

### Lausafjárþróng á mörkuðum

Aðstæður á alþjóðlegum fjármálamörkuðum hafa versnað til muna frá útgáfu Peningamála í nóvember 2007. Fjármagnsmarkaðir eru ekki svipur hjá sjón, vaxtaálag hefur hækkað mikið og segja má að markaðurinn sé í raun lokaður fyrir stórum hluta útgefenda. Markaður fyrir varin skuldabréf hefur dregist saman en hann var mikilvæg uppspretta fjármagns fyrir fjármálastofnanir á árunum 2005 til 2007. Lausafjárstaða fjármálastofnana fer versnandi og hika þær við að eiga viðskipti sín á milli vegna ótta við frekari erfiðleika. Seðlabankar í Evrópu og Bandaríkjunum hafa brugðist við með því að auka aðgang að lausafé með tilsökunum á reglum um veðhæf skuldabréf í viðskiptum og bandaríski seðlabankinn hefur lækkað vexti um 2,5 prósentur. Nokkrar líkur eru taldar á því í Bandaríkjunum að kreppan í fjármálakerfinu muni valda samdrætti í efnahagslífinu. Íslenskar fjármálastofnanir hafa ekki farið varhluta af ástandinu. Aðgangur þeirra að erlendu fjármagni er takmarkaður og vaxtaálag hátt. Skortur er á erlendum gjaldeyri, fjármálastofnanir halda fast í erlent lausafé og markaður fyrir gjaldmiðlaskiptasamninga er nánast óstarfhæfur en það kemur illa við miðlun peningastefnunnar. Skortur á krónum hefur ekki gert vart við sig en ásókn í erlendan gjaldeyri er mikil og hefur gengi krónunnar sveiflast mikið.

#### Erlendir seðlabankar auka lausafjárfyrirgreiðslu

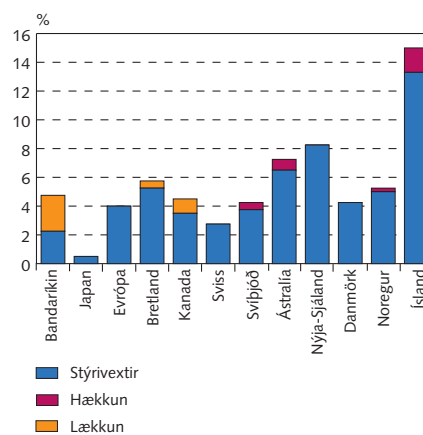
Ekki sér fyrir endann á erfiðleikum á fjármálamörkuðum sem hófust í ágúst 2007 og raktir eru til undirmáslánakreppunnar í Bandaríkjunum. Mikil óvissa er um hversu mikið af eignum bankar muni þurfa að afskrifa og ekki er vitað nema að takmörkuðu leyti hverjir eru eigendur hinna verðlausu eigna. Bankar eru því tregir til að eiga lánaviðskipti sín á milli nema til mjög skamms tíma og með háu vaxtaálagi. Fjármögnunarkostnaður banka hefur hækkað mikið og jafnvel stærstu og traustustu fjármálastofnanir hafa takmarkaðan aðgang að fjármagni á skuldabréfamarkaði.

Seðlabankar hafa brugðist við með því að auka aðgang banka að lausafé. Reglur um veð hafa verið rýmkaðar og seðlabankar hafa gert skiptasamninga til að tryggja aðgang að lausafé í erlendum gjaldmiðlum. Bandaríski seðlabankinn hefur lækkað vexti úr 4,75% í 2,25% í fimm skrefum frá því í september þrátt fyrir vaxandi verðbólguþrýsting. Evrópski seðlabankinn hefur ekki lækkað vexti en rýmkað veðheimildir. Englandsbanki hefur lækkað vexti um 0,5 prósentur og standa þeir nú í 5,25%. Englandsbanki og seðlabankar Bandaríkjanna, Evrópu, Kanada og Sviss hafa gert með sér samninga sem greiða fyrir aðgangi banka að lausafé í öðrum gjaldmiðlum en þeirra eigin. Slíkir samningar voru upphaflega gerðir í desember 2007 og endurspeglar hversu alþjóðlegar bankastofnanir eru í eðli sínu.

