

### Órói á mörkuðum

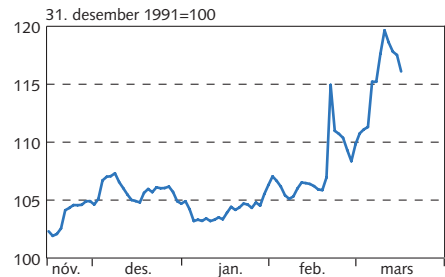
Nokkurt rót varð á gjaldeyrismarkaði 21. febrúar í kjölfar þess að matsfyrirtækið Fitch Ratings breytti horfum á lánsþæfismati ríkissjóðs úr stöðugum í neikvæðar. Lánsþæfiseinkunninni var þó ekki breytt. Hinn 8. mars varð aftur órói á gjaldeyrismarkaði eftir að alþjóðlegur banki birti greiningu á íslensku bönkunum. Talsverð gengislækkun varð í þessum óróa sem síðar gekk til baka að nokkru. Hlutabréfaverð lækkaði einnig. Seðlabankinn hækkaði vexti um 0,25 prósentur 2. desember 2005 og jafnmikið 26. janúar 2006. Vextir á krónumarkaði hækkuðu, sérstaklega vextir á lengri skuldbindingum, í kjölfar gengisróans í febrúar og mars. Ávöxtun íbúðabréfa hækkaði talsvert í byrjun ársins en lækkaði á ný eftir að birt var bráðabirgðamat Moody's á mögulegu lánsþæfi skuldabréfaútgáfu Kaupþings banka til fjármögnunar fasteignalána. Erlend verðbréfakaup Íslendinga hafa áfram verið talsverð en verulega hefur hægt á útgáfu skuldabréfa í íslenskum krónum á alþjóðlegum markaði. Nokkrir erlendir seðlabankar hækkuðu vexti sína og hefur það leitt til þess að vaxtamunur við útlönd er lítt breyttur frá miðjum nóvember á síðastliðnu ári, þrátt fyrir tvær stýrivaxtahækkunar Seðlabankans.

#### Breyttar horfur

Vísitala gengisskráningar sveiflaðist á milli gildanna 107 og 103 frá lokum nóvember til 20. febrúar. Skammvinnur veiking varð á genginu í kjölfar vaxtahækkunar Seðlabankans 2. desember 2005. Í lok ársins og fyrstu daga janúar styrktist krónan nokkuð en tók síðan að veikjast hægt og sígandi. Í byrjun febrúar varð smá órói sem stóð stutt. Hinn 21. febrúar tilkynnti matsfyrirtækið Fitch Ratings að það hefði breytt horfum um lánsþæfiseinkunn ríkissjóðs úr stöðugum í neikvæðar. Jafnframt voru allar lánsþæfiseinkunnir staðfestar óbreyttar. Þessi tíðindi ollu verulegum óróa á gjaldeyrismarkaði og lækkaði gengi krónunnar um 1,3% þegar eftir að þau birtust. Í lok dagsins hafði gengisvísitalan stigið í 110,2 úr 105,55 sem felur í sér 4,4% lækkun á gengi krónunnar. Næsta dag lækkaði gengið áfram fram eftir degi. Hámarki náði gengisvísitalan í gildinu 115,2 á miðjum morgni en tók síðan að lækka. Hækkun vísitölunnar yfir daginn varð 2%. Næstu daga á eftir lækkaði vísitalan nokkuð rólega en steig á ný og fór í 111,3 hinn 7. mars eins og sjá má á mynd 1.

Innlend efnahagsframvinda hefur um langt skeið verið aðaláhrið valdur gengishreyfinga íslensku krónunnar. Smátt hagkerfi og tiltölulega lítill áhugi erlendra fjárfesta hefur einangrað innlandan fjármagnsmarkað frá áhrifum ýmissa erlendra atburða. Þetta er þó að breytast. Erlendir og innlendir aðilar hafa í auknum mæli nýtt sér hagstæða vaxtaþróun. Krónan er ein af mörgum hávaxtamýntum sem hafa freistað spákaupmanna og byggjast þau viðskipti oft á líkönum þar sem búið er að reikna út myntkörfu sem gefur hagnað umfram meðaltalsávöxtun. Miklar breytingar, eins og þegar krónan lækkaði í kjölfar Fitch-skýrslunnar í febrúar, geta leitt til mikils taps og þá segir líkanið að það verði að jafna með losun á öðrum myntum. Þannig verður smit á milli markaða en frá því var einmitt skýrt í erlendum fjármálatíðindum að lækkun krónunnar hefði haft áhrif á gjaldmiðla ýmissa ríkja, allt frá

