

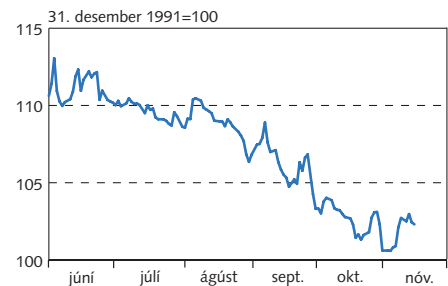
Gengis- og vaxtahræringar

Útgáfa erlendra lántakenda á skuldabréfum í íslenskum krónum (krónubréfum) á alþjóðamarkaði leiddi til styrkingar á gengi krónunnar. Seðlabankinn tilkynnti hækkun stýrivaxta 29. september um 0,75 prósentur, samhliða útgáfu Peningamála. Þessi aðgerð styrkti einnig gengi krónunnar. Vextir á verðtryggðum skuldabréfum til lengri tíma hækkuðu talsvert eftir vaxtahækkun Seðlabankans. Vegna útgáfu krónubréfa á alþjóðamarkaði hefur eftirspurn eftir skuldabréfum til meðallangs tíma og lengri lánnum á krónumarkaði aukist með tilheyrandi þrýstingi á vexti. Á næsta ári mun Seðlabankinn draga úr kaupum á gjaldeyri á millibankamarkaði frá því sem verið hefur síðan í september og kaupa gjaldeyri einkum vegna þarfa ríkissjóðs en mun minna í því skyni að viðhalda gjaldeyrisforða Seðlabankans. Erlendir seðlabankar hafa sumir hækkað vexti sína að undanfögnu og aðrir gefið sterklega til kynna að hækkanir kunni að verða á næstunni. Hlutabréfamarkaður héraðs róaðist nokkuð eftir mikla hækkun fram eftir árinu en um miðjan nóvember jukust viðskipti og úrvalsvísitalan hækkaði hratt á ný.

Útgáfa krónubréfa styrkti gengi krónunnar

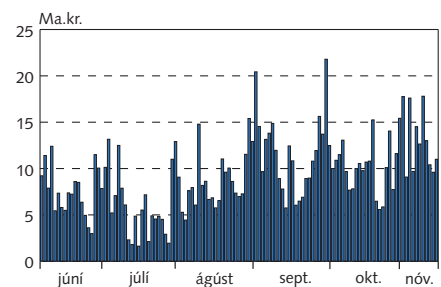
Frá ágústlokum, þegar útgáfa erlendra lántakenda á skuldabréfum í íslenskum krónum hófst á alþjóðlegum markaði, og fram í miðjan nóvember voru gefin út krónubréf fyrir liðlega 114 ma.kr.² Kaupendur bréfanna þurfa að greiða fyrir þau í íslenskum krónum og verða því að afla þeirra héraðs með tilheyrandi gengisáhrifum. Erfitt er að mæla gengisbreytingar af tilteknum viðskiptum en vegna eðlis þessara útgáfna, tíðni þeirra og upplýsinga um þær verða áhrifin sýnilegri en ella. Seðlabankinn fylgist með hreyfingum á gengi krónunnar og oftast hefur mátt greina með nokkuð óyggjandi hætti hvenær kaupendur krónubréfa hafa aflað sér íslenskra króna og að sama skapi má sjá hvenær áhrif þeirra dvína. Þetta eru mjög athyglisverðar upplýsingar, því að það er ekki oft sem hægt er að einangra með svo afgerandi hætti tiltekna atburði á gjaldeyrismarkaði. Að meðaltali virtust 3 ma.kr. kaup á íslenskri krónu þýða 0,44 lækkun vísitölu gengisskráningar. Staðalfrávik þeirra 16 mælinga sem um ræðir var 0,18. Hægt var að greina að áhrifin jukust eftir því sem á leið, sennilega vegna erfiðleika markaðsaðila við að losa um síendurtekið innstreymi gjaldeyris í því styrkingarferli sem orðið hefur. Frá 24. ágúst til 11. nóvember styrktist gengi krónunnar um tæplega 8% og má ætla að meginhluti þess skýrist af útgáfu krónubréfanna. Gengisþróun má sjá á mynd 1. Veltan á gjaldeyrismarkaði jókst talsvert eftir að útgáfan hófst. Til dæmis var veltan í septembermánuði einum 255 ma.kr. sem er rúmlega fjórðungur af veltu alls síðasta árs. Veltan það sem af er ári hefur þegar slegið fyrra met og var í nóvember tekin að nálgast 1700 milljarða króna. Þróun veltu á gjaldeyrismarkaði má sjá á mynd 2. Velta á millibankamarkaði fyrir gjaldeyrisrískiptasamninga hefur rétt ögn úr kútnum og var um 14 ma. kr. frá byrjun september til 16. nóvember sem er um 38% af heildarveltu frá upphafi ársins.