Lausafjárskortur hefur þegar rekið margar fjármálastofnanir í lausafjárþurrð. Breska ríkið greip til þess ráðs að þjóðnýta fasteignalánabankann Northern Rock og bandaríski fjárfestingarbankinn JP Morgan tók yfir verðbréfafyrirtækið Bear Stearns með stuðningi bandaríska seðlabankans. Ýmsir óttast að ekki séu öll kurl komin til grafar. Ástandið á fjármálamörkuðum gæti því varað enn um sinn. Hlutabréfaverð hefur lækkað um allan heim og fjárfestar flúið með fjármuni í áhættuminni eignir á borð við ríkisskuldabréf.

Mynd 1

Stýrivextir nokkurra seðlabanka og hækkun/lækkun frá síðustu Peningamálu

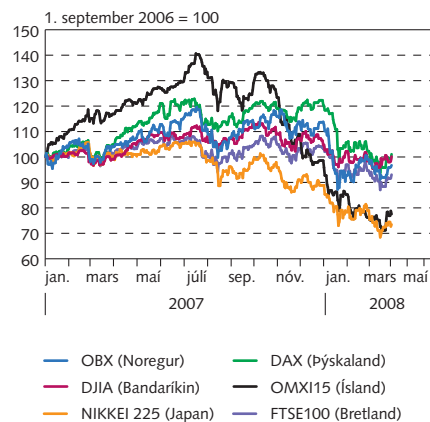


Heimild: Reuters.

Mynd 2

Þróun nokkurra hlutabréfavisitalna

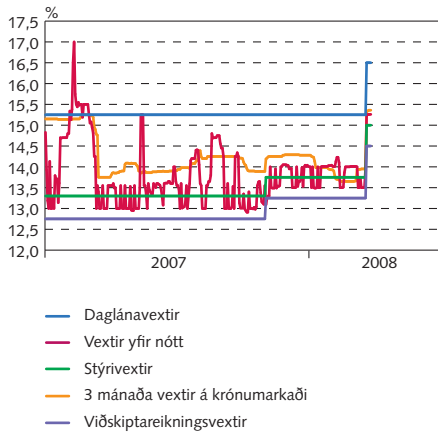
Daglegar tölur 1. janúar 2007 - 31. mars 2008



Heimild: Bloomberg.

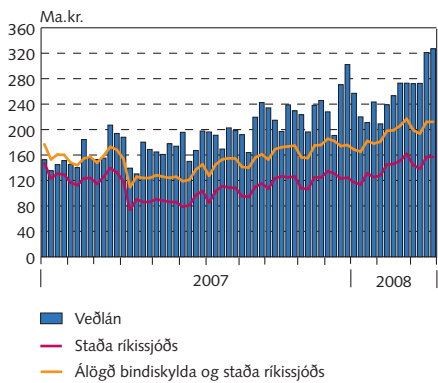
1. Upplýsingar í greininni miðast við 7. apríl 2008.

Mynd 3  
Vextir á krónumarkaði og  
stýrivextir Seðlabankans  
Daglegar tölur 3. janúar 2007 - 31. mars 2008



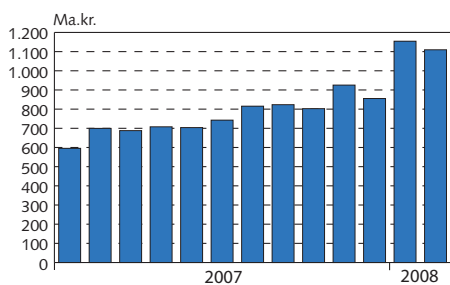
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4  
Veðlán, staða ríkissjóðs og álögð bindiskylda  
Vikulegar tölur 6. febrúar 2007 - 26. mars 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5  
Framvirk gjaldeyrisstaða bankanna  
Staða í lok mánaðar 28. febrúar 2007 - 29. febrúar 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

