

Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans¹

Rúm lausafjárstaða lánastofnana

Seðlabankinn lækkaði stýrivexti um 0,5 prósentur í febrúar og eru þeir nú 5,3%. Vextir á krónumarkaði lækkuðu heldur meira en nam lækkun Seðlabankavaxta vegna rúmrar lausafjárstöðu banka en hún skýrist m.a. af kaupum Seðlabankans á gjaldeyri á innlendum gjaldeyrismörkuðum, lækkun bindiskyldu og innlausn á stórum flokki spariskírteina í febrúar. Endurhverf viðskipti við Seðlabankann gegna nú að mestu hlutverki við gengisvarnir hjá tilteknum innlánsstofnunum. Krónan styrktist nokkuð á tímabilinu frá febrúarbyrjun til aprílloka en þá var vísitala gengisskráningar 119,6 og hafði lækkað um 1,45% frá lokum janúar. Vaxtamunur við útlönd hefur minnkað vegna vaxtalækkana Seðlabankans. Seðlabankinn hyggst auka regluleg kaup á gjaldeyri til að styrkja erlenda stöðu bankans. Hlutabréfaverð hefur hækkað um tæp 5% það sem af er árinu í kjölfar góðrar afkomu síðasta árs hjá flestum skráðum félögum.

Vaxtalækkun í febrúar

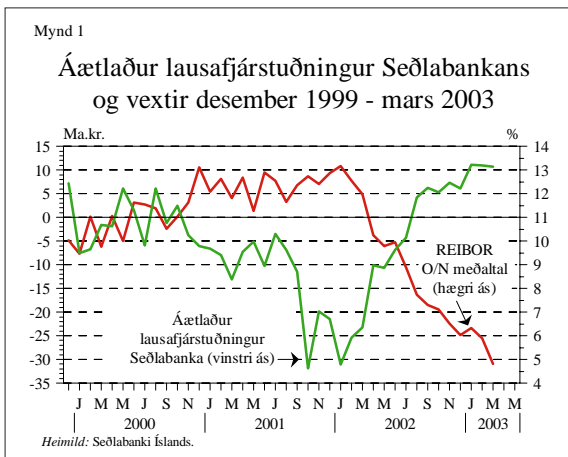
Hinn 10. febrúar 2003 tilkynnti bankastjórn Seðlabanka Íslands að stýrivextir bankans yrðu lækkaðir 18. þess mánaðar úr 5,8% í 5,3% en síðasta breyting fyrir þá lækkun var 12. nóvember 2002. Innlánsstofnanir tilkynntu þegar í kjölfarið um samsvarandi breytingu vaxta óverðtryggðra inn- og útlána og jafnframt lækkuðu verðtryggðir vextir um 0,15 - 0,2 prósentur. Frá því að Seðlabankinn hóf að lækka stýrivexti í mars 2001 hafa þeir verið lækkaðir um 6,1 prósentu.

Lausafjárstaða lánastofnana rýmkaði ...

Lausafjárstaða lánastofnana hefur rýmkað mjög síðustu mánuði, m.a. vegna aðgerða Seðlabankans, en hann hefur keypt gjaldeyri á innlendum millibankamarkaði fyrir u.þ.b. 17 ma.kr. frá septemberbyrjun 2002. Í mars sl. lækkaði Seðlabankinn bindiskyldu lánastofnana um rúmlega 8 ma.kr. Til stendur að lækka bindiskyldu enn frekar og breyta henni að mestu til samræmis við þær reglur sem gilda hjá

