

### Gengissig, vaxtalækkun og lausafjárþrengingar

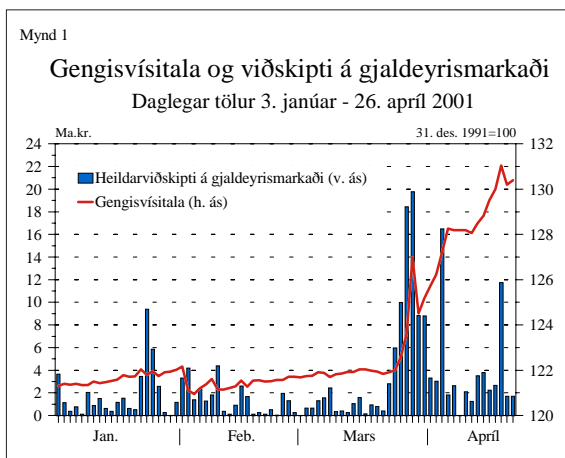
Hinn 27. mars var tilkynnt um afnám vikmarka á gengisþróun og tók sú breyting gildi daginn eftir. Dagana áður varð veruleg áraun á gengi krónunnar. Gengið lækkaði síðan frekar eftir breytinguna og hefur nú lækkað um 7,3% frá áramótum. Þar af nemur gengislækkunin 5,2% frá því að gengisstefnunni var breytt í mars sl. Samtímis breytingum á gengisstefnu voru vextir í endurhverfum viðskiptum Seðlabankans lækkaðir um ½ prósentustig. Vaxtalækkunin byggðist á því mati að verðbólga myndi hjaðna á næsta ári og draga myndi úr þeirri openslu á næstu mánuðum sem bankinn hefur verið að sporna við með aðgerðum sínum síðastliðin ár. Vaxtamunur við útlönd breyttist þó lítið og hefur verið tiltölulega stöðugur frá miðjum janúar. Ávöxtun skuldabréfa hefur lækkað nokkuð og hlutabréfaverð hefur lækkað um rúmlega 14% frá áramótum.

#### Eftir tiltölulega hægfara veikingu gengis krónunnar ...

Eftir skammvinn áhrif af umfangsmiklum inngrípum Seðlabankans í janúarlok hélt krónan áfram að veikjast þótt ekki kæmu til miklar sveiflur. Vísitala gengisskráningar stóð í 121,74 þann 26. janúar en var komin í 122,02 þann 31. sama mánaðar. Skammvinn styrking hófst 2. febrúar en 9. febrúar taldi bankinn ástæðu til frekari inngripa þegar merkja mátti að skortur á gjaldeyri væri í uppsiglingu. Frá 10. febrúar og allt til 23. mars hækkaði vísitalan tiltölulega stöðugt en hélst þó neðan við 122 utan tveggja daga. Viðskipti á gjaldeyrismarkaði voru tiltölulega lítil allt þetta tímabil.

#### ... tók vísitala gengisskráningar kipp upp á við þegar markaðurinn taldi að til stæði að breyta gengisstefnunni

Þegar líða tók að ársfundi Seðlabankans fór á kreik orðrómur um að til stæði að breyta gengisstefnunni við þau tímamót. Mikil umfjöllun um verðbólgu-markmið í fjölmiðlum, útgáfa nýrrar þjóðhagsspár og



endurskoðun laga um Seðlabanka Íslands voru talin helstu merki um að breyting kynni að vera yfirvofandi. Svo fór að mikil spenna myndaðist og gengi krónunnar lækkaði hratt. Umfangsmikil inngríp þann 23. mars höfðu skammvinn áhrif. Sveiflurnar innan dags voru miklar og hljóp vísitalan upp um 0,25% á nokkrum mínútum þegar verst lét. Þessi spenna hélst fram að ársfundinum og greip Seðlabankinn inn í viðskipti á gjaldeyrismarkaði. Alls voru seldir Bandaríkjadalar fyrir andvirði 3,6 ma.kr. þessa daga en viðskipti voru mjög mikil og námu alls 34,4

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 26. apríl 2001.

ma.kr. síðustu þrjá dagana fyrir breytinguna. Bankinn hélt þó genginu innan vikmarkanna. Ljóst virðist að þegar orðrómurinn fór á kreik tóku fjárfestar að gera fyrirfram upp samninga sem byggðust á því að vikmörkin héldu.