### Seðlabanki Íslands bætir aðgang að lausafé ...

Innlendar fjármálastofnanir hafa orðið fyrir barðinu á lausafjárþrengingum. Aðgangur þeirra að erlendum mörkuðum er takmarkaður og vaxtaálag hærra en nokkru sinni fyrr. Bankarnir halda fast í erlent fjármagn en það veldur því að markaður fyrir gjaldeyrisskiptasamninga endurspeglar ekki lengur muninn á millibankavöxtum í krónum og erlendum gjaldmiðlum. Hár fjármögnunarkostnaður íslenskra banka veldur því að vaxtamunur í ofangreindum samningum hefur minnkað stórlega og mikil tregða er til að gera slíka samninga. Erlendir aðilar hika við að verja stöður sínar í gegnum peningamarkaðinn vegna aukinnar mótaðilaáhættu. Ríkissjóður og Seðlabankinn brugðust við í mars með aukinni útgáfu stuttra ríkisbréfa og rafrænni skráningu innstæðubrifa Seðlabankans sem eru að fullu framseljanleg. Bréfin eru m.a. valkostur fyrir fjárfesta sem gefið hafa út krónubréf en geta ekki lengur keypt varnir í gegnum skiptasamninga eða innlán. Ríkissjóður efndi jafnframt til viðbótarútboðs á stuttum ríkisbréfum (RIKB 08 1212) til að mæta spurn eftir áhættulausum krónubréfum og seldi um 7,5 ma.kr. í útboðinu.

### ... og aðlagar reglur að evrópskum reglum

Samhliða breytingum á innstæðubrífum breytti Seðlabankinn reglum um bindiskyldu og veð í viðskiptum við fjármálastofnanir. Tilgangur breytinga á reglum um bindiskyldu var að samræma reglurnar þeim sem gilda hjá evrópska seðlabankanum svo sem verða má. Í nýju reglunum er gert ráð fyrir því að skuldbindingar erlendra útibúa íslenskra banka myndi ekki grunnbindingar. Breytingin tekur gildi þegar reglulegri upplýsingasöfnun um efnahagsliði erlendra útibúa íslenskra fjármála fyrirtækja hefur verið komið á. Þótt tölur liggi ekki fyrir má ætla að breytingin létti talsvert á bindiskyldu þeirra banka sem starfrækja útibú erlendis en áhrif breytinganna á einstakar fjármálastofnanir eru mjög mismunandi. Álögð bindiskylda í apríl var 53 ma.kr.

Lausafjárþröngin hefur enn sem komið er ekki valdið auknu flökti á innlendum peningamarkaði. Innlend fjármála fyrirtæki virðast þó varkárari en áður í viðskiptum sín á milli og meira hefur verið um daglánaviðskipti við Seðlabankann vegna þessa. Bankinn rýmkaði reglur um veð í reglulegum viðskiptum og daglánaviðskiptum í tveimur skrefum í janúar og mars. Samþykkir hann nú erlend bréf uppfylli þau skilyrði um skráningu, lánsþæfismat o.fl. Varin skuldabréf eru einnig samþykkt að uppfylltum ströngum lánsþæfisskilyrðum og jafnvel bréf sem útgefandi leggur fram sjálfur. Vart hefur orðið nokkurrar aukningar á lausafjárþyrirgreiðslu í kjölfar breytinganna.

Innstæður ríkissjóðs í Seðlabankanum hafa haldið áfram að aukast en greiðsluafkoma ríkisins hefur verið góð. Innstæðurnar sveiflast nokkuð en leitnin hefur verið í átt til hækkunar.

