

Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans¹

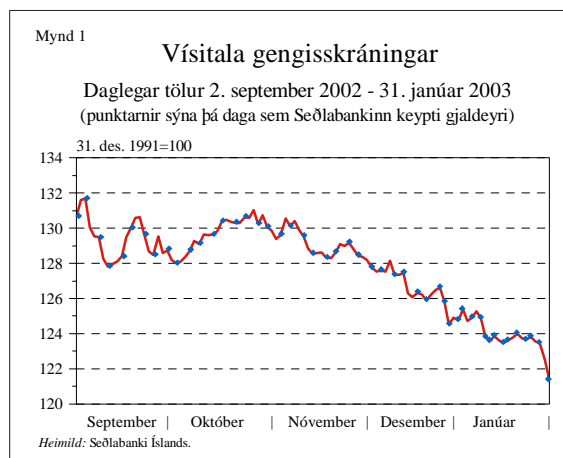
Krónan styrktist

Gengi íslensku krónunnar hefur haldið áfram að styrkjast þrátt fyrir að Seðlabanki Íslands hafi tvisvar lækkað vexti í lok ársins 2002, auk þess sem bankinn keypti gjaldeyri á markaði, bæði reglulega og í einum stórum skammti í janúar. Seðlabankinn hætti að greiða þóknun til viðskiptavaka á gjaldeyrismarkaði um áramót og breytti reglum um gjaldeyrismarkað til mótvægis. Vextir óverðtryggðra lána lækkuðu eftir vaxtalækkunir Seðlabankans og verðtryggðir vextir lækkuðu einnig en minna. Lausaffjárstaða banka var rúm til áramóta en einhver þrýstingur hefur verið á laust fé frá áramótum. Vaxtamunur við útlönd hefur minnkað á síðustu mánuðum, aðallega vegna innlestrar vaxtalækkunar. Hlutabréfa- og skuldabréfaviðskipti í Kauphöll Íslands voru alllífleg á síðasta ári og verð hlutabréfa hækkaði nokkuð um áramótin. Viðskipti voru einnig lífleg í janúar.

Gengi krónunnar styrktist ...

Töluvert innstreymi erlends gjaldeyris og væntingar um stórframkvæmdir á næstu árum ollu umtalsverðri styrkingu íslensku krónunnar. Þótt ekki sé vitað nákvæmlega um ástæður innstreymis er vitað um stórar lánahreyfingar og einnig eru spákaupmenn komnir aftur á stjá, þótt þeir séu varkárari en oft áður. Frá byrjun nóvember til loka janúar styrktist íslenska krónan um 6,6%. Vísitala gengisskráningar var skráð 121,36 í lok janúar 2003 og var það svipað gildi og um miðjan febrúar 2001. Veiking Bandaríkjadals gagnvart öðrum gjaldmiðlum hefur valdið því að gengi hans fór niður fyrir 80 krónur 13. janúar sl. en það gerðist síðast 18. ágúst 2000. Hæst var gengi Bandaríkjadals skráð gagnvart íslensku krónunni 110,39 hinn 23. nóvember 2001. Mynd 1 sýnir þróun vísitölu gengisskráningar frá septemberbyrjun og eru merktir inn á hana þeir dagar þegar Seðlabankinn hefur keypt gjaldeyri. Velta á gjaldeyrismarkaði hefur verið mismikil, meðalveltan á dag var um 3,6 ma.kr. á tímabilinu frá 1. september til loka janúar og

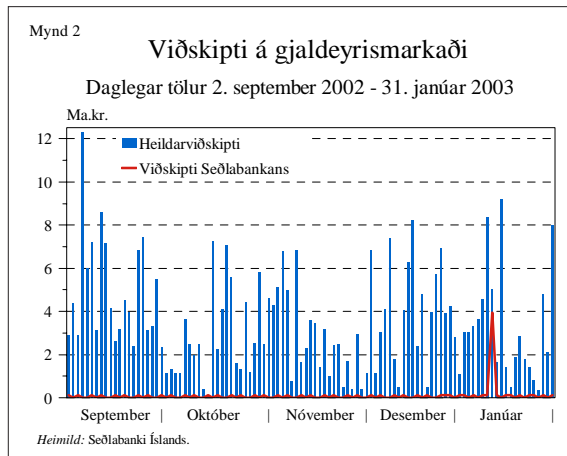
1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 31. janúar 2003.



er það nærri daglegri meðalveltu síðasta árs. Eins og sést á mynd 2 hafa verið allmiklar sveiflur á viðskiptum og ef lítið er framhjá stökum kaupum Seðlabankans 14. janúar er ljóst að viðskipti bankans hafa verið óveruleg sem hlutfall af veltu markaðarins.

