

Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans¹

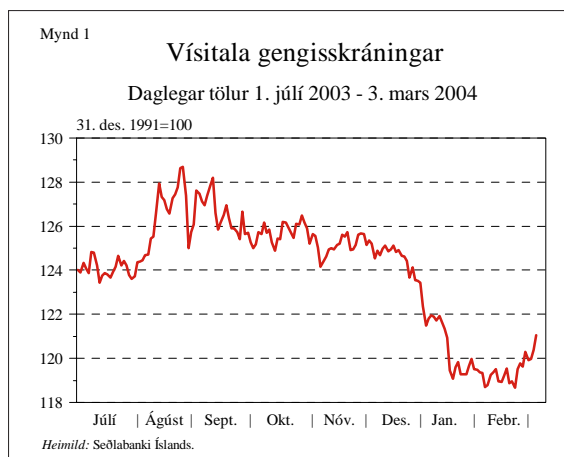
Stillur og sviptivindar á mörkuðum

Snögg styrking krónunnar varð upp úr miðjum desember í kjölfar tíðindalitilla mánaða. Krónan náði nýju jafnvægi upp úr miðjum janúar og breyttist lítið fram í fyrstu daga mars en þá veiktist hún nokkuð. Seðlabankinn dró úr gjaldeyriskaupum um áramót eins og boðað hafði verið en keypti þó 19. janúar allhæa fjárhæð gjaldeyris utan markaðar að frumkvæði eins viðskiptavakanna. Reglum um bindiskyldu var breytt í desember og höfðu þær í för með sér auknar sveiflur á krónumarkaði enda minnkaði svigrúm sem stofnanir höfðu vegna hárrar meðalstöðu á bindireikningum við breytinguna. Í lok ársins 2003 hóf bankinn að bjóða innstæðubréf til að draga til sín laust fé af markaði. Lítið lát varð á hækkun hlutabréfaverðs síðustu mánuði ársins 2003 og fyrstu mánuði þessa árs. Boðaðar voru breytingar á tilhögun fjármögnunar Íbúðalánasjóðs um áramótin. Óvissa um hverjar þær yrðu olli nokkrum titringi og sveiflaðist ávöxtun á skuldabréfum nokkuð.

Gengið styrktist og veiktist

Nokkurra mánaða skeiði lítilla tíðinda á gjaldeyrismarkaði lauk um miðjan desember þegar krónan hóf að styrkjast. Frá október hafði vísitala gengisskráningar verið í kringum gildið 125 og gott jafnvægi virtist vera á flæði gjaldeyris til og frá landinu. Smákengur kom á vísitöluna eftir að Seðlabankinn gaf út *Peningamál* í byrjun nóvember. Þá tilkynnti bankinn að eftir áramótin yrði dregið úr kaupum gjaldeyris á innlendum gjaldeyrismarkaði um 3/5 og svo virtist sem markaðurinn ætlaði í fyrstu að það hefði varanleg áhrif til styrkingar krónunni. Svo reyndist þó ekki og leitaði hún fljótt í sama far og áður. Upp úr miðjum desember fór heldur að halla á aðra hlið, því að flæði gjaldeyris inn í landið jókst nokkuð. Um áramótin hafði vísitalan lækkað í 123,4 og var styrkingin skýrð með því að fyrirtæki væru að snyrta til hjá sér fyrir áramótin. Strax eftir áramótin kom snörp styrkingarlota sem stóð fram yfir miðjan janúar þegar vísitalan staldraði við gildið 119. Miklar erlendar

lánahreyfingar sem sumar hverjar tengdust miklum viðskiptum með hlutabréf voru helst nefndar til sögunnar þegar leitað var eftir skýringum. Eftir 20. janúar hreyfðist vísitalan síðan á þröngu bili rétt við gildið 119. Í byrjun mars kom síðan veiking í kjölfar vangaveltna um hættu á lækkuð gengis í kjölfar lækkunar hlutabréfaverðs. Þetta leiddi m.a. til þess að fjárfestar lokuðu stöðum og ákváðu að bíða átektu og sjá hver framvindan yrði. Sveiflur í gengi Banda-



1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 3. mars 2004.

ríkjadals og evru hafa öðru hverju leitt til skammvinnrar spákaupmennsku með íslensku krónuna en áhrifin hafa þó ekki varað lengi.