Mynd 1  
Vísitala gengisskráningar  
Daglegar tölur 16. nóvember - 17. mars 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

1. Upplýsingar í greininni miðast við 17. mars 2006.

Ungverjalandi til Brasilíu. Í kjölfarið hafa fjárfestar vafalítið endurmetið stöðu sína og sumir jafnvel horfið frá viðskiptum með krónuna.

### Neikvæð skilaboð

Hinn 8. mars birtist greining stórs alþjóðlegs banka á íslenskum bönkum en þar var farið fremur neikvæðum orðum um stöðu þeirra. Fleiri greiningaraðilar fetuðu sömu slóð og því til viðbótar jókst umfjöllun um íslenska bankakerfið í erlendum fjölmiðlum. Þetta olli fremur snarpri lækkun á gengi krónunnar og hækkaði vísitala gengisskráningar úr 111,9 í 116,2 frá upphafi til loka viðskipta 8. mars. Næsta dag sveiflaðist krónan hóflega og endaði á smávægilegri styrkingu. Hinn 10. mars varð allsnörp veiking í upphafi dags og hækkaði vísitala gengisskráningar um 2,5% á u.þ.b. klukkustund en róaðist síðan og var á bilinu frá 117 til 118,2 það sem eftir lifði dags. Mánudaginn 13. mars varð aftur skörp veiking gengisins rétt eftir opnun fyrir viðskipti og hækkaði vísitala gengisskráningar um 1,9% á 25 mínútum. Vísitalan fór yfir 120 en var 119,6 í lok dags. Samtals hafði þá vísitalan hækkað um rúmlega 13% frá 21. febrúar 2006. Við upphaf viðskipta 14. mars lækkaði vísitalan og var á bilinu frá 117,6 til 118,8 það sem eftir lifði dagsins. Mesti óróinn var genginn yfir og næstu daga voru sveiflur hóflegri.

Hinn 16. mars var birt tilkynning um að Standard & Poor's staðfesti óbreytt lánshæfismat íslenska ríkisins og að horfur væru áfram stöðugar. Í lok dags 17. mars var vísitalan 117,6. Greinilegt er af hreyfingum á markaði að hann er viðkvæmur og kvikur ef óvæntar fréttir berast. Hættan á yfirskotum er því augljós. Veltan á gjaldeyrismarkaði fyrstu 2½ mánuði þessa árs var 803 ma.kr. en til samanburðar var hún tæplega 2.100 ma.kr. á öllu síðasta ári.

## Rammagrein 1

### Yfirlit gjaldeyrismarkaðar 2005

#### Gengisstyrking

Á árunum 2002 til 2005 styrktist gengi krónunnar eins og sjá má í töflu 1. Viðskipti Seðlabankans voru heldur minni í fyrra en árið áður og hann keypti eingöngu gjaldeyri fyrir ríkissjóð. Framan af síðasta ári keypti Seðlabankinn 2,5 milljónir Bandaríkjadala einu sinni í viku. Í maí keypti bankinn aukalega 100 milljónir Bandaríkjadala í fimm jöfnum áföngum. Í september jók bankinn regluleg kaup í 2,5 milljónir Bandaríkjadala á dag út árið.

Á árinu 2005 var vísitalan skráð lægst þann 4. nóvember 100,5898 stig sem er lægsta gildi síðan 1992. Hæst var vísitalan skráð á árinu hinn 13. maí 116,8131 stig.