... þrátt fyrir kaup Seðlabankans á gjaldeyri ...

Seðlabankinn hefur frá byrjun september keypt 1½ milljón Bandaríkjadala tvisvar í viku og frá 10. janúar hefur þessi sami skammtur af gjaldeyri

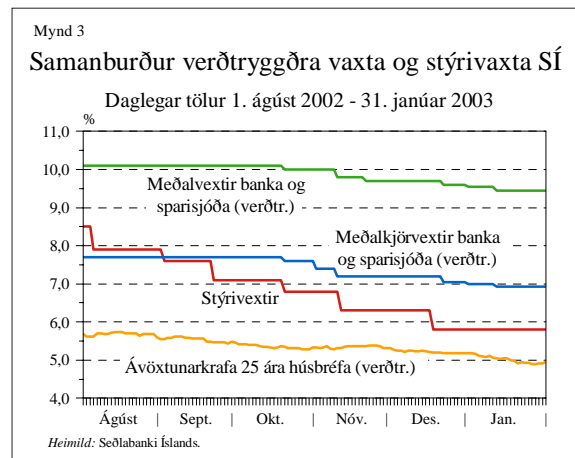


verið keyptur þrisvar í viku. Í byrjun febrúar ákvað bankinn síðan að kaupa gjaldeyri daglega. Kaupin eru til þess ætluð að draga úr skammtímafjármögnun gjaldeyrisforðans. Hinn 14. janúar bauðst bankanum að kaupa 50 milljónir Bandaríkjadala og þáði hann það. Þessi kaup voru í samræmi við yfirlýsingu bankans frá ágúst á sl. ári um kaup gjaldeyris en þar sagði að bankinn væri tilbúinn til að kaupa háar fjárhæðir í sérstökum tilvikum í því skyni að draga úr skammtímafjármögnun gjaldeyrisforðans. Búið er að kaupa um helming þeirrar fjárhæðar sem til stóð að kaupa, þ.e. um 10 ma.kr. af 20 ma.kr. Þótt þessi kaup Seðlabankans kunni að hafa haft áhrif á gengi krónunnar er slíkt ekki tilgangur bankans og hann lítur ekki á þetta sem inngríp á gjaldeyrismarkaði, þar sem kaupin hafa litið með peningamálastefnu að gera og stærri viðskipti verða einungis að frumkvæði viðskiptavaka á gjaldeyrismarkaði, ekki Seðlabankans. Regluleg kaup bankans hafa haft hverfandi áhrif á gengi krónunnar hverju sinni og er það í samræmi við væntingar bankans, þótt hugsanlegt sé að þau áhrif hafi komið fram þegar tilkynnt var um áformuð kaup í ágústlok. Merkja mátti að viðskiptin 14. janúar höfðu lítil áhrif á gengi krónunnar, sem bendir til þess að aðilar á gjaldeyrismarkaði hafi ekki litið á þau sem hefðbundin inngríp.

... og vaxtalækkunir

Seðlabankinn tilkynnti um lækkun stýrivaxta um 0,5 prósentur hinn 6. nóvember og aftur um 0,5 prósentur hinn 12. desember 2002. Þessar vaxtalækkunir voru í samræmi við mat bankans á aðstæðum í þjóðarþúskapnum og þróun verðlags. Í spá Seðla-