Seðlabanka Evrópu. Gert er ráð fyrir að síðari hluti breytingarinnar komi til framkvæmda fyrir lok ársins og mun lækkunin að öllum líkindum verða áþekkt lækkuninni í mars en innbyrðis skipting hennar milli lánastofnana gæti orðið ólík. Innlausn á allstórum spariskírteinaflokki ríkissjóðs í febrúar lék einnig hlutverk í myndun lausafjár. Hugsanlega mætti segja að bankarnir hafi fjármagnað sölu gjaldeyris til Seðlabankans með aukningu erlends lánsfjár þar sem ekki hefur orðið samsvarandi aukning gengisbundinna útlána en þar sem gjaldeyrisjöfnuður bankanna er nærri núllinu bendir allt til þess að framvirkir samningar, sem eru utan efnahagsreiknings, skýri þetta. Frá septemberlokum til aprílloka hækkuðu gengisbundnar skuldbindingar innlánsstofnana um rúmlega 15 ma.kr. umfram gengisbundnar eignir. Á nokkrum mánuðum hefur bankakerfið færst úr þeirri stöðu að sækja sér laust fé til Seðlabankans í þá stöðu að vera nú með „inneign“ í bankanum ef frá skuldum bankakerfisins er dreginn sá hluti endurhverfra lána Seðlabankans sem nýttur er vegna gengisvarna vegna vaxtaskiptasamninga við erlenda aðila. Þetta má sjá á mynd 1.

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 30. apríl 2003.



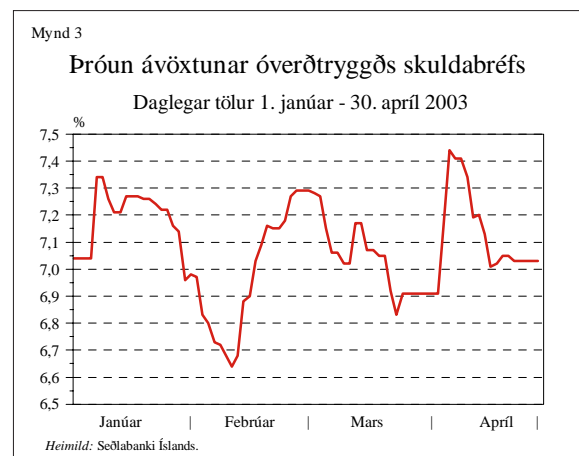
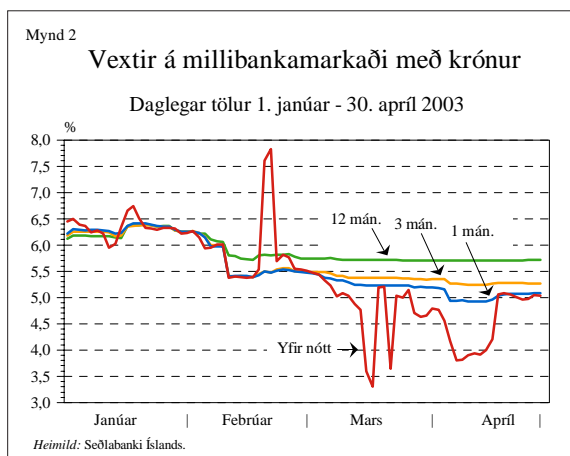
... sem þrýsti vöxtum niður ...

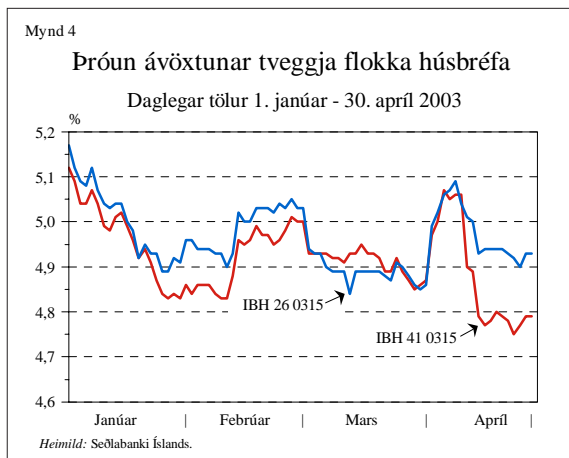
Þetta ástand hefur stutt við vaxtastefnu Seðlabankans þar sem rúmt laust fé þrýstir vöxtum niður. Samspil fyrirgreiðslu Seðlabankans og vaxta á millibankamarkaði með krónur sést vel á mynd 1 þar sem sýnt er mat á áætlaðri fyrirgreiðslu Seðlabankans og þróun meðaltalsdagvaxta í hverjum mánuði á millibankamarkaði með krónur. Rúm lausafjárstaða hefur einnig lýst sér í því að einstaka bankar hafa lánað öðrum langt umfram umsamdar lánalínur. Á mynd 2 má sjá daglega þróun vaxta á millibankamarkaði með krónur frá áramótum. Framan af voru vextir heldur hærri en stýrivextir Seðlabankans sem að einhverju leyti kann að stafa af aðgerðum einstakra banka um áramót til að takmarka neikvæða stöðu gagnvart Seðlabanka og einnig að hluta til af breyttu fyrirkomulagi trygginga vegna greiðslukerfa sem tak-