Tafla 1. Yfirlit millibankamarkaðar með gjaldeyri 2002-2005

	Velta (m.kr.)	Velta SÍ (m.kr.)	Meðalvelta á dag (m.kr.)	Gengisvísitala			Gengi evru í lok árs	Gengi Banda- ríkjadals í lok árs
				Í lok árs	Breyting yfir ár (%)	Styrking/ veiking (%)		
2002	834.444	4.528	3.378	124,8994	-11,92	13,53	84,71	80,77
2003	1.185.566	43.208	4.781	123,4179	-1,19	1,20	89,76	71,16
2004	948.249	27.228	3.763	113,0158	-8,43	9,20	83,51	61,19
2005	2.077.467	24.648	8.310	104,9002	-7,18	7,74	74,70	63,13

Í desember hækkuðu viðskiptavakarnir á gjaldeyrismarkaði einhliða viðmiðunarfrárhæð sína í viðskiptum úr 2,5 milljónum Bandaríkjadala í 3 milljónir Bandaríkjadala.

### Velta og gengisflökt

Velta á gjaldeyrismarkaði á árinu 2005 var 2.077 ma.kr., hafði vaxið um 1.129 ma.kr. frá árinu á undan og var 859 ma.kr. meiri en árið 2001 sem var fyrra metár. Veltan á gjaldeyrismarkaði jókst mikið frá ágúst og til ársloka samhliða útgáfu skuldabréfa í íslenskum krónum erlendis.

Í töflu 2 er sýnt staðalfrávik daglegra breytinga erlendra gjaldmiðla gagnvart íslenskrum krónu síðustu fjögur árin. Daglegt gengisflökt mælt með staðalfrávikum daglegra breytinga jókst töluvert frá 2004 til 2005. Á tímabilinu frá 25. ágúst til 30. desember, þ.e. eftir að útgáfa skuldabréfa í íslenskum krónum erlendis hófst, var flökkið á gengi krónunnar gagnvart evru meira en á árinu í heild en minna gagnvart Bandaríkjadal.

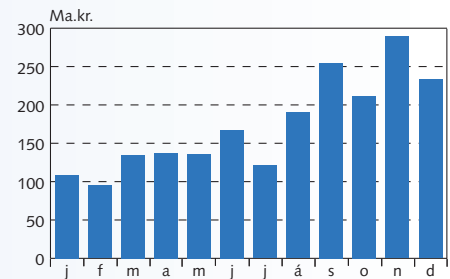
Tafla 2. Staðalfrávik daglegra gengisbreytinga gagnvart krónu

	Gengisvísitala	Evra	Bandaríkjadalur
2002	0,46	0,54	0,56
2003	0,50	0,56	0,69
2004	0,35	0,39	0,58
2005	0,57	0,58	0,73
2005 <sup>1</sup>	0,60	0,64	0,71

1. Frá 25. ágúst til 30. desember.

Mynd 1

Mánaðarleg velta á gjaldeyrismarkaði 2005

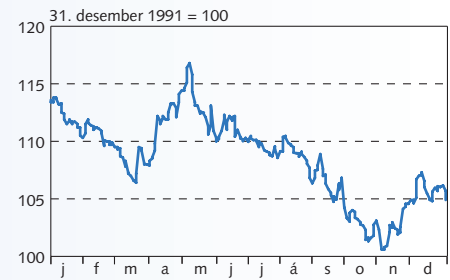


Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2

Vísitala gengisskráningar 2005

Daglegar tölur 4. janúar - 30. desember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

### „Leiðrétting“ á hlutabréfaverði

Hræringar á gjaldeyrismarkaði endurómuðu á hlutabréfamarkaðnum en það er nokkur nýjung, því að hlutabréfamarkaðurinn hér á landi hefur frá upphafi fremur lotið sínum eigin lögmálum. Nú virðist sú breyting vera að gerast að markaðurinn verði fyrir utanaðkomandi áhrifum. Úrvalsvísitala hlutabréfa reis hæst um miðjan febrúar í tæp 7.000 stig eins og sjá má á mynd 2. Hún hafði þá hækkað um 25% frá lokum síðasta árs. Í lok dags 22. febrúar hafði hún lækkað um 6,6% og í lok dags 13. mars fór hún niður fyrir 6.000 og hafði lækkað um tæplega 14% frá hágildinu 15. febrúar. Eftir það rétti hún úr kútnum á ný og var 6273,45 í lok dags 17. febrúar. Hlutabréf fjármálastofnana og fjárfestingarfyrirtækja lækkuðu mest í þessu umróti. Þrátt fyrir þetta hafði vísitalan hækkað um 13,35% frá áramótum.