### Erlend fjármögnun er bönkunum erfið

Mikil lækkun hefur orðið á gengi íslensku krónunnar frá útgáfu *Peningamála* í nóvember. Skortur á erlendu lausafé er tilfinnanlegur og innlendar fjármálastofnanir hafa átt óhægt um vik að fjármagna sig erlendis vegna erfiðra markaðsaðstæðna og hás vaxtaálags.

Ólíkt því sem gerðist árið 2006 eru íslenskir bankar nú fjarri því að vera einir í þröngri stöðu en vaxtaálag þeirra er þó mun hærra en

annarra banka með svipað lánsþæfismat. Leiða má líkur að því að hrun markaðarins fyrir skuldabréfavafninga (e. CDO's) hafi þrýst skuldatryggingarálagi á innlenda banka upp á við. Erlendar skuldatryggingar hafa undanfarnar ár verið vinsælar í skuldabréfavafninga enda hefur vaxtaálag innlendra aðila verið hátt miðað við lánsþæfismat þeirra allt frá 2005. Vafningar hafa verið leystir upp í stórum stíl undanfarna mánuði og þeir sem fá bréf í hendur verja skuldaáhættuna með kaupum á skuldatryggingum. Önnur skýring á háu skuldatryggingarálagi er sú að á Íslandi er ekki virkur verðbréfalánamarkaður og framboð hlutabréfa til skortsölu takmarkað. Skortstöður eru því teknar í gegnum markað fyrir skuldatryggingar.

### Krónan undir þrýstingi

Mikil velta hefur verið á gjaldeyrismarkaði það sem af er ári. Í mars sl. var veltan sú mesta á þessum markaði hingað til eða um 1.200 ma.kr. Næstmesta veltan var í ágúst 2007, um 750 ma.kr. Krónan lækkaði mikið í mars og líklegt er að ástand á markaði með gjaldmiðlaskiptasamninga skýri það að einhverju leyti. Lækkunin gekk að nokkru leyti til baka í byrjun apríl. Skortur á erlendu lausafé hefur orðið til þess að gjaldeyris-skiptamarkaðurinn starfar ekki eðlilega en það verður til þess að fjárfestar loka skortstöðum á gjaldeyrismarkaði og gnóttstöðum í krónunni eins og áður er rakið. Vandséð er að gjaldeyris-skiptamarkaðurinn komist í eðlilegt horf fyrir en aðgangur að erlendu fjármagni batnar. Útgáfa á stuttum áhættulausum krónubréfum gerir fjárfestum þó kleift að verja stöður sínar í íslensku krónunni.

Seðlabankinn brást við versnandi verðbólguhorfum vegna lækkunar krónunnar með 1,25 prósentna vaxtahækkun 25. mars. Vaxtahækkunin var gerð utan fyrirfram tilkynnta vaxtaákvörðunardaga og var eðlileg í ljósi gengisframvindunnar og yfirlýsinga bankans í *Peningamálum*.

### Seðlabankinn hægir á gjaldeyriskaupum

Gjaldeyrisforði Seðlabankans er nú um 220 ma.kr. Hann var aukinn verulega með lántöku ríkissjóðs undir lok árs 2006. Gjaldeyrisforðinn er varðveittur í mjög seljanlegum skuldabréfum með háa lánsþæfiseinkunn og í lausafé. Evra er 45% af gjaldeyrisjöfnuði Seðlabankans, Bandaríkjadalur 35%, Sterlingspund 15% og japanskt jen 5%. Gjaldeyrisforði bankans er nú meiri en nemur öllum erlendum skuldum ríkissjóðs.