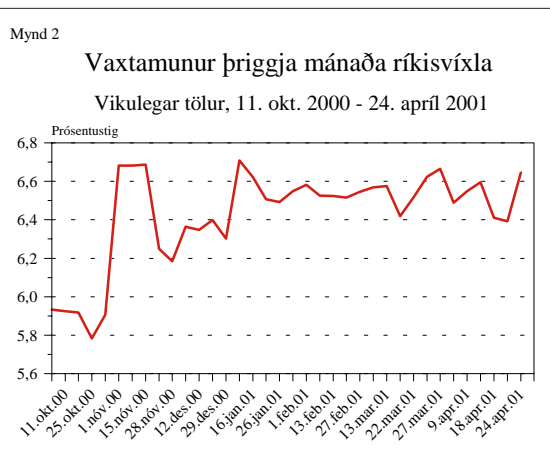
Breytt peningastefna var boðuð á ársfundi bankans 27. mars og tók hún gildi þegar næsta dag. Vikmörkin, sem miðuðu við +/- 9% frávik vísitölu gengisskráningar frá miðgildi (115,01), voru afnumin og krónan sett á flot. Nánar er fjallað um breytinguna í sérstökum kafla um nýjan ramma peningastefnunnar hér í ritinu.

### Gengi krónunnar veiktist eftir að hún fór á flot

Við opnun gjaldeyrismarkaðar 28. mars lækkaði gengi krónunnar hratt á nokkrum mínútum en síðar þann sama dag hækkaði það hratt á ný. Vísitalan var skráð 126,22 þann 28. mars en gengi krónunnar styrktist töluvert næsta dag og var vísitalan þá skráð 124,51. Síðan hefur gengi krónunnar veikt. Um tíma stóð vísitalan nokkurn veginn í stað við gildið 128,2 en hækkaði síðan þann 17. apríl. Hinn 24. apríl var vísitalan skráð 131,04 og er það hæsta skráningargildi vísitölunnar til þess tíma. Frá áramótum til 26. apríl hækkaði vísitalan um 7,9%. Ætla má að óvissa sem tengist verkfalli sjómanna hafi neikvæð áhrif á gengi krónunnar en einnig er sennilegt að mikil hækkun neysliverðsvísitölu í apríl hafi átt nokkurn hlut að máli.

### Vaxtalækkun og breytt vaxtaróf

Á ársfundi Seðlabankans var skýrt frá ákvörðun bankastjórnar um að lækka stýrivexti bankans um 0,5 prósentustig. Þessi breyting náði þó ekki yfir allt vaxtarófið því að daglánavöxtum bankans var ekki breytt og innlánsvextir voru einungis lækkaðir um 0,2 prósentustig. Forsendur þessarar lækkunar stýrivaxta voru að verðbólguhorfur á komandi misserum samræmdust nýsettu verðbólguþegarbankmiði bankans þar sem marktæk teikn voru á lofti um að tekið væri að draga úr ofpenslu og búast mátti við að hagkerfið héldi áfram að kólna á komandi mánuðum. Daglánavextir og vextir innlána voru ekki lækkaðir samsvarendi stýrivöxtum til að hvetja lánastofnanir til virkari lausafjárstyringar, auk þess sem vonir standa til að millibankamarkaður með krónur lifni heldur við eftir þessa aðgerð.