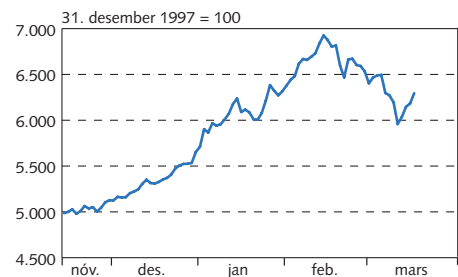
### Seðlabankinn hækkaði stýrivexti tvisvar

Seðlabankinn hækkaði stýrivexti sína um 0,25 prósentur 2. desember 2005. Í kjölfarið hækkuðu vextir á millibankamarkaði fyrir lán í krónum nokkuð en þó ekki í öllum tilfellum til jafns við hækkun stýrivaxta bankans. Vextir til eins dags á krónumarkaði voru mjög kvikir og talsverð ásókn var í endurhverf viðskipti við Seðlabankann eins og sjá má á mynd 3. Í endurhverfum viðskiptum hinn 13. desember brá hins veg-

Mynd 2

Úrvalsvísitala hlutabréfa

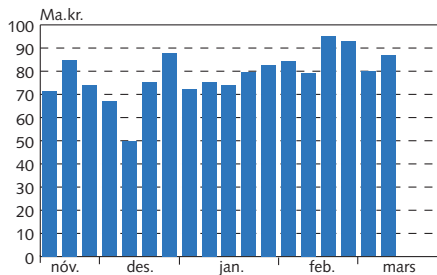
Daglegar tölur 16. nóvember 2005 - 17. mars 2006



Heimild: Kauphöll Íslands.

Mynd 3

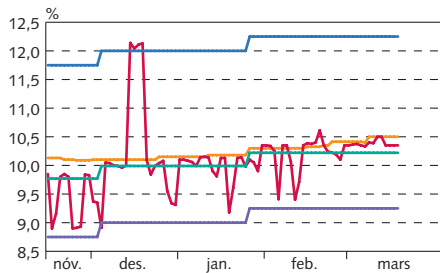
Staða endurhverfra viðskipta Seðlabankans  
Vikulegar tölur 15. nóvember 2005 - 14. mars 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4  
Vextir á krónumarkaði og  
stýrivextir Seðlabankans

Daglegar tölur 16. nóvember 2005 - 17. mars 2006

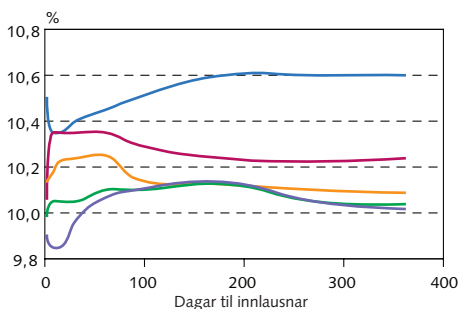


— Daglánavextir  
— Dagvextir á krónumarkaði  
— Stýrivextir (umreiknaðir í flata vexti)  
— 3 mánaða vextir á krónumarkaði  
— Viðskiptareikningsvextir

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Tímaróf vaxta á krónumarkaði



— 10.3.2006  
— 9.2.2006  
— 10.1.2006  
— 9.12.2005  
— 9.11.2005

Heimild: Seðlabanki Íslands.

ar svo við að endurhverf lán lækkuðu um rúmlega 17 ma.kr. Skömmu síðar skutust vextir á krónumarkaði upp undir daglánavexti Seðlabankans sem gaf til kynna að bankarnir hefðu misreiknað lausafjárþörf sína talsvert. Gjaldþaga tekjuskatta til ríkissjóðs ber upp á 15. dag hvers mánaðar og virðist sem fjárhæð á gjaldþaga í desember hafi verið óvenju há. Vextirnir héldust háir allt til næsta útboðs endurhverfra viðskipta. Atburður af þessu tagi kann í framtíðinni að verða tilefni fyrir Seðlabankann til að grípa til aukaútboðs endurhverfra viðskipta til að draga úr óþarfa vaxtabreytingum á millibankamarkaði.