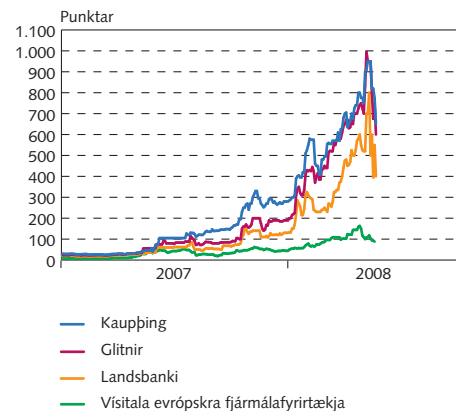
Í lok mars hætti Seðlabankinn um sinn reglulegum kaupum á erlendum gjaldeyri vegna óróa á markaði og þröngrar erlendar lausafjárstöðu innlendra fjármálastofnana. Bankinn áskilur sér þó rétt til að hefja gjaldeyriskaup á ný, með sama hætti og áður, án frekari fyrirvara. Regluleg kaup námu 6 m. Bandaríkjadala á viku.

### Útgáfa krónubréfa umfram innlausn

Útgáfa krónubréfa jókst töluvert í janúar en þá voru á gjalddaga 68,5 ma.kr. Í þeim mánuði einum nam útgáfan 86 ma.kr. eða rúmlega 17,5 ma.kr. umfram innlausn. Engin krónubréf hafa hins vegar verið gefin út af erlendum aðilum síðan í febrúar. Staða bankanna í framvirkum gengisbundnum eignum hefur einnig haldist lítið breytt undanfarna þrjá mánuði en fátt bendir til þess að erlendir aðilar hafi lokað gnóttstöðum í íslenskum krónum. Staðan hefur þó lækkað sé hún mæld í

Mynd 6

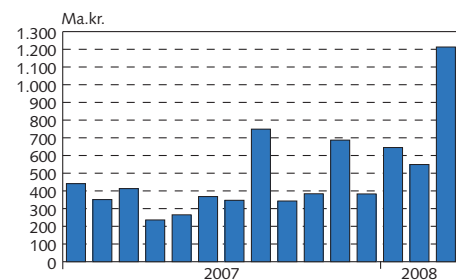
Skuldatryggingar íslenskra banka og vísitala evrópskra fjármálfyrirtækja  
Daglegar tölur 2. maí 2007 - 7. apríl 2008



Heimildir: Bloomberg, Reuters.

Mynd 7

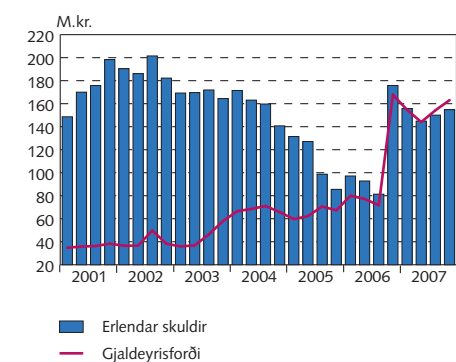
Velta á gjaldeyrismarkaði  
janúar 2007 til mars 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

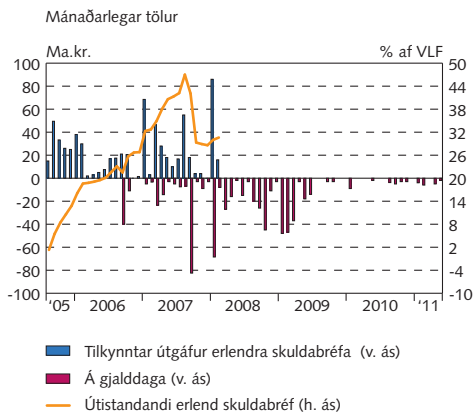
Mynd 8

Gjaldeyrisforði og vegar erlendar skuldir ríkissjóðs  
1. ársfj. 2001 - 4. ársfj. 2007



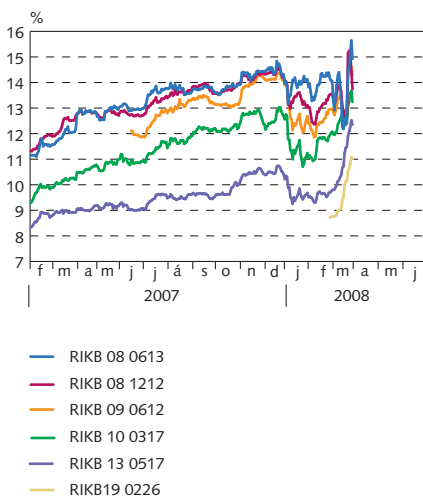
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 9  
Skuldabréfaútgáfa erlendis<sup>1</sup>