markaði svigrúm lánastofnana til notkunar bindifjár. Innlausn spariskírteina í mars jók við laust fé og skapaði verulegan þrýsting til frekari lækkunar vaxta. Í kjölfar breytingarinnar á bindiskyldu varð einnig allnokkur hreyfing á vöxtum. Í byrjun apríl var svigrúm lánastofnana til að nýta sér bundið fé til tryggingar í greiðslukerfum takmarkað og var það gert til samræmis við erlendar venjur á þessu sviði.

... en vextir á skuldabréfamarkaði lúta öðrum lögmálum

Vextir á skuldabréfamarkaði hafa ekki þróast með sama hætti og vextir á millibankamarkaði. Vextir óverðtryggðra verðbréfa lækkuðu frá síðari hluta janúar til miðs febrúar en þá urðu snögg umskipti sem voru helst rakin til tilkynningar ríkisstjórnarinnar um tímabundnar aðgerðir til að draga úr atvinnuleysi en þær fólust m.a. í auknum vegaframkvæmdum o.fl. Síðan tók við hæg lækkun óverðtryggðra vaxta fram í byrjun apríl en þá varð aftur snörp hækkun sem rakin var til ummæla forsvarsmanna Landsvirkjunar um að hugsanlega yrði hluti framkvæmdakostnaðar vegna virkjana fjármagnaður með innlendum lántökum. Þessi hækkun stóð þó fremur stutt og brátt þokuðust vextir niður eins og sjá má á mynd 3. Breytingin á óverðtryggðum vöxtum frá janúarlokum til aprílloka er því sem næst engin, þótt snarpar hreyfingar hafi orðið á tímabilinu í báðar áttir. Ávöxtun verðtryggðra skuldabréfa var um margt áþekk eins og sjá má á mynd 4.





Húsbref hafa verið eftirsótt...

Nokkur eftirspurn hefur verið eftir húsbrefum sem tengist vaxtaskiptasamningum sem gerðir hafa verið við erlenda fjárfesta. Þar sem þeir vilja ekki taka áhættu af gengisbreytingum fara þau viðskipti þannig fram að milligönguaðili (lánastofnun) kaupir verðtryggð húsbref, og tekur síðan endurhverft lán hjá Seðlabankanum gegn veði í þeim. Erlendi fjárfestir-

inn greiðir síðan vextina af endurhverfa láninu og fær ávöxtun verðtryggða húsbrefsins í staðinn. Þessi viðskipti eiga þátt í því að ávöxtun húsbrefa hefur lækkað þrátt fyrir aukið framboð þeirra. Þau eiga hins vegar ekki þátt í að halda gengi krónunnar sterkri enda er ekki tekin gengisáhætta í viðskiptunum. Sú áhætta kann þó að vera til staðar að snarpar vaxtabreytingar yllu flótta í hópi erlendu fjárfestanna. Þá fengi milligönguaðilinn mikið magn verðbrefa sem hann þyrfti að losa í skyndi og þar af leiðandi væri hætt á verðhruni. Þetta gæti orsakað keðjuverkandi losun á öðrum brefum sem væru seld með sams konar fyrirkomulagi.