Innstæða ríkissjóðs í Seðlabankanum hefur verið óvenju há að undanfögnu. Í síðari hluta nóvember var dagleg staða oft nærri 20 ma.kr. en í febrúar fór innstæðan upp undir 50 ma.kr. í nokkra daga og um miðjan mars var hún 37 ma.kr. Til viðbótar þessari innstæðu á viðskiptareikningi kemur sá hluti tekna af sölu Símans sem greiddur var í íslenskum krónum, um 32 ma.kr. Það fé var lagt inn á sérstaka bundna reikninga í Seðlabankanum sem eru með ákvæðum um tiltekna gjaldþaga sem falla á næstu árum og eru tengdir útgjöldum sem ákveðin voru þegar ráðstöfun fjárens var kynnt.

Hinn 26. janúar kom til framkvæmda breytt fyrirkomulag vaxta-tilkynninga Seðlabankans þegar bankinn tilkynnti hækkun stýrivaxta um 0,25 prósentur. Að morgni var gefin út frétt um breytinguna og var fréttamannafundur haldinn skömmu síðar til að útskýra ástæður hennar. Áhrif vaxtabreytingarinnar á krónumarkaði (millibankamarkaði með lán í krónum) samsvöruðu ekki að fullu hækkun stýrivaxta en sennilegt er að væntingar um hækkun hafi skilað sér inn í vexti seint í desember, þannig að áhrifin af sjálfri vaxtabreytingunni hafi orðið minni. Þróun vaxta á krónumarkaði og helstu vaxta Seðlabankans má sjá á mynd 4. Í kjölfar óróa á gjaldeyrismarkaði síðari hluta febrúar og fyrri hluta mars hækkðu vextir á krónumarkaði, sérstaklega vextir til lengri tíma. Velta á krónumarkaði fyrstu 2½ mánuð ársins var um fjórðungi minni en á sama tíma fyrir ári.

Tímaróf vaxta breyttist verulega frá nóvember til miðs mars. Tímarófið er nú hækkandi frá viku til hálfis árs og þaðan flatt en var áður lækkandi til hálfis árs og flatt þaðan. Þróun tímarófsins má sjá á mynd 5. Þetta gefur til kynna að væntingar um aukna verðbólgu hafi vaxið.

### Bindiskylda og gjaldeyrisforði

Bindiskylda fjármálastofnana í Seðlabankanum er 2% af innlánnum og útgefnum markaðsverðbréfum sem eru bundin til skemmri tíma en tveggja ára. Endurhverf viðskipti teljast ekki til bindiskylds fjár. Bindiskyldan hefur farið hratt vaxandi síðustu mánuði. Í ársbyrjun 2005 var álögð bindiskylda um 12 ma.kr. og um mitt ár hafði hún hækkað í tæplega 14 ma.kr. Í lok ársins var álögð bindiskylda rétt rúmlega 17 ma.kr. og í febrúar hafði hún hækkað í tæplega 18 ma.kr. Hækkunin hefur m.a. valdið því að fjármálastofnanir þurfa að sækja laust fé í auknum mæli í Seðlabankann og það eykur virkni peningastefunnar.

Í september 2005 jók Seðlabankinn regluleg kaup sín á gjaldeyri á millibankamarkaði fyrir hönd ríkissjóðs í því skyni að safna upp í væntanlegar endurgreiðslur erlendra lána 2006. Í lok árs 2005 var gjaldeyrisforðinn 67,3 ma.kr. Þar af átti ríkissjóður 9,1 ma.kr. Eftir lækkun

á gengi krónunnar í febrúar og framan af mars stóð gjaldeyrisforðinn í 79 ma.kr. um miðjan mars. Þar af átti ríkissjóður um 13 ma.kr. Í apríl nk. fellur erlent lán ríkissjóðs í gjalddaga að fjárhæð um 22 ma.kr. og mun hann þá nýta uppsafnaðar gjaldeyrisinnstæður ásamt skammtímalántöku til að greiða það upp. Skammtímalánin verða síðan greidd upp smátt og smátt út árið með þeim gjaldeyri sem Seðlabankinn kaupir reglulega á innlendum millibankamarkaði í samræmi við áform sem lýst var í *Peningamálum* 2005/4, þ.e. 5 m. Bandaríkjadala á viku.