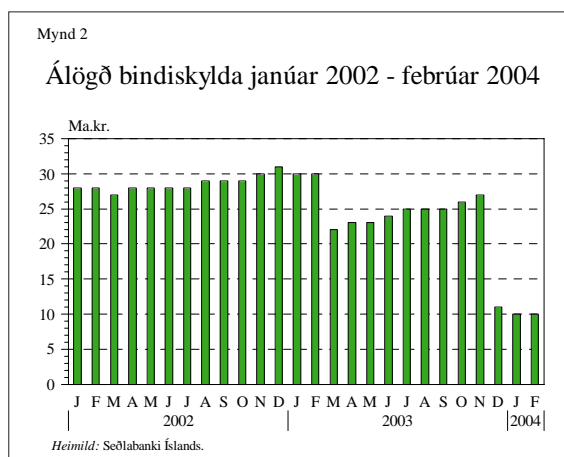
Minni kaup Seðlabankans á gjaldeyri

Á árinu 2003 keypti Seðlabanki Íslands gjaldeyri á innlendum gjaldeyrismarkaði fyrir 43 ma.kr. Frá miðjum maí keypti bankinn daglega 2,5 milljónir Bandaríkjadala en frá byrjun árs 2004 hefur bankinn keypt 2,5 milljónir Bandaríkjadala tvisvar í viku. Hinn 19. janúar bauðst Seðlabankanum að kaupa 80 milljónir Bandaríkjadala í einum skammti utan markaðar og tók hann því boði en einnig var gerður gjald-eyrisskiptasamningur upp á 100 milljónir Bandaríkjadala til þriggja mánaða sem frestar áhrifum kaupanna um þann tíma. Tilgangur Seðlabankans með gjaldeyriskaupunum er sem fyrr að styrkja gjald-eyrisforðann og verður reglulegum kaupum haldið áfram út þetta ár. Sem fyrr er Seðlabankinn reiðubúinn til að kaupa eða selja gjaldeyri ef um mjög háar fjárhæðir er að ræða til að liðka fyrir á gjaldeyrismarkaði, sem ekki á alltaf gott með að ráða við mjög stórar einstakar hreyfingar.

Breyttar reglur um bindiskyldu ollu lækkun á bundnum innstæðum

Í byrjun desember setti Seðlabankinn nýjar reglur um bindiskyldu. Þær voru síðara skrefið í breytingum sem boðaðar voru í febrúar 2003 og miða að því að færa umhverfi innlendra lánaþyrirtækja nær því sem tíðkast í nálægum löndum og er þá sérstaklega horft til landa sem standa að Seðlabanka Evrópu. Breytingarnar tóku gildi með bindiskyldutímabili sem hófst 21. desember 2003. Meginbreytingin fólst í einföldun bindigrunns, breytingu á bindihlutfalli og breytingu á tímavíðmiðun. Einföldun bindigrunns miðaði að því að taka upp víðmiðun Seðlabanka Evrópu á bindigrunni en tilteknir liðir efnahagsreiknings lánastofnana mynda hann. Innlán og skuldabréf sem viðkomandi lánastofnun gefur út og eru skráð á mörkuðum auk peningamarkaðsverðbréfa eru í bindigrunni skv. nýju reglunum. Bindihlutfall er 2% á liðum í bindigrunni sem eru til veggja ára eða skemmri tíma. Fyrri reglur mæltu fyrir um 1% bindihlutfall á tilteknum liðum efnahagsreiknings með lengri binditíma en eitt ár og 3% bindihlutfall á öðrum liðum. Sem kunnugt er hafði bankinn lækkað þessi hlutföll í mars árið 2003 úr 1,5% og 4%. Áætlað er að bindiskylda hafi

með þessum aðgerðum lækkað um 15 ma.kr. í þessu síðara skrefi. Í fyrri áfanganum vorið 2003 lækkaði bindiskyldan um 8 ma.kr. Frá febrúar til desember lækkaði álögð bindiskylda um 19 ma.kr. en fyrirfram hafði verið búist við að lækkunin yrði um 16 ma.kr. Hækkun á bindigrunni vegna stækkunar efnahagsreiknings á tímabilinu febrúar til desember skýrir muninn á lækkun álagningar annars vegar og samantlagðri lækkun í báðum skrefum hins vegar.