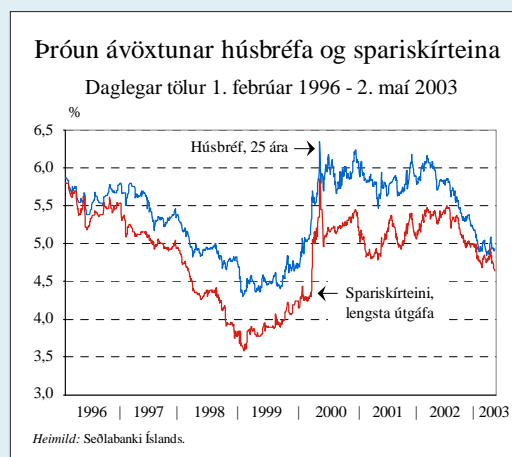
... og sömuleiðis ríkisvixlar

Ríkissjóður ákvað að auka sveigjanleika í innlendra ríkisvixlaútgáfu með því að hækka hámarksfjárhæð sem í boði er á tveggja mánaða fresti úr 4 ma.kr. í 7 ma.kr. Þessi breyting er m.a. hugsuð til að auka innlenda skammtímafjármögnun ríkissjóðs á kostnað erlendra skammtímafjármögnunar. Í fyrsta útboðinu eftir breytinguna, sem haldið var í mars, námu boð 16,5 ma.kr. og var tekið 7 ma.kr. Í útboði í byrjun maí

Mikill vöxtur útlána Íbúðalánasjóðs

Á árinu 2002 afgreiddi Íbúðalánasjóður húsbref fyrir 34,9 ma.kr. á markaðsverði sem var 13% aukning frá fyrra ári. Útgáfa húsnæðisbrefa nam 15,7 ma.kr. Mikil þörf fyrir íbúðarhúsnæði, sérstaklega á höfuðborgarsvæðinu, hefur leitt til aukins framboðs húsnæðis og hefur sjóðurinn fjármagnað töluverðan hluta hennar. Fyrstu þrjú mánuði þessa árs voru afgreidd húsbref fyrir 9,5 ma.kr. sem er heldur meira en gert var ráð fyrir í áætlunum sjóðsins. Meðalfjárhæð afgreiddra umsókna hefur hækkað, var 3,4 m.kr. fyrstu þrjú mánuði síðasta árs en sömu mánuði í ár var meðalfjárhæðin 3,8 m.kr. Þrátt fyrir að verðbref Íbúðalánasjóðs séu með traustustu verðbrefum sem hægt er að finna, verðtryggð, yfirleitt á fremstu veðréttum og með einfaldri ábyrgð ríkissjóðs hefur þó verið merkjanlegur munur á ávöxtunarkröfu spariskírteina og húsbrefa eins og sést á myndinni. Mjög sterkar vísbendingar eru um að fyrirkomulag þrefanna, sérstaklega útdráttarfyrirkomulag þeirra, en einnig fjöldi smárra flokka eigi þar meginsök. Breytingar á útdráttarfyrirkomulagi

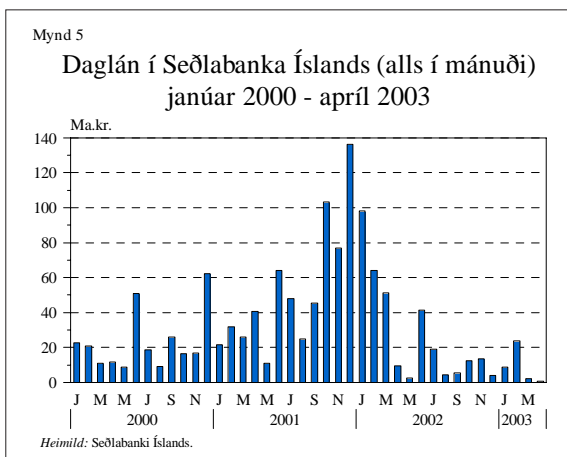
rafvæðra húsbrefa hafa þegar skilað sér í minni mun eins og sést á myndinni. Með frekari breytingum á fyrirkomulagi útgáfu Íbúðalánasjóðs mætti væntanlega auka hagkvæmni og draga enn meir úr þessum mun á ávöxtun.