1. Gögn til og með 2. apríl 2008.  
Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 10  
Ávöxtun ríkisbréfa  
Daglegar tölur 1. febrúar 2007 - 31. mars 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

erlendum gjaldmiðlum. Skýringa á mikilli lækkun á gengi krónunnar virðist því frekar að leita í gjaldeyriskaupum innlendra aðila. Margir innlendir aðilar eru skuldsettir í erlendum gjaldmiðlum og lækkun krónunnar undanfarið hefur verið mörgum hvatning til að skuldbreyta lánnum sínum í íslenskar krónur. Bankarnir halda einnig jákvæðan gjaldeyrisjöfnuð en heimilt er samkvæmt gjaldeyrisjafnaðarreglum Seðlabankans að vera með gnóttstöðu sem nemur 30% af eigin fé. Hægt er að fá undanþágu frá þeim reglum í því skyni að verja eiginfjárlutfall. Seðlabankinn hefur veitt slíkar undanþágur.

### Velta á skuldabréfamarkaði

Mikil velta hefur verið á skuldabréfamarkaði frá áramótum. Fyrstu þrjá mánuði ársins var veltan í Kauphöll Íslands 1.619 ma.kr. samanborið við 2.430 ma.kr. allt árið 2007. Yfirgnæfandi hluti af heildarveltu skuldabréfa er velta með ríkistryggð skuldabréf. Árið 2007 var veltuhlutdeild bréfa útgefinna af ríkissjóði og Íbúðalánasjóði um 95% af heildarveltu í Kauphöllinni. Fyrstu þrjá mánuði þessa árs var veltuhlutdeildin 96%. Næstmest velta er með skuldabréf banka og sparisjóða með innan við 2% veltuhlutdeild og þar á eftir skuldabréf fyrirtækja. Það verða að teljast ákveðin vonbrigði að veltuhlutdeild bréfa sem útgefin eru af öðrum en ríkissjóði og Íbúðalánasjóði skuli ekki vera meiri en raun ber vitni. Eitt af markmiðum með útgáfum ríkissjóðs var að mynda grunn að verðlagningu annarra bréfa á markaði. Viðskiptavakt með skuldabréf fjármálastofnana og fyrirtækja, með svipuðum hætti og á sér stað með íbúðabréf og ríkisbréf, myndi án efa stuðla að aukinni veltu með bréfin.

### Þróun ávöxtunarkröfu

Ávöxtunarkrafa stystu flokka ríkisbréfa hefur sveiflast frá 12% til 15% frá áramótum og er nú við efri mörk en það er jákvætt frá sjónarhóli peningastefnunnar. Vegna mikillar eftirspurnar eftir stuttum ríkistryggðum skuldabréfum ákvað ríkissjóður að opna ríkisbréfaflokk RIKB 08 1212 og stækka hann um allt að 10 ma.kr. Útboðið var haldið í lok mars og er sá flokkur orðinn 22 ma.kr. að stærð. Samkvæmt útgáfuáætlun ríkissjóðs fyrir árið 2008 verður nýjum 2 ára ríkisbréfaflokki hleypt af stokkunum í nóvember 2008 og gert er ráð fyrir að gefa út 12 ma.kr. í þeim flokki á þessu ári. Útboð stysta ríkisbréfaflokksins mun ekki hafa áhrif á þessar fyrirætlunir. Ekki er gert ráð fyrir útgáfu ríkisvixla á þessu ári en engir víxlar eru nú útistandandi. Seðlabankinn hefur hins vegar sem fyrr segir skráð innstæðubréf sem eru í formi rafrænna, framselj-anlegra skuldabréfa. Bréfin eru skráð í uppgjörsmiðstöðina Clearstream en það ætti að auðvelda erlendum aðilum að fjárfesta í þeim.