Innstæðubréf til að draga úr lausu fé

Áhrif gjaldeyriskaupa Seðlabankans hafa m.a. verið þau að laust fé hefur aukist. Því til viðbótar hefur lækkun bindiskyldu aukið laust fé í fjármálakerfinu. Viðbrögð markaðarins við þessu hafa verið að lánastofnanir hafa minnkað endurhverf viðskipti við Seðlabankann. Þau hafa minnkað í grófum dráttum til samræmis við gjaldeyriskaupin og lækkun bindiskyldunnar. Vegna ólíkrar stöðu einstakra lánastofnana og áhættumats hafa myndast stíflur í miðlun lauss fjár. Sumar lánastofnanir hafa haft rúma lausafjárstöðu en aðrar hefur skort lausafé. Lánalínur sem byggðar hafa verið á áhættumati hafa síðan komið í veg fyrir beinar lántökur. Til að reyna að bæta ástandið hóf Seðlabankinn um áramótin að bjóða innstæðubréf. Þau eru skuldabréf sem Seðlabankinn gefur út og gilda til tiltekins tíma. Innstæðubréfin draga úr lausu fé og binda það í Seðlabankanum á lánstímanum. Innstæðubréfin hafa oftast verið boðin upp vikulega og er notuð svokölluð „hollensk aðferð“ í uppboðunum.² Fjárhæð uppboða hefur að mestu verið miðuð við niðurstöður lausafjárlikans sem spáir fyrir um lausafjárþörf eða -gnótt fjármálakerfisins.

Rammagrein 1 Lausafjárlikan

Við mat á þörf fyrir aðgerðir Seðlabanka Íslands vegna lausafjárgnóttar hefur bankinn stuðst við tiltölulega einfalt líkan af flæði fjármagns. Í líkaninu er annars vegar reynt að meta áhrif aðgerða Seðlabankans, svo sem endurhverfra viðskipta, bindingar, gjaldeyris-kaupa og breytinga á seðlum og mynt í umferð og hins vegar lýsa áhrifum ríkissjóðs á lausafjármyndun. Notast er við tiltækar upplýsingar og spáð um framhaldið á komandi tveimur vikum. Ýmis vandamál koma upp þegar slíkar spár eru gerðar, t.d. getur bankinn séð nákvæmlega hver þörfin er á bundnu fé til loka binditímabils en hann getur ekki séð fyrir með hvaða hætti bindiskyldar stofnanir nýta sér það svigrúm sem er til staðar við að uppfylla hana. Seðlabankinn getur

ekki séð fyrir hvernig þróun endurhverfra viðskipta verður að viku liðinni og því er spáð óbreyttu ástandi í síðari vikunni. Við mat á áhrifum ríkissjóðs eru skoðuð söguleg sambönd en einnig er fylgst með útboðum á verðbréfum og endurgreiðslum. Tafla 1 sýnir breytur líkansins.

Til að meta þörf fyrir innstæðubríf er tekið tillit til niðurstöðu endurhverfra viðskipta og reiknað út hversu mikið þarf að gefa út til að hálfsmánaðar-meðaltal frávíks verði 0. Ljóst er að slípa þarf líkanið til og endurmeta og yfirfara forsendur þess og spáa sem gerðar eru en líkanið ásamt fyrirspurnum getur gefið bankanum og markaðsaðilum mikilvægar vísbendingar um stöðu lauss fjár.

Tafla 1 Lausafjárlikan

Lausafjárlikan

+	Grunnþörf/gnótt
+	Bindiþörf (meðaltal)
-	Staða ríkissjóðs
+	Innbyrðis viðskipti Seðlabankans og ríkissjóðs
+	Áætluð gjaldeyrisviðskipti Seðlabankans
+	Seðlar og mynt
=	Áætluð þörf/gnótt
+	Endurhverf viðskipti (staða)
=	Mismunur
-	Seld innstæðubríf
=	Frávik
=	Meðaltalsfrávik

Skýringar

Er neikvæð ef þörf er til staðar
Er neikvæð ef bindiskylda er óuppfyllt
Ávallt jákvæð tala (byggt á spá)
Breytilegt, t.d. v/sölu Seðlabankans á gjaldeyri til ríkissjóðs
Dagsviðskipti Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði
Staða hvern dag (byggt á spá)
Áætluð staða fyrir endurhverf viðskipti
Staða endurhverfra viðskipta eftir útboð
Mismunur hvers dags
Dagleg staða innstæðubrifa eftir útboð
Daglegt gildi frávíks sbr. ofangreint
Meðaltal frávíks næstu 14 daga