Mynd 1
Vísitala gengisskráningar
Daglegar tölur 1. júní - 16. nóvember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Velta á millibankamarkaði með gjaldeyri
Daglegar tölur 1. júní - 16. nóvember 2005

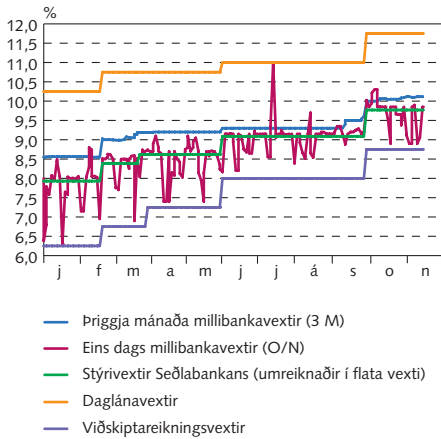


Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Upplýsingar í greininni miðast við 16. nóvember 2005.
2. Sjá ítarlega grein Þorvarðar Tjörva Ólafssonar um útgáfu krónubréfa í þessu hefti *Peningamála*.

Mynd 3
Vextir á krónumarkaði og
stýrivextir Seðlabankans

Daglegar tölur 4. janúar - 16. nóvember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Stýrivaxtahækkun

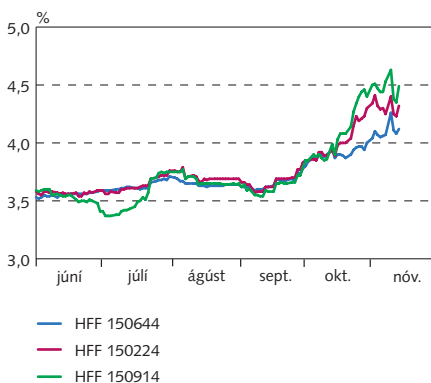
Seðlabanki Íslands hækkaði vexti sína í lok september um 0,75 prósentur. Hækkunin virtist koma markaðsaðilum nokkuð á óvart en greiningardeildir höfðu spáð hækkun um 0,25 til 0,5 prósentur. Skilaboð bankans um áframhaldandi strangt aðhald í peningamálum virtust einnig skorinorðari en markaðsaðilar höfðu vænst. Í kjölfar vaxtahækkunarinnar styrktist gengi krónunnar og vextir, sérstaklega skemmstu vextir á millibankamarkaði fyrir krónur, hækkuðu u.þ.b. í samræmi við hækkun stýrivaxtanna. Vextir lengstu samninga hækkuðu þó minna og má rekja það til varna vegna krónubréfanna sem gefin voru út á alþjóðlegum markaði og smæðar markaðar hér á landi. Þróun helstu vaxta Seðlabankans og vaxta á millibankamarkaði með krónur má sjá á mynd 3.