bankans í nóvember var ekki gert ráð fyrir að farið yrði út í virkjanir og stóriðju enda var talið að svigrúm bankans til að bregðast við með aðgerðum í peningamálum væri nokkurt ef ákvarðanir um ofangreind verkefni yrðu teknar. Viðskiptabankarnir tilkynntu jafnmiklar lækkunir á óverðtryggðum vöxtum sínum í kjölfar tilkynninga Seðlabankans. Um miðjan nóvember, síðari hluta desember og í janúar tilkynntu viðskiptabankarnir einnig lækkunir á verðtryggðum vöxtum og hafa þeir lækkað um 0,5 til 0,55 prósentur frá nóvemberbyrjun en stýrivextir Seðlabankans lækkuðu á sama tímabili um 1 prósentu. Mynd 3 sýnir þróun meðaltals verðtryggðra útlánsvaxta bankanna frá byrjun árs 2002 og þróun verðtryggðrar ávöxtunar á virkum flokki húsbrefa sem hefur frá byrjun nóvember lækkað um 0,38 prósentur. Ef horft er til byrjunar árs 2002 hafa vextir bankanna lækkað um 0,75-0,79 prósentur en vextir húsbrefaflokksins, sem miðað er við, um 0,91 prósentu. Stýrivextir Seðlabankans lækkuðu hins vegar um 4,3 prósentur á þessu tímabili.



Breytingar urðu á umgjörð gjaldeyrismarkaðar

Áhrif af þóknun til viðskiptavaka, sem lýst er í rammagreininni Yfirlit gjaldeyrismarkaðar 2002 aftast í þessari grein, voru lítt mælanleg að mati Seðlabankans. Það var mat bankans að minni sveiflur á gengi en áður hefðu fremur orðið vegna viðsnúnings á viðskiptahalla og minni fjárfestingar erlendis en greiðslu þóknunar. Í umræðum sem fram fóru í júní 2001 um aðgerðir til að stuðla að minni sveiflum gengis kom m.a. fram að viðskiptavakar á gjaldeyrismarkaði töldu að tvö atriði gerðu héraðan gjald-

eyrismarkað frábrugðinn gjaldeyrismörkuðum í öðrum löndum, þ.e. reglur um að viðskiptavaka væri skylt, ef óskað væri eftir, að eiga viðskipti fimm mínútum eftir að hann hafði síðast átt viðskipti og reglur um verðbil í viðskiptum. Þá var það mat Seðlabankans að ekki væri tímabært að aflétta þessum kvöðum vegna þess þrýstings sem þá var á markaðnum. Í lok desember 2002 breytti bankastjórn Seðlabankans hins vegar reglur um gjaldeyrismarkað á þann veg að þessi tvö atriði voru felld út og því metur bankinn það svo að reglur um gjaldeyrismarkað séu í meginatriðum sambærilegar við erlendar reglur eða venjur á slíkum mörkuðum. Ekki hefur verið hægt að merkja á hegðun viðskiptavaka eftir breytinguna að hún hafi raskað miklu, a.m.k. er verðbil óbreytt og sveiflur áþekkar. Hafa verður þó í huga að sveiflur á gengi eru jafnan mestar þegar mikið ójafnvægi ríkir í framboði og eftirspurn eftir gjaldeyri en þrátt fyrir að slíkt ástand hafi komið fram í lok janúar varð ekki vart við stórvægilegar breytingar á hegðun viðskiptavaka á markaðnum.

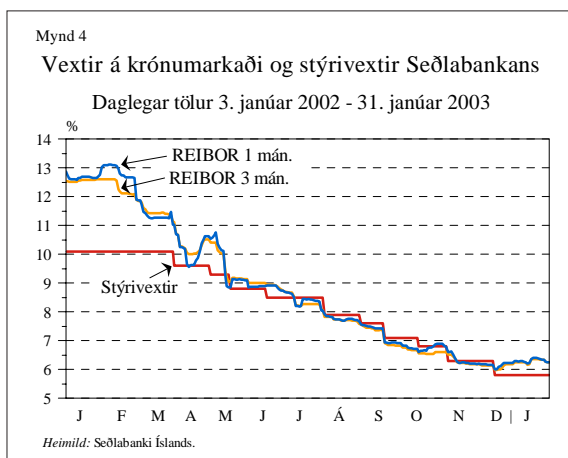
Þörf fyrir fyrirgreiðslu í Seðlabanka lítill ...