Lausafjárlikaninu er lýst í rammagrein 1. Þótt það gefi ákveðnar vísbendingar er það ekki fullkomið þar sem nokkur óvissa ríkir ávallt um hreyfingar á sjóðsstöðu ríkissjóðs og einnig hafa væntingar veruleg áhrif. Til stendur að endurskoða reglur um við-

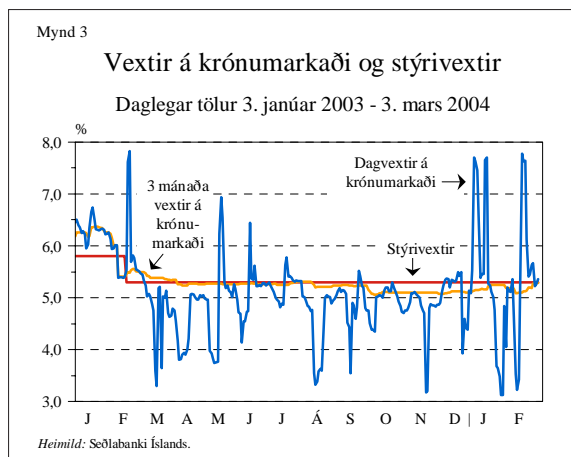
skipti bindiskyldra aðila í því skyni að bæta notkun tækja Seðlabankans og verður haft samráð við aðila áður en endanlegar ákvarðanir verða teknar.

Meira flökt skammtímavaxta á krónumarkaði

Vextir skammtímafjár á millibankamarkaði með krónum hafa sveiflast mikið upp á síðkastið. Sennileg skýring er sú að lægri bindiskylda dragi úr þeim jöfnunaráhrifum sem áður voru til staðar. Lágt bundið fé þýðir að ekki verður sótt á bindireikninga

2. Hollensk aðferð byggist á því að þeir aðilar sem áttu hagstæðustu tilboðin frá sjónarhóli uppboðsaðila komast fyrst að við úthlutun og síðan koll af kalli. Síðasta tilboð sem kemst að í úthlutun ákvarðar síðan verðið fyrir alla aðila sem fá samþykkt tilboð.

fjármagn til skamms tíma sem síðan væri hægt að bæta upp. Þess í stað þurfa lánastofnanir að leita að fjármagni úti á markaðnum eða leita í fyrirgreiðslu Seðlabankans. Þetta eykur mikilvægi krónumarkaðarins en skapar jafnframt spennu þótt tiltölulega litlar hreyfingar eigi sér stað. Þegar líður að lokum bindiskyldutímabils stilla fjármálafyrirtækin stöðu sína af og verja hana með hæstu mögulegum vöxtum. Ekki er ósennilegt að þetta ferli breytist með aukinni reynslu af nýju fyrirkomulagi. Vextir fjármagns til lengri tíma, t.d. 3 mánaða, hafa hins vegar verið stöðugri. Vaxtarófið gefur til kynna að markaðurinn vænti síður vaxtahækkana Seðlabankans á næstu mánuðum og er áberandi að vextir á markaði hækka upp fyrir stýrivexti bankans á bilinu 9-12 mánuðum en á miðju síðasta ári voru vextir yfir stýrivöxtum þegar á bilinu 3-6 mánuðir.



Hlutabréfaverð á fleygiferð í Kauphöllinni

Líflégt hefur verið á hlutafjarmarkaði síðustu mánuði en síðustu 12 mánuði hefur verið hlutabréfa eins og það er mælt í úrvalsvísitölunni hækkað um tæplega 86%. Frá áramótum til 3. mars 2004 var hækkunin rúmlega 21%. Vísitölur lyfjagreina og vísitölur bygginga- og verktakastarfsemi hafa hækkað mest þegar litið er 12 mánuði aftur í tímann en bygginga- og verktakastarfsemi hefur hækkað um tæplega 54% fyrstu tvo mánuði ársins.