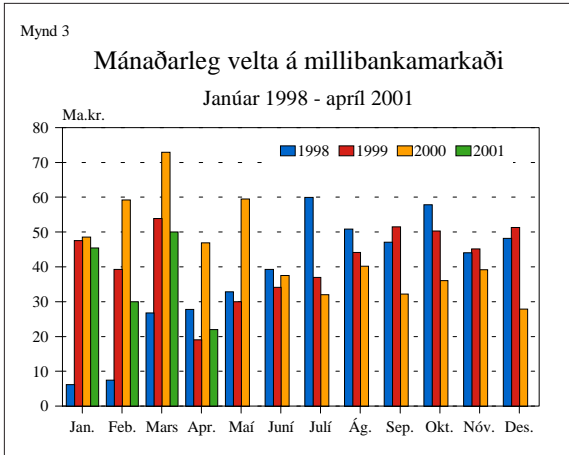


### Vaxtamunur hefur lítið breyst, þrátt fyrir vaxtalækkun hérlendis

Ekki hafa orðið miklar breytingar á vaxtamun við útlönd. Frá miðjum janúar 2001 hefur vaxtamunur þriggja mánaða ríkisvixla sveiflast á tiltölulega þröngu bili milli 6,4 og 6,7 prósentustiga. Vaxtalækkun Seðlabankans í lok mars hafði skammvinn áhrif enda lækkaði bandaríski seðlabankinn enn stýrivexti sína um miðjan apríl. Frá áramótum hefur hann lækkað stýrivexti sína fjórum sinnum, um 2 prósentustig alls. Japanski seðlabankinn lækkaði stýrivexti sína í 0,15 prósentustig. Evrópski seðlabankinn hefur ekki breytt vöxtum síðan í október í fyrra. Breski seðlabankinn lækkaði stýrivexti sína um 0,25 prósentustig í aprílbyrjun og seðlabanki Kanada sömuleiðis um miðjan apríl.

### Háir vextir á millibankamarkaði með krónur

Síðustu fimm mánuði hafa vextir á skemmri lána-samningum á millibankamarkaði haldist mjög háir. Eftirtektarvert er að millibankamarkaðsvextir hafa margsinnis á þessu tímabili verið hærri en stýrivextir Seðlabanka Íslands sem er á skjön við þróun virks og vel upplýsts markaðar þar sem aðilum markaðarins er í lófa lagið að taka lán í Seðlabankanum til þess að nýta sér vaxtamuninn. Ástæða fyrir þessu háa vaxtastigi á millibankamarkaði er eflaust margþætt, en uppsprettan er krónuskortur. Á vissan hátt má telja það þversagnarkennt að jafnframt því að gengi íslensku krónunnar er að lækka sé krónuskortur á íslenskum fjármagnsmarkaði. Því er ljóst að markaðsaðilar eru ekki tilbúnir til að selja gjaldeyri til að létta á

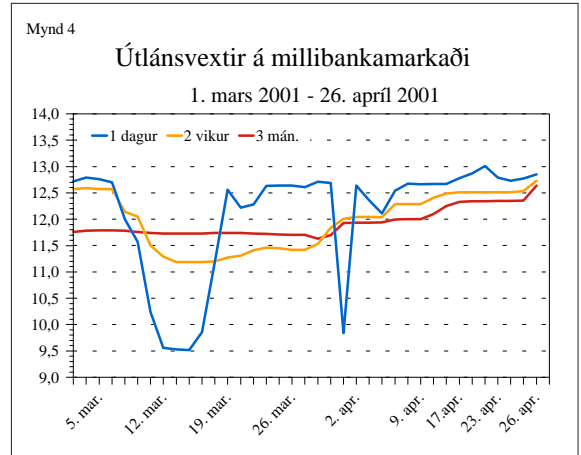


krónuskortinum sem um leið myndi stuðla að styrkingu krónunnar.

Það sem helst hefur leitt til skorts á krónum á íslenskum fjármagnsmarkaði eru inngríp Seðlabanka Íslands á gjaldeyrismarkaði sem nema 11,9 ma.kr. frá síðustu áramótum, góð staða á viðskiptareikningi ríkissjóðs við Seðlabanka Íslands og einnig má gera ráð fyrir að hækkandi bindiskylda bindiskyldra innlánsstofnana hafi einhver áhrif þar á. Á móti kemur að aðilar markaðarins hafa aukið endurhverf viðskipti við Seðlabankann og nemur aukning útistandandi endurhverfra viðskipta frá áramótum rúnum 15 ma.kr. sem er liðlega 29% aukning. Á sama tíma og endurhverf viðskipti við Seðlabanka Íslands hafa aukist hefur álögð bindiskylda bindiskyldra innlánsstofnana vaxið og hefur t.a.m. álögð bindiskylda vaxið um 23% frá desember 2000. Aukning endurhverfra viðskipta frá áramótum skýrist að mestu af aukinni bindiskyldu og inngrípum á gjaldeyrismarkaði. Breytingar á grunnfé Seðlabankans eru í raun mun betri mælikvarði á framlag bankans til peningasköpunar en endurhverf viðskipti, þar sem það tekur til allra þeirra þátta sem máli skipta í því sambandi. Grunnfé hefur sveiflast nokkuð á árinu eins og jafnan, en á heildina litið hefur það ekki aukist, sbr. mynd 5.

Þann 27. mars tilkynnti Seðlabankinn sem fyrr segir lækkan á ávöxtunarkröfu bankans í endurhverfum viðskiptum. Að öllu jöfnu hefði mátt búast við að viðbrögð á millibankamarkaði yrðu í þá veru að vextir lækkuðu á skemmri samningum.