var tekið tilboðum að fjárhæð 6 ma.kr. Ríkissjóður hefur jafnt og þétt dregið úr notkun verðtryggðra lána í innlendu lánasafni sínu (útgefnum markaðsverðbréfum) allra síðustu árin. Frá árinu 1993 til 2000 var hlutfall verðtryggðra lána um og yfir 80% en var 69% í árslok 2001 og 54% um síðustu áramót. Þetta hlutfall lækkaði í 47% eftir innlausn spariskírteina í febrúar og má ætla að það geti farið niður í 30% á næstu tveimur árum.

Krónumarkaðurinn hefur verið virkari

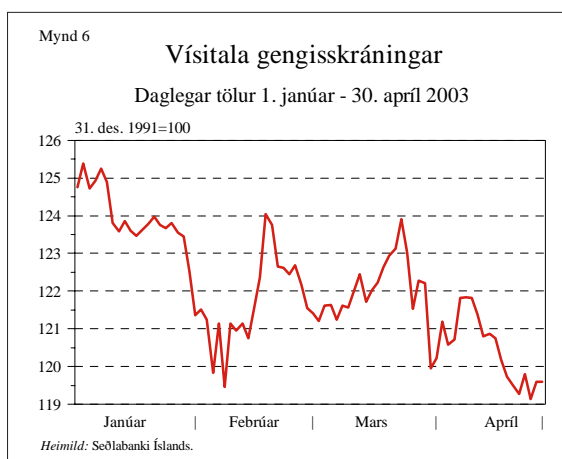
Viðskipti á millibankamarkaði með krónur námu 220 ma.kr. fyrstu fjóra mánuði ársins en 124 ma.kr. á sama tíma í fyrra. Viðskipti á millibankamarkaði með gjaldeyrisskiptasamninga fyrstu fjóra mánuði ársins voru 35 ma.kr sem er u.þ.b. helmingi minni en sömu mánuði í fyrra en þá voru viðskiptin 73 ma.kr. Vegna rúmrar lausafjárstöðu hefur þörf lánastofnana fyrir daglánaþyrirgreiðslu Seðlabankans dregist verulega saman. Fyrstu fjóra mánuði þessa árs námu daglán 36 ma.kr. samanborið við 223 ma.kr. sömu mánuði fyrir ári. Vaxtafærð lán námu aðeins um 6 ma.kr. frá janúar til aprílloka samanborið við 40 ma.kr. sömu mánuði í fyrra. Þróun daglána má sjá á mynd 5. Staða endurhverfra verðbréfalána Seðlabankans var 78 ma.kr. í lok janúar en í lok apríl var hún 76 ma.kr.



Krónan hefur styrkst ...

Í ársbyrjun stóð vísitala gengisskráningar í 124,75 en í lok apríl var hún komin í 119,6. Vísitalan hefur hreyfst innan þessa bils en sveiflur hafa þó verið nokkrar eins og sést á mynd 6. Fréttir um fyrirhugaða stækkun Norðuráls og hugsanlega aukningu aflu-

kvóta og hagstæður vöruskiptajöfnuður fyrstu mánuði ársins hafa átt sinn þátt í styrkingu en streymi erlends fjármagns hefur verið nokkurt inn í landið. Fréttir um auknar framkvæmdir ríkissjóðs til að draga úr atvinnuleysi og áhyggjur af stríði í Írak höfðu áhrif til veikingar um tíma. Eitthvað hefur verið um stöðutökur erlendra banka sem lýsir sér í því að þeir kaupa krónur leggja þær inn á viðskiptareikning í innlendum banka og hyggjast selja þær síðar þegar frekari styrking, sem þeir búast við, hefur átt sér stað. Velta á gjaldeyrismarkaði var líflæg í febrúar 112 ma.kr. en hina mánuðina var hún á bilinu 68-83 ma.kr. Þrjú daga fór velta yfir 10 ma.kr. en hæst varð veltan 5. febrúar, 12,2 ma.kr.