Meiri aga hefur orðið vart í lausafjárstýringu hjá helstu lánastofnunum að undanförmu. Notkun daglána í Seðlabankanum hefur minnkað og þörf fyrir daglán til að loka uppgjöri í greiðslukerfum hefur minnkað mikið. Ekki er loka fyrir það skotið að breytingar á fyrirkomulagi greiðslumiðlunar sem lýst er hér síðar hafi þar áhrif. Þrátt fyrir betri stýringu og ótakmarkaðan aðgang að endurhverfum viðskiptum hafa vextir á millibankamarkaði með krónur verið

óvenju háir í janúar og eru skýringar fáar. Einhver lánsfjárbörf virðist vera til staðar hjá einstökum aðilum en staða annarra virðist vera rúm og af einhverjum ástæðum næst ekki betra jafnvægi. Hugsanlegt er að ólíkt mat á horfum hafi áhrif og eins gæti minna svigrúm á bindireikningum haft einhver óbein áhrif. Eins og sjá má á mynd 4 hafa vextir á krónumarkaði almennt fylgt vaxtabreytingum Seðlabankans síðan um miðjan maí 2002.

... en breytingar urðu á fyrirkomulagi greiðslumiðlunar um áramót

Fyrir áramótin var gengið frá samningum við lánastofnanir sem aðgang hafa að greiðslukerfum héraðs. Þessir samningar eru í samræmi við þá stefnu Seðlabankans að færa greiðslukerfi til þess horfs sem samræmist alþjóðlegum stöðlum á þessu sviði, svokölluðum 10 kjarnareglum (sjá greinina „Greiðslukerfi – ný viðmið“ í fjórða hefti *Peningamála* árið 2000). Með samningunum við lánastofnanir var gengið frá tryggingum vegna uppgjörs í greiðslukerfunum tveimur, jöfnunarkerfinu (JK) og stórgreiðslukerfi Seðlabankans. Tryggingar í JK byggjast á því að aðilar komi sér saman um tvihliða mörk á uppgjörsfjárhæðum og ábyrgist uppgjör hæstu markanna. Þar með næðist að ljúka uppgjöri þótt sá aðili sem hæsta hefur skuldina bregðist, sem er í samræmi við fimmtu kjarnaregluna. Tryggingar í stórgreiðslukerfi Seðlabankans byggjast á því að fyrir liggja nægar tryggingar til að hægt sé að ljúka meginhluta daglegra færslna í kerfinu án sérstakra aðgerða. Stórgreiðslukerfi Seðlabankans er að því leyti frábrugðið JK að færslur eru ekki framkvæmdar ef staða reiknings eftir færslu yrði neikvæð. Ef staða reiknings að viðbætti heimild, sem er jafngild framlagðri tryggingu, leyfir ekki að færsla sé framkvæmd þarf því að leggja fram viðbótartryggingu til að hægt sé að framkvæma færslu. Til að byrja með ákvað Seðlabankinn að aðilum að stórgreiðslukerfinu væri heimilt að taka frá hluta af bindifjárhæð og leggja á sérstakan bindireikning til tryggingar uppgjöri. Fé á sérstökum bindireikningum er ekki laust til ráðstöfunar eins og fé er almennt á bindireikningum. Til viðbótar er síðan hægt að leggja fram tryggingar með skuldabréfum. Um það bil helmingur fjár á bindireikningum er því um þessar mundir á sérstökum bindireikningum og nýtist því lánastofnunum ekki til sveiflujöfnunar eins og fé á bindireikningum er að



hluta ætlað. Það leiðir til þess að svigrúm til sveiflu-
jöfnunar er u.þ.b. helmingi minna og má ætla að það
taki aðila einhvern tíma að ná fullum tókum á
lausafjárstyringu sinni. Þar sem tryggingaþörf er
metin út frá sveiflum hvers einstaks aðila í kerfinu er
það honum í hag að bæta lausafjárstyringu sína
þannig að sveiflurnar minnki og má ætla að þetta
fyrirkomulag hafi áhrif á hegðun aðila á krónu-
markaði og notkun daglána í Seðlabankanum.