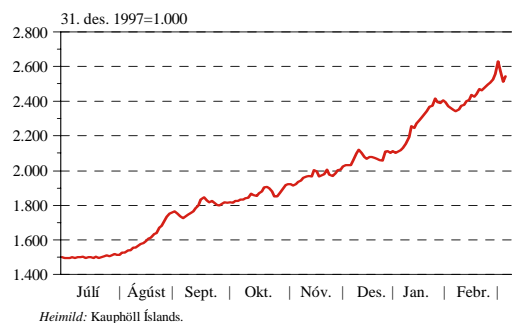
Breytingar á tilhögun verðbréfaútgáfu Íbúðalánasjóðs

Um áramótin samþykkti ríkisstjórnin að farið yrði að tillögum nefndar sem fjallaði um fyrirkomulag fjár-

Mynd 4

Úrvalsvísitala hlutabréfa í Kauphöll Íslands

Daglegar tölur 1. júlí 2003 - 3. mars 2004

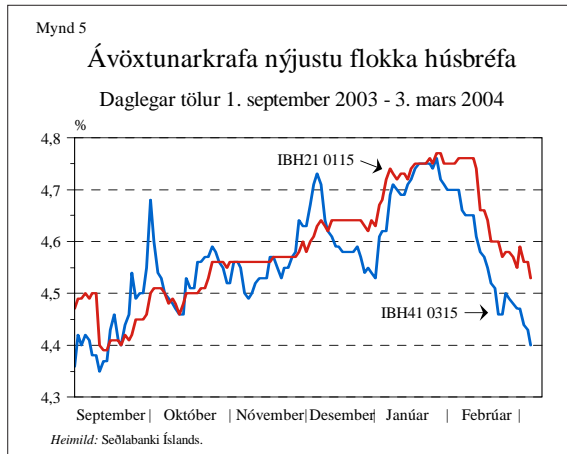


mögnunar Íbúðalánasjóðs. Nefndin gerði tillögur um að gefin yrði út ný tegund skuldabréfa, svokölluð íbúðabréf, sem yrðu jafngreiðslubréf og yrðu afborganir ársfjórðungslegar. Jafnframt yrði útgáfu hús- og húsnæðisbréfa hætt og eigendum boðið upp á skipti í hin nýju bréf. Vegna áhættu sjóðsins af endurgreiðslum húsbreifa fyrir gjalddaga mælti nefndin þó með að slík skipti þeirra færu fram yfir nokkurn tíma. Önnur tillaga nefndarinnar var að hætta að afhenda skuldabréf gegn fasteignaveðbréfi en í staðinn fengi lántaki greitt í peningum og yrðu kjör hans miðuð við niðurstöður undangenginna útboda til fjármögnunarinnar. Í tillögunum er gert ráð fyrir að fyrirfram endurgreiðsla fari einungis fram gegn endurgjaldi sem eyði áhættu sjóðsins af vaxtabreytingum í framtíðinni. Unnið er að útfærslu framkvæmdar og er stefnt að því að nýju fyrirkomulagi verði hrundið af stokkunum fyrir mitt ár.

Ávöxtun skuldabréfa hækkaði en lækkaði síðan á ný

Óvissa um húsnæðislán vegna hugmynda um 90% lán til íbúðakaupa olli nokkru róti á verðbréfa-markaði. Um miðjan ágúst hafði ávöxtunarkrafa húsbreifaflökks með gjalddaga 2026 lækkað í 4,45% og sveiflaðist á tiltölulega þröngu bili allt til loka nóvember. Þá tók ávöxtunin að stíga en hneig á ný og í lok ársins var hún 4,50%. Um áramótin var tilkynnt um fyrirhugaðar breytingar á tilhögun útgáfu Íbúðalánasjóðs sem skýrt er frá hér að ofan og í kjölfarið hækkaði ávöxtun allhratt og fór í 4,62% undir lok janúar. Í byrjun febrúar snerist þróunin síðan við og í byrjun mars var ávöxtun þessa flokks 4,52%. Ávöxtun ríkisbréfa steig frá hausti og náði há-

marki um eða rétt eftir áramótin en hefur náð svipuðu stigi aftur og var í byrjun nóvember 6,96% á ríkisbréfum með gjalddaga árið 2007 og 7,4% á ríkisbréfum með gjalddaga 2013.