... og vaxtamunur minnkað ...

Seðlabankar víða um heim hafa lækkað stýrivexti sína á síðustu mánuðum en Seðlabanki Kanada hækkaði hins vegar stýrivexti um 0,25 prósentur 4. mars. Seðlabanki Evrópu lækkaði vexti sína um 0,25 prósentur 6. mars og eru stýrivextir hans nú 2,5%. Danski seðlabankinn fylgdi í kjölfarið með sams konar lækkun. Seðlabanki Sviss lækkaði viðmiðanir sínar um 0,25 til 0,5 prósentur, þennan sama dag. Seðlabanki Noregs lækkaði stýrivexti um 0,5 prósentur 5. mars og aftur 30. apríl um 0,5 prósentur. Seðlabanki Svíþjóðar lækkaði stýrivexti um 0,25 prósentur 18. mars. Seðlabanki Japan greip inn í gjaldeyrismarkaði í janúar, febrúar og mars í því skyni að veikja gengi jens og einnig gerði bankinn tilraunir til að örva efnahagslífið með því að losa enn frekar um aðgengi að fyrirgreiðslu í bankanum. Stýrivextir í Japan hafa um nokkurt skeið verið 0%.

Vaxtamunur við útlönd á íslenskum ríkisvixlum og erlendum eins og hann er metinn að teknu tilliti til áhrifa viðskiptamagns minnkaði úr 3,3% í 2,6% frá janúarlokum til loka apríl. Vaxtamunurinn eins og hann er metinn út frá millibankavöxtum í hinum ýmsu löndum minnkaði úr 3,4% á sama tíma í 2,6%.

... en Bandaríkjadalur hefur dalað

Bandaríkjadalur hefur veikt gagnvart flestum megingjaldmiðlum heimsins að undanfögnu. Stríðið í Írak og ágreiningur í aðdraganda þess átti sinn þátt í þessari þróun en meginskýringar er þó örugglega fremur að finna í hægfare efnahagsvexti og viðbrögðum bandarískra stjórnvalda í efnahagsmálum. Raungengi Bandaríkjadals var komið 30% yfir sögulegt meðaltal og lengi hefur verið búist við þessari breytingu. Vaxandi viðskiptahalli og ágreiningur um tillögur stjórnvalda í skattamálum hefur einnig verið nefndur til sögunnar sem skýring.

Kaup Seðlabanka Íslands á gjaldeyri ...

Í byrjun september sl. hóf Seðlabanki Íslands að kaupa gjaldeyri af viðskiptavökum á innlendum millibankamarkaði, fyrst í stað tvisvar í viku 1½ milljón Bandaríkjadala í senn, þrisvar í viku frá janúar sl. og loks daglega frá byrjun febrúar. Alls keypti bankinn gjaldeyri í þessum viðskiptum að andvirði 12,8 ma.kr. frá byrjun september 2002 til aprílloka 2003. Í janúar sl. keypti bankinn gjaldeyri í einum viðskiptum af einum viðskiptavaka að andvirði tæplega 4 ma.kr. Þegar ákvörðun var tekin um regluleg gjaldeyriskaup í ágúst 2002 var kynnt að áformað væri að kaupa gjaldeyri fyrir 20 ma.kr. fyrir árslok 2003. Það var nærri stöðu erlendra skammtímafjármögnunar gjaldeyrisforðans á þeim tíma. Vegna sölu gjaldeyris, m.a. til ríkissjóðs í tengslum við greiðslu vaxta af erlendum lánum, hefur skammtímafjármögnun gjaldeyrisforðans ekki minnkað til samræmis við keyptan gjaldeyri og nam hún um 11 ma.kr. í lok apríl. Gjaldyrisforði Seðlabankans var í lok apríl 38,5 ma.kr. og hafði erlend staða bankans styrkst um 6,8 ma.kr. frá lokum ágúst 2002. Sala á gjaldeyri til ríkissjóðs vegna vaxtagreiðsna af erlendum lánum nemur nokkrum milljörðum króna þessi árin. Þegar litið er til lengri framtíðar og Seðlabankinn hefur byggt upp gjaldeyrisforða sinn stefnir hann að því að afla gjaldeyris vegna þarfa ríkissjóðs á innlendum gjaldeyrismarkaði fremur en að ganga á gjaldeyrisforðann.