Ávöxtun íbúðabréfa hækkaði talsvert

Frá því að íbúðabréf voru kynnt til sögunnar um mitt síðasta ár hefur ávöxtunarkrafa þeirra verið lág, samanborið við sögulega ávöxtun verðtryggðra bréfa hér á landi. Á tímabili fór ávöxtun íbúðabréfa niður fyrir 3,5% sem benti til þess að markaðurinn væri drifinn áfram af kaupendum sem þyrftu ekki að skeyta því viðmiði sem hérlendir lífeyrissjóðir sæta. Í september tók ávöxtun íbúðabréfa að stíga og reis hæst í skemmsta flokknum sem er á lokagjaldaga 2014. Ekki liggur fyrir hvað olli þessari hækkun en mögulegt er að þrengri lausafjárstaða, sem m.a. stafar af hárrí stöðu ríkissjóðs í Seðlabankanum hafi átt þarna hlut að máli. Einnig er mögulegt að væntingar um litla verðbólgu á allra næstu mánuðum hafi leitt til þess að fjárfestar hafi fremur kosið að kaupa óverðtryggð verðbréf. Þróun ávöxtunar íbúðabréfa má sjá á mynd 4.

Mynd 4
Raunávöxtun íbúðabréfa

Daglegar tölur 1. júní - 16. nóvember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Er vaxtarófið marktækt?

Peningar eru verðlagðir með vöxtum. Að jafnaði má lesa væntingar markaðar úr vöxtum til mislangs tíma. Framboð og eftirspurn á markaði mynda jafnvægisstöðu sem lýsir afstöðu markaðarins. Þetta er þó ekki algilt því að markaðsbrestir geta breytt jafnvæginu og þá um leið þeirri mynd sem raunverulega endurspeglar væntingar markaðsaðila. Smæð markaðar hér á landi getur t.d. leitt til markaðsbrests sem torveldar eðlilega vaxtamyndun. Dæmi um þetta mátti m.a. sjá þegar Lánasýsla ríkisins aflétti skyldum viðskiptavaka vegna flokks ríkisvixla en í útboði lentu víxlarnir nær allir á einni hendi og því ljóst að verðmyndun þeirra gat ekki orðið eðlileg og skylda viðskiptavaka óframkvæmanleg. Annað dæmi er þróun vaxta á skemmsta flokki ríkisbréfa (RB 2007) og lengstu vaxta á millibankamarkaði með krónur. Mikil eftirspurn fjárfesta, sem voru að verja gengis- og vaxtaáhættu útgefenda krónubréfa, leiddi til þess að vextir á þessum bréfum/lánnum hafa verið lágir, svo lágir að vaxtamyndunin hefur ekki verið trúverðug. Útgáfa krónubréfa var um miðjan nóvember komin upp fyrir 114 ma.kr. og meginhluti hennar er til eins til þriggja ára. Um 85-90% af þessari útgáfu eru varin fyrir áhrifum gengisbreytinga íslensku krónunnar gagnvart öðrum gjaldmiðlum, samkvæmt því sem upplýsingar Seðlabankans gefa til kynna, en markaðsvirði ríkisbréfaflokksins sem best hentar til varna er einungis 26 ma.kr. Varnirnar eru því vafalítið í ýmsu öðru formi en ljóst má vera

að smæð markaðarins þrýstir vöxtum til tiltekins tíma niður um þessar mundir, að mestu óháð væntingum um verðlag og vexti.