### Ávöxtun íbúðabréfa á fleygiferð

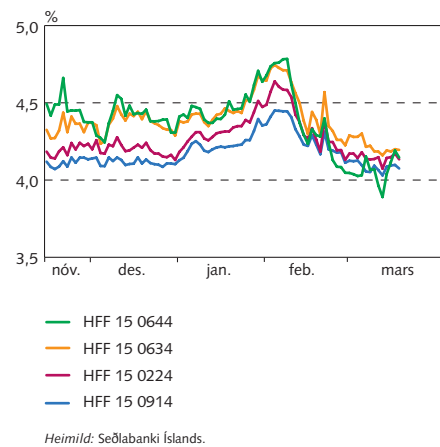
Miklar sveiflur hafa verið á ávöxtun íbúðabréfa frá miðjum september þegar hún var hvað lægst. Það vekur einnig athygli hversu ólík þróun hefur orðið á einstökum flokkum. Þannig reis ávöxtun HFF 150914 í 4,78% 8. febrúar, talsvert hærra en hinir flokkarnir, en lækkaði einnig meira en þeir og fór í 3,89% 13. mars. Ljóst er að vegna þess að þetta er styttri flokkur en hinir er minni áhætta að eiga viðskipti með hann en mynstrið hefur þó ekki verið algilt eins og sjá má á mynd 6. Íbúðalánasjóður bauð út íbúðabréf í júlí en síðan kom hlé á útboðum til 22. nóvember. Þá hækkaði ávöxtun íbúðalána um 0,45 prósentur í 4,60% en sjóðurinn bauð þá einnig nýja tegund lána sem voru án uppgreiðsluheimildar. Þessi flokkur bar 4,35% ávöxtun. Kjósi skuldari að greiða upp lán þarf hann að greiða mun á uppreiknuðu verði þess og markaðskjörum íbúðabréfa af sambærilegri lengd. Íbúðalánasjóður bauð út íbúðabréf hinn 22. desember og tók þá tilboðum að fjárhæð 3,1 ma.kr. í lengsta flokki íbúðabréfa, HFF 150644, á ávöxtunarkröfu 4,11%. Þetta leiddi til 0,10% hækkunar vaxta í útlánnum sjóðsins. Í útboðinu beitti sjóðurinn nýrri aðferð, þ.e. útboðið fór fram utan hefðbundins viðskiptatíma og virtist sú aðferð reynast vel. Íbúðalánasjóður bauð aftur út íbúðabréf 7. mars og tók tilboðum að fjárhæð 4,4 ma.kr. í bréf í skemmsta flokknum, HFF 150914 á ávöxtunarkröfu 4,09%. Í kjölfarið lækkaði sjóðurinn vexti til lántaka um 0,05%. Hinn 7. febrúar voru birtar fréttir af lánshæfismati fyrirhugaðrar útgáfu Kaupþings banka á fasteignatryggðum skuldabréfum og hafði það talsverð áhrif á ávöxtun íbúðabréfa.

Hægt hefur á útlánnum til fasteignakaupa og kann samdráttur í útgáfu að valda aukinni eftirspurn eftir þeim en einnig hefur yfirlýsing frá lánshæfismatsfyrirtækinu Moody's, sem fyrr er greint frá, um mat á fyrirhugaðri útgáfu Kaupþings banka á veðskuldabréfum, sem byggjast á fasteignaveðbréfum, sennilega haft áhrif á væntingar markaðarins um framboð íbúðabréfa. Íbúðalánasjóður lánaði út 10,6 ma.kr. á tímabilinu frá desember 2005 til febrúarloka 2006, samanborið við 14,45 ma.kr. ári fyrr sem er um 26% samdráttur. Útlán banka til fasteignakaupa hafa einnig dregist skarpt saman. Talsvert hefur hægt á uppgreiðslum eldri lána Íbúðalánasjóðs.