... verða aukin

Aðstæður á gjaldeyrismarkaði eru aðrar nú en þegar Seðlabankinn kynnti áform sín um kaup á gjaldeyri í ágúst 2002. Innflæði gjaldeyris og hækkandi gengi í kjölfar ákvörðunar um byggingu álvers Reyðarfirði og tengdra orkumannvirkja gefa færi á að kaupa gjaldeyri umfram þá 20 ma.kr. sem til stóð að kaupa skv. ákvörðun bankans í ágúst sl. Bankastjórn Seðlabankans hefur því ákveðið að auka dagleg kaup bankans á innlendum gjaldeyrismarkaði, frá 19. maí 2003, í 2,5 milljónir Bandaríkjadala á dag til loka þessa árs. Að auki er Seðlabankinn sem fyrr reiðubúinn til að eiga viðskipti á gjaldeyrismarkaði að frumkvæði viðskiptavaka ef um háar fjárhæðir er að ræða. Þótt ljóst sé að þessi aðgerð kunni að hafa áhrif á gengi krónunnar til skamms tíma a.m.k. og auki jafnframt laust fé í fjármálakerfinu vakir fyrst og fremst fyrir Seðlabankanum að nýta hagstæðar aðstæður á gjaldeyrismarkaði í því skyni að styrkja erlenda stöðu sína. Miklu skiptir að erlend staða bankans sé rúm, m.a. vegna erlendra skammtímaskulda innlendra aðila og í ljósi þess að erlend staða bankans skiptir töluverðu fyrir lánshæfi íslenska ríkisins og annarra innlendra aðila á erlendum mörkuðum. Telji Seðlabankinn í einhverju tilviki aðstæður á gjaldeyrismarkaði þannig að ekki séu forsendur til gjaldeyriskaupa þegar þau hefðu annars farið fram áskilur hann sér rétt til að eiga ekki viðskipti að sinni, rétt eins og kynnt var í ágúst sl. Framkvæmd viðskiptanna verður með sama hætti og verið hefur, þ.e. bankinn kaupir gjaldeyri daglega af viðskiptavökum fyrir formlega opnun gjaldeyrismarkaðarins.

Hlutabréfamarkaður hefur verið allflægur

Góð afkoma fyrirtækja á hlutabréfamarkaði á síðasta ári hefur án efa ýtt nokkuð undir hækkun hlutabréfa-verðs í Kauphöll Íslands. Frá áramótum hefur úrvals-vísitalan hækkað um 4,8%. Velta á hlutabréfamarkaði hefur verið líflæg en afskráningar í kjölfar breytts eignarhalds gætu þó hafa haft neikvæð áhrif á veltu. Reglum um upplýsingagjöf varðandi laun og kjör helstu stjórnenda var breytt og ber nú fyrirtækjum sem skráð eru í Kauphöllinni skylda til að greina frá þeim í ársreikningi og milliuppgjöri. Einkavæðingu Landsbanka Íslands hf., Búnaðarbanka Íslands hf. og Íslenskra aðalverktaka hf. lauk að fullu í febrúar, mars og apríl með sölu fyrrnefndu tveggja í viðskiptakerfi Kauphallarinnar og sölu þess síðast-

nefnda til hóps starfsmanna. Í lok mars var tilkynnt um að viðræður yrðu hafnar um samruna Kaupþings banka hf. og Búnaðarbanka Íslands hf. Tóku þær

stuttan tíma og náðist samkomulag um samrunann hinn 12. apríl. Fyrirhugað er að sameinaður banki taki til starfa 27. maí 2003.