Gjaldeyrisforði Seðlabankans

Á síðustu árum hefur verið haft til hliðsjónar að gjaldeyrisforðinn sé sem næst verðmæti þriggja mánaða innflutnings vöru til landsins, m.v. sögulega þróun síðustu 5 ára. Lágmarksstærð gjaldeyrisforðans er endurmetin árlega. Styrking íslensku krónunnar hefur þó valdið því að verðmæti hans í íslenskum krónum hefur rýrnað, þótt staða hans í erlendum gjaldmiðlum hafi verið lítt breytt. Mat á gjaldeyrisforða hefur nú verið endurnýjað og að þessu sinni virðist ekki mikil þörf á stækkun en ljóst að hann þarf að vaxa lítillaga og hyggst bankinn kaupa gjaldeyri á næsta ári í því skyni að styrkja forðann. Seðlabankinn annast gjaldeyrisviðskipti fyrir ríkissjóð og á þessu ári er sennilegt að bankinn kaupir jafnvirði 25 ma.kr. á árinu vegna þarfa hans. Ríkissjóður hefur markvisst unnið að því að lækka erlendar skuldir sínar og nýtti m.a. stóran hluta þeirra tekna sem einkavæðing Símans gaf í aðra hönd til að greiða niður erlendar skuldir. Ríkissjóður hefur einnig búið í hagiinn vegna erlendra skulda sem gjaldfalla á næsta ári en hyggst kaupa gjaldeyri til viðbótar fyrir 10 ma.kr. á næsta ári til að greiða niður öll erlend lán sem unnt verður að greiða. Þar að auki falla til vaxtagreiðslur fyrir 3,5 ma.kr. á næsta ári og verður einnig keyptur gjaldeyri til að mæta þeim. Samtals er því áætlað að kaupa 5 m. Bandaríkjadala á viku hverri á næsta ári vegna þarfa ríkissjóðs og til þess að bæta í gjaldeyrisforðann, eða alls um 16 ma.kr. á öllu árinu m.v. núverandi gengi. Umfangið minnkar frá því sem verið hefur síðan í september og verður til áramóta, þ.e. úr 2,5 m. Bandaríkjadala fimm sinnum í viku í 2,5 m. dala tvisvar í viku. Fyrirkomulagið verður óbreytt, þ.e. Seðlabankinn kaupir gjaldeyri fyrir opnun markaða að morgni.

Áhrif ríkissjóðs

Lausafjárhreyfingar ríkissjóðs hafa oft töluverð áhrif á íslenskum peningamarkaði. Um þessar mundir er lausafjárstaða hans með sterkasta móti og að auki var innlendir hluti einkavæðingarfjár Símans lagður inn í Seðlabankann. Afleiðing þessa er að u.þ.b. 60 ma.kr. hafa horfið úr hringrás peningamarkaðarins og það fé verða bankar síðan að sækja til Seðlabankans í formi endurhverfra viðskipta eins og sjá má á mynd 5. Við þetta aukast áhrif stýrivaxta Seðlabankans og bit peningastefnunnar verður hvassara. Fjármögnunarkostnaður bankanna eykst og þeir verða að bregðast við með því að hækka vexti sína, enda er sú raunin. Vextir á millibankamarkaði fyrir lán í krónum (umreiknaðir í ávöxtun) hafa að meðaltali verið hærri en nemur ávöxtun stýrivaxta í öllum tímalengdum nema í daglánum og 9 og 12 mánaða lánum en áhrif útgáfu krónubréfa á lengstu lánin hafa áður verið rakin.

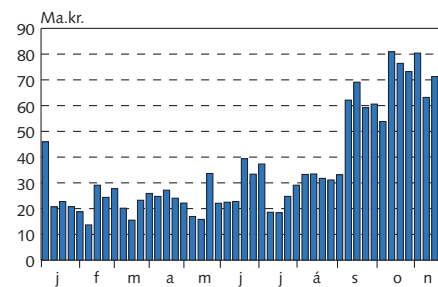
Skin og skúrir í verðbréfafjárfestingu

Fjárfesting innlendra aðila í erlendum verðbréfum hefur verið allnokkur á síðustu misserum. Á árinu 2004 voru keypt erlend verðbréf fyrir um 76 ma.kr. umfram sölu. Frá janúar til septemberloka á þessu ári keyptu Íslendingar erlend verðbréf fyrir um 66 ma.kr. Innlendir aðilar voru nettó á kauphlíð í öllum mánuðum frá byrjun árs 2004. Aðra sögu er