Vaxtabreytingar annarra seðlabanka

Eftir nokkurt skeið lítilla tíðinda hafa nokkir seðlabankar breytt stýrivöxtum sínum. Vextir hafa ýmist verið hækkaðir eða lækkaðir Tafla 1 sýnir breytingarnar sem í öllum tilvikum hafa verið í smáum skrefum og í flestum endurteknar skömmu síðar. Vaxta-

munur á milli Íslands og útlanda eins og hann er mældur með samanburði 3 mánaða ríkisvixla hækkaði úr 2,65 prósentum í 3,21 prósentur frá byrjun nóvember til mars. Vaxtamunurinn mældur með samanburði vaxta á millibankamörkuðum hækkaði úr 2,72 prósentum í 3,03 prósentur. Mestur hluti skýringarinnar á hækkun liggur í þróun inn- og útlendra viðmiðana.

Tafla 1 Breytingar á stýrivöxtum erlendra seðlabanka nóvember 2003 - mars 2004

Dagsetning breytingar	Seðlabanki	Breyting í % (stýrivextir eftir breytingu)
5. nóv. 2003	Seðlabanki Ástralíu	+0,25 (5,0%)
6. nóv. 2003	Seðlabanki Englands	+0,25 (3,75%)
3. des. 2003	Seðlabanki Ástralíu	+0,25 (5,25%)
17. des. 2003	Seðlabanki Noregs	-0,25 (2,25%)
20. jan. 2004	Seðlabanki Kanada	-0,25 (2,5%)
28. jan. 2004	Seðlabanki Noregs	-0,25 (2,0%)
29. jan. 2004	Seðlabanki Nýja-Sjálands	+0,25 (5,25%)
5. febr. 2004	Seðlabanki Englands	+0,25 (4,0%)
6. febr. 2004	Seðlabanki Svíþjóðar	-0,25 (2,5%)
2. mars 2004	Seðlabanki Kanada	-0,25 (2,25%)

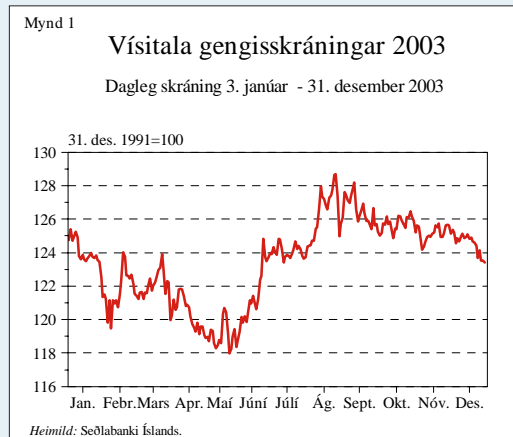
Rammagrein 2 Yfirlit gjaldeyrismarkaðar 2003

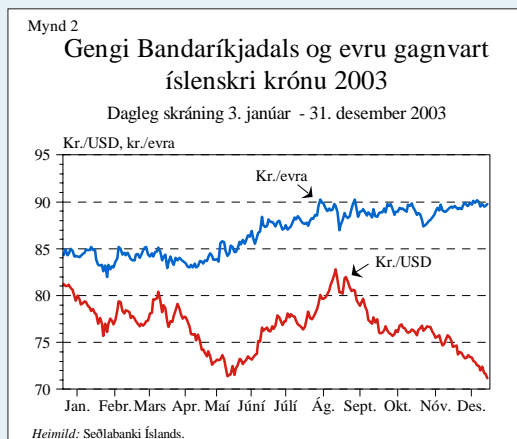
Gengisþróun

Gengi krónunnar styrktist á árinu um 1,20% en gengisvísitalan lækkaði um 1,19%. Vísitalan var í árslok 2002 124,8994 stig og í árslok 2003 123,4179 stig. Lægst á árinu var vísitalan skráð þann 23. maí og var þá 117,9764 stig. Hæst á árinu var vísitalan skráð 26. ágúst, 128,7018 stig.