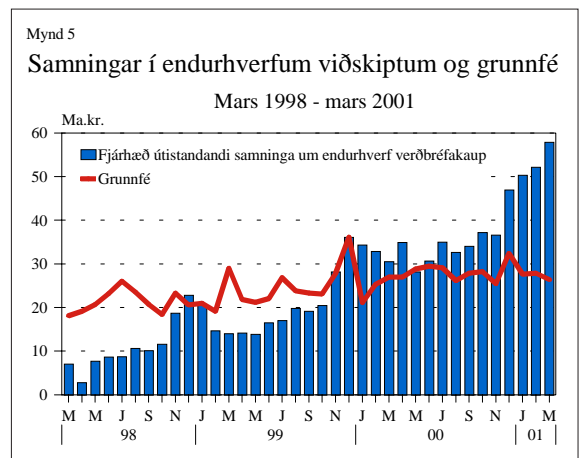
Líkt og sjá má á mynd 4 voru áhrif vaxtalækkunar lítil sem engin á millibankamarkaði. Vextir á



lánunum til eins dags lækkuðu um 2,2 prósentustig daginn eftir tilkynninguna en hækkðu strax aftur og voru þegar þetta er ritað heldur hærri en fyrir vaxtalækkunina. Vaxtabreytingin virtist ekki hafa nokkur áhrif á lán til lengri tíma en eins dags á millibankamarkaði. Bankar lækkuðu hins vegar vexti sína þegar í kjölfar vaxtalækkunarinnar til jafns við lækkan Seðlabankans.

### Lausafjárerfiðleikar auka endurhverf viðskipti Seðlabankans

Um áramót hefur staða endurhverfra viðskipta jafnan verið hæst. Ástæður þess má rekja til árstíðasveiflu í lausafjárstöðu innlánsstofnana sem stafar af árstíðabundnum breytingum á stöðu ríkissjóðs gagnvart Seðlabankanum. Heildarfjárhæð útistandandi samninga nú um síðustu áramót var tæpir 47 ma. kr. en er



nú, 26. apríl, komin upp í rúma 60 ma.kr. og hafði lækkað um rúma 4 ma.kr. frá því sem hún var hæst viku fyrr.

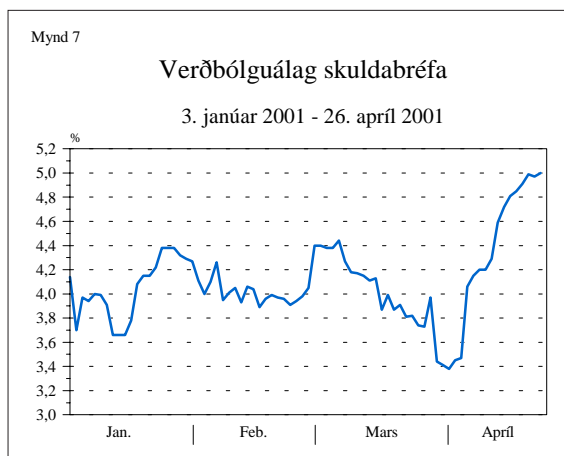
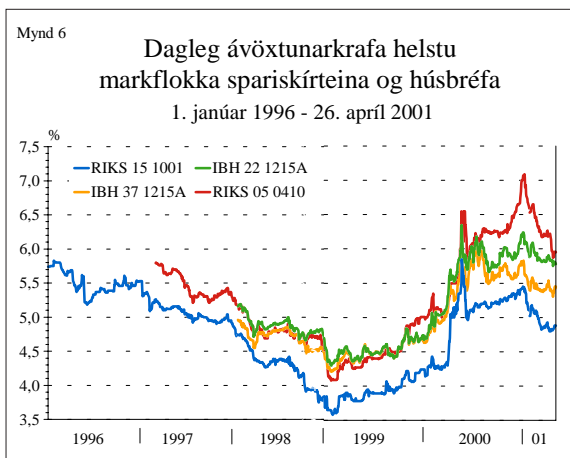
Ástæðan fyrir þessari miklu aukningu í endurhverfum viðskiptum er einkum tvíþætt. Annars vegar þurrka inngríp Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði upp krónur á innlendum markaði og hins vegar kann há lausafjárstaða ríkissjóðs að hafa þarna áhrif. Endurhverfu viðskiptin eru m.a. tæki Seðlabankans til að mæta lausafjárþörf lánastofnana en eru hins vegar ekki hugsuð sem viðvarandi fjármögnun útlána. Sterk tengsl eru á milli endurhverfra viðskipta og inngrípa á gjaldeyrismarkaði sem gefa til kynna að útlán séu ekki fjármögnuð með endurhverfum viðskiptum. Vitað er að endurhverfu viðskiptin eru að hluta til notuð til að fjármagna afleiðuviðskipti. Eins og áður sagði hefur aukning endurhverfra viðskipta Seðlabankans vart haft við þeim þáttum sem dregið hafa úr lausafé bankanna. Grunnfé bankans hefur því ekki aukist á árinu.