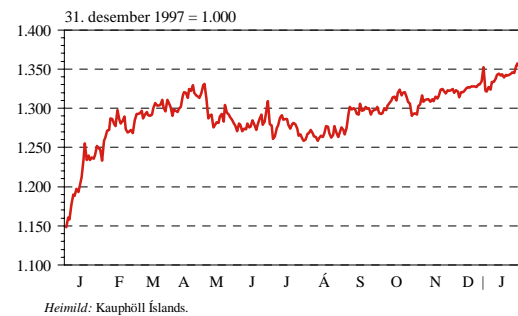
Vaxtamunur hefur minnkað

Lækkun vaxta hérlendis hefur valdið því að vaxta-
munur á milli Íslands og annarra landa hefur
minnkað á síðustu mánuðum. Í byrjun nóvember
2002 var vaxtamunur á vixlum 3,61 prósentur en í
lok janúar 2003 var hann kominn í 3,26 prósentur. Til
samanburðar má geta þess að í byrjun júní 2002 var
vaxtamunurinn 5,52 prósentur. Seðlabanki Banda-
ríkjanna lækkaði vexti sína um 0,5 prósentur hinn
6. nóvember 2002 og 5. desember 2002 lækkuðu
evrópski seðlabankinn, danski seðlabankinn og
sænski seðlabankinn vexti sína um 0,5 prósentur.
Norski seðlabankinn lækkaði vexti sína 11. desember
2002 um 0,5 prósentur og aftur um 0,5 prósentur
hinn 22. janúar. Stýrivextir í Noregi eru 6% eftir
þessa lækkun en þess ber að geta að stýrivextir í
Noregi eru innlánsvextir seðlabankans, ekki útláns-
vextir eins og hér á landi og víðast hvar annars staðar
í heiminum.

Mynd 5

Úrvalsvísitala hlutabréfa í Kauphöll Íslands

Daglegar tölur 3. janúar 2002 - 31. janúar 2003



Metár í Kauphöll Íslands

Viðskipti í Kauphöll Íslands á árinu 2002 námu
1.133 ma.kr. en árið 2001 var veltan 749 ma.kr. Velta
hlutabréfa nam 321 ma.kr. og velta skuldabréfa og
vixla 812 ma.kr. Úrvalsvísitalan hækkaði um 16,7%
á árinu 2002. Velta hlutabréfa í janúar var nærri
meðaltalsmánaðarveltu síðasta árs og gildi úrvals-
vísitölu hlutabréfa var nokkurn veginn hið sama í lok
janúar og lok árs 2002 eða 1352. Velta skuldabréfa í
janúar var rúmlega þriðjungí meiri en meðaltals
mánaðarvelta á síðasta ári. Í janúar tók Kauphöllin í
notkun nýtt eftirlitskerfi sem gerir starfsmönnum
hennar kleift að fylgjast mjög náð með viðskiptum.

Rammagrein Yfirlit gjaldeyrismarkaðar 2002

Gengisþróun

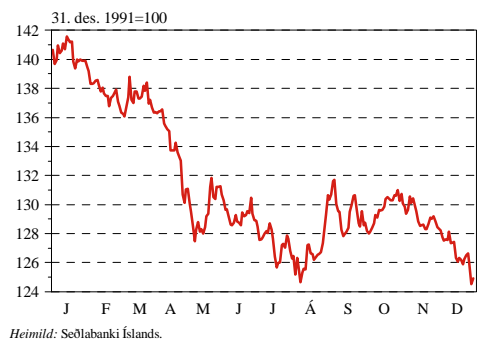
Gengi krónunnar styrktist á árinu 2002. Vísitala
gengisskráningar var skráð 141,7985 í árslok 2001 en
124,8994 hinn 31. desember 2002. Vísitalan lækkaði
því um 11,92% sem jafngildir því að krónan hafi
styrkst um 13,53%.

Velta og viðskipti

Velta á gjaldeyrismarkaði var á síðasta ári samtals
834.444 m.kr. Þar af keypti Seðlabankinn Bandaríkja-
dali fyrir 4.528 m.kr. og er hlutdeild hans 0,54% af
heildarveltu. Velta ársins 2002 er nokkru minni en á
árinu 2001 eða um 383 ma.kr., en er 66 ma.kr. meiri en
á árinu 2000.

Vísitala gengisskráningar

Daglegar tölur 3. janúar - 31. desember 2002



Veltumesti mánuður ársins á gjaldeyrismarkaði var september en þá var velta tæplega 104 ma.kr. Veltuminnsti mánuður ársins var júní en þá var velta rúmlega 37 ma.kr. Mest velta á einum degi var 24. apríl, 16 ma.kr. Í sex daga á árinu urðu engin viðskipti á gjaldeyrismarkaði. Í eitt skiptið var það vegna slitins sæstrengs.

Gengissveiflur

Taflan hér á eftir sýnir gengissveiflur síðustu þriggja ára. Reiknað er staðalfrávik daglegra breytinga gengisvísitölu, Bandaríkjadals og evru. Eins og búast má við eru mestar sveiflur á árinu 2001 en á nýliðnu ári dró úr sveiflum. Gengissveiflur voru þó enn nokkru meiri en á árinu 2000.