### Vanhöld í vaxtamyndun óverðtryggðra bréfa

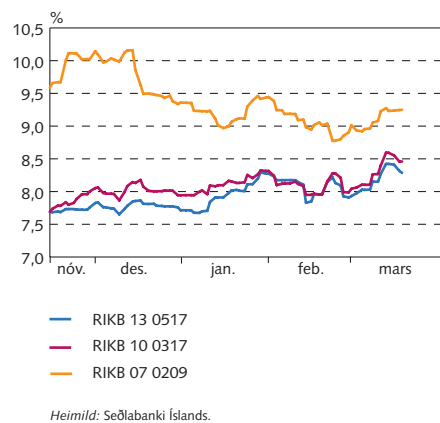
Í desember tilkynnti ríkissjóður að hann hygðist breyta fyrirkomulagi verðbréfaútgáfu sinnar. Breytingarnar miðuðu að því að styrkja þá tvo flokka ríkisbréfa sem eru á gjalddaga 2010 og 2013 en einnig var tilkynnt um breytingu á útgáfu ríkisvixla þar sem einungis verða gefnir út eins mánaðar víxlar í stað þriggja mánaða víxla áður. Þar að auki

Mynd 6  
Raunávöxtun íbúðabréfa  
Daglegar tölur 16. nóvember 2005 - 17. mars 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7  
Ávöxtun ríkisbréfa  
Daglegar tölur 16. nóvember 2005 - 17. mars 2006



Heimild: Seðlabanki Íslands.

er fyrirhugað að kaupa upp úr flokki sem er á gjalddaga á næsta ári. Tilgangurinn með breytingunum var að styrkja vaxtamyndun lengri flokkanna og reyna að auka dýpt markaðarins. Þetta fór þó ekki alveg sem skyldi og olli miklu tómarúmi á mikilvægum kafla tímarófs vaxta. Ljóst er að þetta tómarúm þarf að fylla með einhverjum hætti ef ekki á að verða skaði á markaði. Í desember hækkaði ávöxtun óverðtryggðra lána aðeins lítillega, þrátt fyrir vaxtahækkun Seðlabankans, og ávöxtun skemmsta bréfsins lækkaði talsvert. Líttla áhrifa varð einnig vart eftir vaxtahækkun bankans í janúar sem styður þá tilgátu að verðmyndun þessara flokka lúti ekki þeim lögmálum sem gilda eiga á slíkum markaði. Það getur leitt til vanda við verðlagningu og skekkt áhættumats. Þróun ávöxtunar ríkisbréfa má sjá á mynd 7.

### Mikil erlend verðbréfakaup

Íslenskir fjárfestar hafa fjárfest af miklu kappi í erlendum verðbréfum. Á síðasta ári keyptu Íslendingar erlend verðbréf fyrir 123 ma.kr. umfram sölu. Í janúar héldu kaupin áfram og námu 33 ma.kr. umfram sölu. Lífeyrissjóðir eru atkvæðamiklir í þessum viðskiptum enda eru umsvif þeirra það mikil að innlendir fjármagnsmarkaður takmarkar möguleika þeirra á heppilegri samsetningu eignasafns síns. Á síðasta ári keyptu erlendir aðilar íslensk verðbréf fyrir 18 ma.kr. samanborið við 33 ma.kr. árið á undan. Undir það síðasta hefur nokkuð hægt á útgáfu erlendra aðila á skuldabréfum í íslenskum krónum. Um miðjan mars var útgefið magn komið í 219 ma.kr. samanborið við 149 ma.kr. um áramótin.

### Seðlabankar hækka vexti

Seðlabankar í ýmsum löndum hafa hækkað vexti sína á undanförunum mánuðum. Tafla 1 sýnir stýrivaxtabreytingar helstu seðlabanka frá októberlokum. Þessar erlendu vaxtahækkanir valda því að stýrivaxtahækkanir Seðlabanka Íslands hafa ekki skilað sér í auknum vaxtamun við útlönd en hann var 7% um miðjan nóvember og um miðjan mars.

Tafla 1. Breytingar á stýrivöxtum í nokkrum löndum frá 15. nóvember 2005

	Breyting	Stýrivextir nú
Noregur	+0,25	2,50
Nýja Sjáland	+0,25	7,25
Bandaríkin	+0,50	4,50
ECB	+0,50	2,50
Svíþjóð	+0,50	2,00
Ísland	+0,50	10,75
Kanada	+0,75	3,75