Mynd 5

Staða endurhverfra viðskipta Seðlabankans

Vikulegar tölur 4. janúar - 15. nóvember 2005

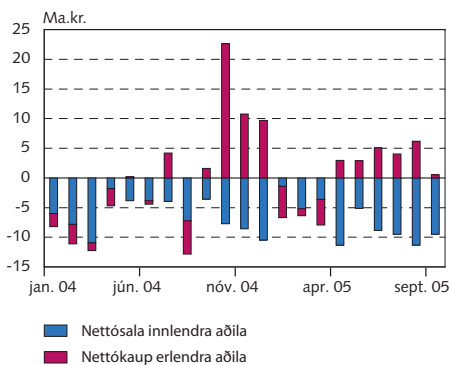


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 6

Fjármagnsstreymi vegna milliríkjavíðskipta með verðbréf

Janúar 2004 - september 2005

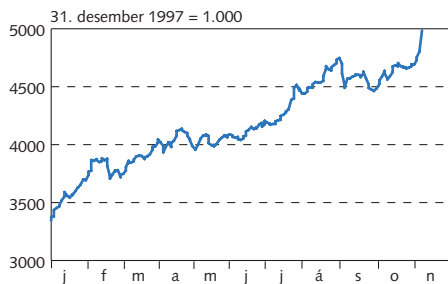


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

Úrvalsvísitala hlutabréfa

Daglegar tölur 4. janúar - 16. nóvember 2005



Heimild: Kauphöll Íslands.

að segja af viðskiptum erlendra aðila með innlend verðbréf en þeir hafa bæði keypt og selt innlend verðbréf. Síðustu fjóra mánuði ársins 2004 keyptu erlendir aðilar íslensk verðbréf fyrir um 45 ma.kr. umfram sölu. Fyrstu þrjú mánuði þessa árs seldu þeir fyrir um 11 ma.kr. nettó og hafa síðan keypt fyrir um 22 ma.kr. Mynd 6 sýnir fjármagnsstreymi vegna viðskipta innlendra aðila með erlend verðbréf og erlendra aðila með innlend verðbréf. Myndin er sett þannig upp að hún sýni innstreymi gjaldeyris vegna kaupa erlendra aðila á innlendum verðbréfum sem jákvæða stærð og útstreymi gjaldeyris vegna kaupa innlendra aðila á erlendum verðbréfum sem neikvæða stærð. Á þessu tímabili öllu, þ.e. frá byrjun árs 2004, hafa streymt úr landi u.þ.b. 100 ma.kr. vegna milliríkjavíðskipta með verðbréf.

Erlendir vextir hækka

Seðlabanki Kanada hækkaði vexti sína um 0,25 prósentur 18. október. Seðlabanki Bandaríkjanna hélt einnig áfram taktföstum vaxtahækkunum og hækkaði stýrivexti sína í 4% 1. nóvember. Seðlabanki Noregs hækkaði vexti degi síðar um 0,25 prósentur. Vaxtamunur á milli Íslands og annarra landa hefur þó vaxið vegna hækkunar stýrivaxta Seðlabanka Íslands. Vaxtamunur, mældur í mun vaxta á þriggja mánaða lánasamningum á millibankamarkaði jókst úr 6,44 prósentum í byrjun september í 7,01 prósentu um miðjan nóvember. Vaxtamunur á fimm ára ríkisbréfum minnkaði úr 4,34 prósentum í 4,22 prósentur.

Hlutabréfaverð hækkar á ný

Eftir tiltölulega rólegt tímabil á hlutafjármarkaði frá miðjum september til miðs nóvember tók úrvalsvísitala Kauphallarinnar að stíga á ný og hinn 16. nóvember hækkaði hún um tæplega 4%. Viðskipti þann dag voru með mesta móti eða um 19 ma.kr. Frá áramótum hefur vísitalan hækkað um rúmlega 48%. Mynd 7 sýnir þróun hlutabréfaverðs frá áramótum. Níu mánaða uppgjör flestra stærstu félaganna hafa verið birt og sýndu flest hagnað umfram væntingar greiningaraðila.