### Sveiflur í ávöxtun verðbréfa ...

Ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa náði hámarki í nóvember 2007 og hélst há fram í miðjan desember en hefur lækkað mikið síðan. Árið 2007 þróaðist krafan á ríkisbréfum með svipuðum hætti og krafan á íbúðabréfum en hún hækkaði jafnt og þétt og náði hámarki um miðjan desember. Krafan féll síðan hratt á öllum ríkisbréfaflokkum og náði lágmarki um mánaðamótin janúar febrúar. Frá byrjun febrúar hefur þróun ávöxtunarkröfu ríkisbréfa verið með öðrum hætti en íbúðabréfa.

Í febrúar og mars hækkaði ávöxtunarkrafa óverðtryggðra bréfa verulega á meðan verðtryggða krafan hélt áfram að lækka.

Ríkissjóður hleypti af stokkunum nýjum 11 ára ríkisbréfaflokki í febrúar. Markaðurinn hefur kallað eftir lengri ríkisbréfaflokki um nokkurt skeið og gekk fyrsta útboðið að óskum. Annað útboð flokksins var haldið við erfiðar markaðsaðstæður á degi sem einkenndist af miklum óróa á öllum mörkuðum og var í ljósi þess ákveðið að taka aðeins tilboðum að fjárhæð um 3 ma.kr. Stærð flokksins er nú um 14 ma.kr. en til stendur að stækka hann í 30 ma.kr. á þessu ári.

Ávöxtunarkrafa ríkisbréfa og íbúðabréfa lækkaði í desember en fjárfestar drógu úr áhættu og færðu sig úr hlutabréfum yfir í skuldabréf á seinni hluta ársins. Áhugi fjárfesta á þessum tíma beindist að verðtryggðum og óverðtryggðum skuldabréfum. Samhliða lækkun krónunnar í febrúar lækkaði ávöxtunarkrafa verðtryggðra skuldabréfa á meðan ríkisbréfa krafan hækkaði. Verðbólguvæntingar markaðarins breyttust því hratt á skömmum tíma. Styrking krónunnar fyrstu dagana í apríl hefur dregið aðeins úr verðbólguvæntingum markaðarins.

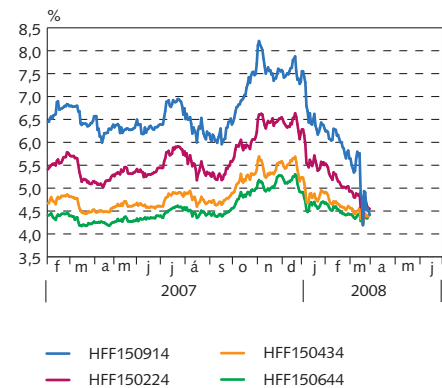
### ... og verð hlutabréfa lækkar einnig

Úrvalsvísitala íslenskra hlutabréfa hefur lækkað mikið á stuttum tíma. Hún var um 8.200 stig í byrjun nóvember og um áramót var hún komin í 6.300 stig. Síðan þá hefur vísitalan lækkað enn frekar allt niður í 4.500 stig í mars en það er helmingslækkun frá hæsta gildi vísitölunnar sem hún náði í júlí 2007. Fjármálafyrirtæki og fjárfestingarfélög hafa leitt lækkunina en á bak við 78% úrvalsvísitölunnar eru bréf Kaupþings, Glitnis, Landsbankans, FL Group og Exista en þessi félög hafa lækkað einna mest allra félaga. Hlutabréf hafa hækkað nokkuð í apríl og er úrvalsvísitalan nú 5.400 stig.

Mynd 11

#### Raunávöxtun íbúðabréfa

Daglegar tölur 1. febrúar 2007 - 31. mars 2008



Heimild: Seðlabanki Íslands.

