dæmi hafa vextir almennra sparibóka hækkað um 0,3 prósentustig og ávöxtun svonefndra peningamarkaðsreikninga um 1,8 prósentustig. Vextir verðtryggðra innlána eru því sem næst þeir sömu í nóvember og þeir voru í upphafi ársins 1999.

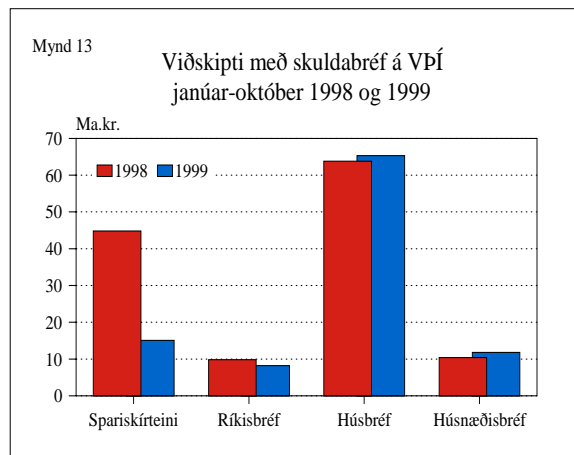
4. Skuldabréfamarkaður

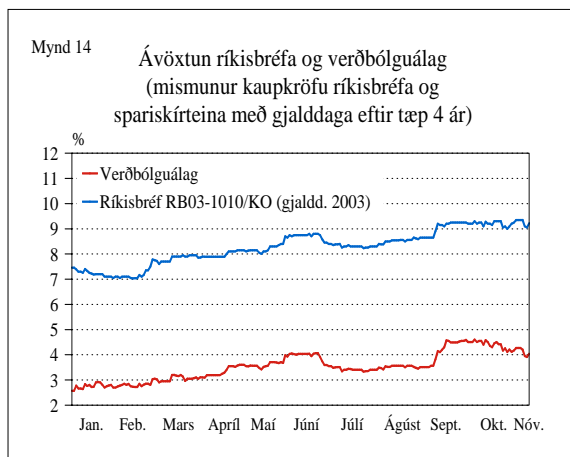
Ávöxtun verðtryggðra markaðsskuldabréfa hefur farið hækkandi á árinu eftir mikla lækkun á síðasta ári. Ávöxtun 5 ára spariskírteina hefur hækkað um 0,22 prósentustig og er nú um 4,94%. Svipuð hækk-



un hefur orðið á öðrum ríkisskuldabréfum eða um 0,25 prósentustig. Hins vegar hefur ávöxtun húsbrefa ekki breyst sem neinu nemur á árinu. Reyndar hélt ávöxtun áfram að lækka fram í febrúar á þessu ári en greinilegur viðsnúningur varð með setningu reglna Seðlabankans um laust fé. Þær gerðu lánastofnunum erfiðara að eiga langtímamarkaðsbref þar sem þau teljast ekki með lausu fé, en flestar lánastofnanir sem reglurnar náðu til voru við setningu þeirra með lakari lausafjárstöðu en reglurnar áskildu.

Sá munur sem er á ávöxtunarþróun spariskírteina og húsbrefa á rætur að rekja til tveggja þátta. Engin spariskírteini hafa verið seld í frumsölu á þessu ári og raunar hefur fjárhæð útstandandi ríkisskuldabréfa lækkað vegna fyrirfram innlausnar. Aukning hefur hins vegar átt sér stað í útgáfu húsbrefa. Þá hefur vaxtamunur kaup- og sölutilboða spariskírteina á eftirmarkaðnum farið vaxandi og það hefur dregið úr





seljanleika þeirra. Ekki er einhlít skýring á þeirri þróun en aðferðir ríkissjóðs við uppkaup ríkisverðbréfa kunna að eiga nokkurn þátt. Ríkissjóður hefur beitt tveimur aðferðum við uppkaupin, annars vegar uppboðum og hins vegar kaupum á eftirmarkaði. Seinni aðferðin skapar óvissu fyrir viðskiptavaka bréfanna og kann að hafa leitt til hækkunar vaxtamunar. Önnur skýring gæti verið sú að skortur á nýjum bréfum hafi dregið úr virkni markaðarins og það komi fram í hærri vaxtamun.

Ávöxtun óverðtryggðra ríkisbréfa hefur einnig hækkað á árinu og mun meira en ávöxtun verðtryggðra ríkisskuldabréfa. Þar gætir áhrifa aukinnar verðbólgu og verðbólguvæntinga á ávöxtunarkröfu þessara bréfa.

Í heild hefur dregið úr viðskiptum á eftirmarkaði ríkistryggðra markaðsbréfa á þessu ári. Sérstaklega hefur dregið úr viðskiptum með spariskírteini. Fyrstu 10 mánuði þessa árs voru þau um 15 ma.kr. samanborið við tæpa 45 ma.kr. á sama tímabili í fyrra. Hlutfallslega minni samdráttur varð á viðskiptum með ríkisbréf sem þó drógust saman um 2,9 ma.kr. og nam samdrátturinn um 6,7% á þessu tímabili. Hins vegar hafa viðskipti með hús- og húsnæðisbréf

á eftirmarkaði aukist nokkuð. Þar voru viðskiptin um 77 ma.kr. á fyrstu tíu mánuðum ársins en voru 74 ma.kr. á sama tíma í fyrra.

5. Hlutabréfamarkaður

Mikil veltuaukning hefur orðið í hlutabréfaviðskiptum á yfirstandandi ári. Til loka október voru viðskipti með hlutabréf um 30 ma.kr. á VÞÍ samanborið við tæpa 9 ma.kr. á sama tíma árið áður. Úrvalsvísitala VÞÍ hækkaði um 31% til loka október. Markaðsvirði hlutabréfa á aðallista VÞÍ var 281 ma.kr. í lok október samanborið við 215 ma.kr. í ársbyrjun. Eftirtektarvert er að hlutabréfaverð hefur hækkað verulega á árinu á sama tíma og Seðlabankinn hefur í þrígang hækkað vexti. Á þróuðum mörkuðum erlendis er yfirleitt öfugt samband á milli breytinga á verði hlutabréfa og vaxta þótt til séu undantekningar, t.d. þegar sterkar væntingar um afkomu fyrirtækja eða mikil eftirspurn kærir áhrif vaxtahækkana, einnig þegar vaxtahækkun seðlabanka er talin hafa góð áhrif á efnahagslífið til lengri tíma lítið.