### Ávöxtunarkrafa hefur lækkað á skuldabréfamarkaði

Það sem af er ári hafa viðskipti á skuldabréfamarkaðnum glæðst og ávöxtun hefur lækkað að sama skapi eins og sjá má á mynd 6.

Almennt er gert ráð fyrir því á meðal markaðsaðila að ávöxtun haldi áfram að lækka m.a. vegna samdráttar í húsbreftútgáfu, minna framboðs ríkisbréfa og aukinnar eftirspurnar eftir skuldabréfum, m.a. á kostnað hlutabréfa.

Ávöxtun spariskírteinaflokksins með lengsta líftímann hefur lækkað um 0,5 prósentustig frá ára-



mótum og á helstu markflokki húsbrefa og húsnæðisbréfa um 0,23-0,53 prósentustig. Ávöxtunarkrafan á spariskírteinaflokki, sem er á gjalddaga árið 2005, stóð í 7,05% 3. janúar en hefur lækkað mikið og var 5,94% þegar þetta var ritað. Ávöxtun húsbrefa hafði einnig lækkað en þó minna. Þann 3. janúar voru húsbref á gjalddaga árið 2022 með ávöxtunina 6,11% en hún hafði lækkað í 5,81% 20. apríl sl.

Stofnanafjárfestar, sem á síðastliðnu ári juku eign sína í innlendum og erlendum hlutabréfum til muna, gætu leitað í auknum mæli inn á skuldabréfamarkaðinn aftur í leit að hagstæðum fjárfestingarkostum vegna mikillar lækkunar á innlendum sem erlendum hlutabréfum.

Samhliða gengislækkun krónunnar undanfarið hefur verðbólguálag skuldabréfa hækkað mikið. Strax eftir vaxtalækkun Seðlabankans 27. mars lækkaði verðbólguálagið mikið en eftir lækkun á gengi krónunnar hækkaði álagið skarpt á ný.

Verðbólguálagið (mismunur kaupkröfu RIKB 03 og RIKS 03) endurspeglar væntingar fjárfesta um að verðbólga muni vaxa á næstu mánuðum.

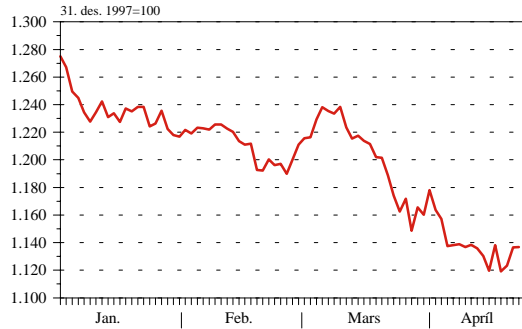
### Enn lækkar hlutabréfaverð

Úrvalsvisitalan hefur lækkað um 14,3% það sem af er ári og um liðlega 36% á einu ári. Segja má að þróun innlends hlutabréfaverðs hafi verið svipuð og á alþjóðlegum hlutabréfamörkuðum, til dæmis Dow Jones og Nasdaq hlutabréfavísitölurnar, sem einnig hafa lækkað mikið. Hér á landi hefur gengi bréfa fyrirtækja í upplýsingatækniðnaði lækkað mest eða um 34,7% á árinu og fyrirtækja í framleiðslu um

Mynd 8

### Úrvalsvisitala hlutabréfa

3. janúar 2001 - 26. apríl 2001



29,6%. Gengi hlutabréfa þjónustufyrirtækja hefur lækkað um 4,3% og sjávarútvegsfyrirtækja um 6,6%.

Þrátt fyrir miklar lækkanir hafa ekki allar greinar iðnaðar lækkað. Í lyfjaiðnaði hefur gengi hlutabréfa hækkað um 3,4%.