Tafla 2 Gengissveiflur 2000-2002

Staðalfrávik (%)	Bandaríkjadalur	Evra	Vísitala
2000	0,57	0,50	0,35
2001	0,84	0,77	0,72
2002	0,56	0,54	0,46

Þóknunarkerfið

Seðlabankinn hóf að greiða þóknun til viðskiptavaka á gjaldeyrismarkaði 1. júlí 2001 sem svar við miklum sveiflum á gjaldeyrismarkaði. Sveiflurnar minnkuðu en ólíklegt er að það hafi eingöngu verið þóknunargreiðslum að þakka. Fyrst var samið við viðskiptavaka um að þeir fengju 0,2% af jákvæðri markaðsmyndun eða mest samtals 100 m.kr. fyrir hvern ársfjórðung. Yrði útreiknuð heildarþóknun hærrí en 100 m.kr. skiptist hún milli viðskiptavakanna hlutfallslega miðað við skiptingu heildarþóknunar á tímabilinu. Samkomulagið var endurskoðað í árslok 2001 og aftur í mars 2002. Seðlabankinn lýsti því yfir í upphafi að þóknunarfyrirkomulagið væri tilraun og leit á hana sem tímabundna aðgerð. Seðlabankinn ákvað í júní 2002 að hætta þóknunargreiðslum¹ á þann hátt að viðskipta-

vakar fengju greidda til áramóta stíglækkandi þóknun sem síðan hyrfi alveg 1. janúar 2003. Á árinu 2001 greiddi Seðlabankinn 200 m.kr. í þóknunargreiðslur til viðskiptavaka og 354 m.kr. fyrir allt árið 2002 eða samtals 554 m.kr.

Viðskipti Seðlabankans við viðskiptavaka á gjaldeyrismarkaði

Seðlabankinn greip ekki með beinum hætti inn í viðskipti á gjaldeyrismarkaði á árinu, þ.e. með það fyrir augum að hafa áhrif á gengi krónunnar með kaupum eða sölu gjaldeyris til allra viðskiptavaka. Í ágústhefti *Peningamála* 2002 sagði Seðlabankinn að lag væri að hefja hófleg kaup til styrktar gjaldeyrisforðanum. Þessi ummæli vöktu athygli hjá viðskiptavökum sem túlkuðu „hófleg kaup“ hver með sínum hætti. Eftir að hafa velt upp nokkrum möguleikum og rætt við viðskiptavakana gaf Seðlabankinn út fréttatilkynningu þann 27. ágúst. Þar kom fram að bankinn hygðist kaupa 1,5 m. Bandaríkjadala, 2-3 sinnum í viku samtals um 20 ma.kr. frá 1. september til ársloka 2003. Regluleg kaup fara fram rétt fyrir opnun markaðar. Einnig bauðst bankinn til að kaupa óreglulega hærrí fjárhæðir að ósk viðskiptavaka. Þrátt fyrir að bankinn hefði átt viðræður við viðskiptavakana og að þeir vissu hvað var í vændum veiktist krónan 28. ágúst. Hægt er að rekja þá veikingu til þessarar fréttar þar sem sæstrengurinn til útlanda var slitinn þann daginn og engin viðskipti áttu sér stað á gjaldeyrismarkaði. Seðlabankinn keypti í fyrsta sinn 1,5 m. Bandaríkjadala af viðskiptavökum að morgni 2. september og gerði það alla mánudaga og miðvikudaga fram að áramótum. Einu sinni keypti bankinn af viðskiptavökum á föstudegi og var það í jólavíkunni en frí var á miðvikudegi. Seðlabankinn keypti 35 sinnum 1,5 m. Bandaríkjadala eða samtals 52,5 m. Bandaríkjadala eða að jafnvirði 4,5 ma.kr. Á árinu 2002 seldi Seðlabankinn í fyrsta sinn gjaldeyri framvirkt 27. ágúst sl. Samningurinn var gerður í fjórum myntum og í þremur tímalengdum.

1. Bréf dags. 18. júní var sent til bankastjóra og forstjóra þeirra fyrirtækja sem að gjaldeyrismarkaði standa og þeim tilkynnt einhliða um ákvörðun Seðlabankans.