Velta og viðskipti

Velta á gjaldeyrismarkaði á árinu 2003 var 1.185 ma.kr. og er það aukning um 351 ma.kr. frá árinu á undan og 32 ma.kr. minni velta en metárið 2001. Í upphafi árs 2003 voru þóknanaþreiddslur til viðskiptavaka endanlega aflagðar og breytingar urðu á reglum





Tafla 1 Velta á gjaldeyrismarkaði og aðild Seðlabankans 1994-2003

	Velta (m.kr.)	Breyting veltu milli ára (m.kr.)	Aðild Seðlabankans M.kr.	%
1994.....	53.355	.	45.547	85,4
1995.....	54.499	1.145	48.619	89,2
1996.....	80.864	26.365	65.006	80,4
1997.....	162.122	81.258	59.308	36,6
1998.....	401.819	239.696	50.939	12,7
1999.....	467.972	66.153	19.277	4,1
2000.....	768.008	300.037	17.430	2,3
2001.....	1.218.045	450.037	29.538	2,4
2002.....	834.444	-383.601	4.528	0,5
2003.....	1.185.566	351.122	43.208	3,6

markaðarins. Er helst að nefna að viðskiptavakar geta nú haft það gengisbil á tilboðum sínum sem þeir vilja. Meðalvelta á gjaldeyrismarkaði á dag á árinu 2003 var 4.781 m.kr. Þó nokkur munur er á veltu milli mánaða, eins og sjá má í töflu 2. Veltumesti mánuður ársins var september en þá var veltan á markaðnum 146,7 ma.kr. Veltuminnsti mánuður ársins var janúar en þá var velta um 69,9 ma.kr.

Viðskipti Seðlabankans á gjaldeyrismarkaði

Seðlabankinn hóf að styrkja gjaldeyrisforðann með kaupum á gjaldeyrismarkaði í september 2002. Í

Tafla 2 Velta eftir mánuðum 2003

M.kr.	Velta alls	Meðalvelta á dag
Janúar	69.889	3.328
Febrúar	112.349	5.617
Mars.....	83.297	3.967
Apríl	83.470	4.637
Mái	113.430	5.672
Júní	110.072	5.793
Júlí	87.657	3.811
Ágúst	120.064	6.003
September.....	146.659	6.666
Október.....	96.585	4.199
Nóvember.....	83.986	4.199
Desember.....	78.109	3.719
Samtals	1.185.566	.

byrjun keypti bankinn tvisvar í viku 1,5 milljónir Bandaríkjadala. Í byrjun febrúar 2003 hóf bankinn að kaupa 1,5 milljónir Bandaríkjadala á hverjum morgni. Í maí jók svo Seðlabankinn enn við kaupun og keypti út árið 2,5 milljónir Bandaríkjadala daglega. Kaupun fara fram milli kl. 9 og 9:15 eða rétt fyrir opnun markaðar og tekur bankinn hagstæðasta tilboði. Til viðbótar reglulegum kaupum bankans keypti Seðlabankinn 50 milljónir Bandaríkjadala af einum markaðsaðila í janúar 2003. Samtals hefur Seðlabankinn því keypt Bandaríkjadala fyrir jafnvirði tæplega 48 ma.kr. frá september 2002. Þar af voru rúmlega 43 ma.kr. á árinu 2003.

Seðlabankinn átti ekki viðskipti á gjaldeyrisskiptamarkaði á árinu 2003 né greip hann beint inn á gjaldeyrismarkaði í þeim tilgangi að hafa áhrif á gengi krónunnar.

Viðskiptavakar

Viðskiptavökum á gjaldeyrismarkaði fækkaði úr fjórum í þrjá þegar Kaupþing og Búnaðarbanki sameinuðust í lok maí. Um sama leyti hækkuðu viðskiptavakarnir einhliða viðmiðunarupphæð sína í viðskiptum úr 1,5 milljónum Bandaríkjadala í 2,5 milljónir Bandaríkjadala.

Tafla 3 Gengissveiflur 2000-2003
 Miðað við skráða gengisvísitölu krónu og skráð
 gengi Bandaríkjadals og evru gagnvart krónu

<i>Staðal- frávik (%)</i>	<i>Gengisvísitala</i>	<i>Bandaríkjadalur</i>	<i>Evra</i>
2000.....	0,35	0,57	0,50
2001.....	0,72	0,84	0,77
2002.....	0,46	0,56	0,54
2003.....	0,50	0,69	0,56

Gengissveiflur

Athyglisvert getur verið að skoða gengissveiflur (staðalfrávik daglegra breytinga) á gengisvísitölunni og Bandaríkjadal og evru. Miðað við árið 2002 hafa gengissveiflur aukist nokkuð, mest þó sveiflur Bandaríkjadals.