

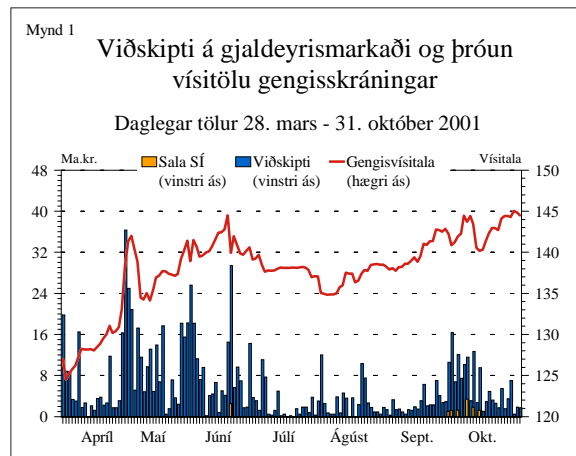
## Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans<sup>1</sup>

### Jafnvægi, útstreymi, inngríp og lausafjárþrengingar

Eftir nokkurt jafnvægi í júlí og fram í miðjan september tók gengi íslensku krónunnar að síga og seig áfram þrátt fyrir að Seðlabankinn andæfði með inngrípum í nokkur skipti. Eftirspurn eftir gjaldeyri síðustu vikur hefur verið meiri en framboð og því hefur verð hans hækkað. Órói greip um sig eftir hryðjuverkin í Bandaríkjunum 11. september sl. en ekki er þó hægt að skýra lækunina á gengi krónunnar með þeim einum. Vísitala gengisskráningar, þ.e. verð erlendra gjaldmiðla, hækkaði um 5% frá 20. júlí til 29. október. Seðlabankinn greip inn í gjaldeyrismarkaðinn í lok september og byrjun október, seldi gjaldeyri og hamlaði með því gegn lækun gengisins. Nokkurs lausafjárskorts hefur gætt en aðgangur að endurhverfum viðskiptum við Seðlabankann er þó óheftur svo fremi að lánastofnanir eigi veðhæfar eignir til viðskipta við bankann. Áhrifa lausafjárþrenginga hefur gætt í hærri vöxtum á millibankamarkaði með krónur. Einnig hefur ávöxtunarkrafa ýmissa verðbréfa hækkað. Þess hefur einnig orðið vart í nokkur skipti að seld hafa verið skuldabréf í tiltölulega stórum fjárhæðum á Verðbréfaþingi Íslands. Verið er að kanna leiðir til að breyta miðlunarferlinu til að hægt verði að ná bættu jafnvægi á lausafjármarkaði. Hlutabréfaverð er tekið að hækka og rekstrarafkoma ýmissa fyrirtækja virðist betri nú en um hrið þótt fjármagnskostnaður sé umtalsverður.

#### Eftir þokkalegt jafnvægi í framboði og eftirspurn ...

Frá júlíbyrjun og fram í miðjan september var millibankamarkaður með gjaldeyri í nokkuð góðu jafnvægi. Framboð á gjaldeyri svaraði að mestu til eftirspurnar ef frá eru taldir örfáir dagar í ágúst þegar gengi krónunnar hækkaði nokkuð. Frá 2. júlí til 14. september lækkaði vísitala gengisskráningar um 0,2%. Þennan tíma voru þó viðskipti mun minni en mánuðina á undan. Mynd 1 sýnir vísitölu gengisskráningar og viðskipti frá því að peningamálastefnu var breytt, þann 27. mars sl. Meðalviðskipti á dag voru 3,4 ma.kr. frá 1. júlí til 31. október en frá 28. mars til 1. júlí námu þau rúmlega 9 ma.kr. að meðaltali á dag. Ástæðu minni viðskipta má m.a. rekja til minni halla á vöruskiptum við útlönd í júlí og ágúst en árið á undan (2,1 ma.kr. samanborið við 5,8 ma.kr. árið 2000) og minni fjárfestingar Íslendinga í erlendum verðbréfum. Mánuðina júlí, ágúst og



september nam þessi fjárfesting einungis 0,5 ma.kr. nettó. Á sama tímabili árið 2000 var nettófjárfestingin um 10,8 ma.kr. þannig að veruleg umskipti hafa orðið á milli ára í þessum efnum. Þar að auki gáfu aflabrögð og verð á uppsjávarafla fyrirheit um að gjaldeyriskjör kynnu að aukast frá því sem áður hafði verið talið.

1. Í þessari grein eru notaðar upplýsingar sem tiltækar voru þann 31. október 2001.

... tók að halla heldur á framboðið, vísitalan steig og þá var gripið inn í þróunina

Eftir hryðjuverkin í Bandaríkjunum tók að bera á óvissu á gjaldeyrismarkaði. Þess varð einnig vart að lífeyrissjóðir keyptu gjaldeyri í því skyni að nýta sér verðlækkunar á hlutabréfum á erlendum mörkuðum. Óvissa um framvindu efnahagsmála í heiminum

hafði einnig töluverð áhrif. Við bættist óvissa á markaði um hvernig meta bæri fjárlagafrumvarp næsta árs. Þá varð vart tímabundinna áhrifa af spá Íslandsbanka um gengi krónunnar í lok ársins. Allt þetta varð til þess að gengi krónunnar seig þótt spíralmyndunar hafi ekki gætt nema e.t.v. einu sinni og hana náði Seðlabankinn að stöðva. Þann 28.

## Rammi 1 Umrót á mörkuðum í kjölfar hryðjuverka

Þann 11. september voru unnin hryðjuverk í Bandaríkjunum og ollu þau miklu umrótum á mörkuðum víða um heim. Hryðjuverkin voru unnin rétt áður en markaðir voru opnaðir í Bandaríkjunum og þegar í stað var af ráðið að ekki yrði opnað fyrir kauphallarviðskipti í New York. Margir aðrir markaðir voru opnir. Fyrstu áhrifin mótuðust af mikilli óvissu, bæði um hvað gerst hafði og ekki síður um hugsanleg áhrif á innviði markaða og fjármálakerfisins í heild. Stórar fjármála-stofnanir höfðu aðstöðu í World Trade Center og ekki var ljóst hvort þar væri til staðar mikilvægur búnaður eða gögn sem máli skiptu til þess að viðskipti gengju hnökralaust fyrir sig.

Fyrstu merkjanlegu áhrifin á mörkuðum voru að verð á olíu og gulli hækkaði verulega, einnig hækkaði skuldabréfaferð strax enda sígild viðbrögð við óvissu-ástandi. Bandaríkjadalur lækkaði þegar í stað gagnvart flestum öðrum gjaldmiðlum en miðað við þá óvissu sem ríkti var lækkunin talin fremur lítil. Það helgaðist þó m.a. af því að seðlabankinn í New York lýsti því þegar í stað yfir að aðgangur að daglánnum, sem alla jafna er takmarkaður, yrði óheftur fyrst um sinn. Einnig var hafist handa við að setja upp neyðarástöðu fyrir bankann í London. Evrópski seðlabankinn og fleiri stórir seðlabankar lýstu því fljótlega yfir að gerðar yrðu ráðstafanir til að tryggja að greiðslu-uppgjör vegna gjaldeyrisviðskipta gengi hnökralaust fyrir sig.

Gjaldeyrismarkaðir hikstuðu nokkuð en víðast hvar var mörkuðum haldið opnum þótt viðskipti drægjust verulega saman. Einstaka bankar hættu tíma-bundið að setja fram tilboð í Bandaríkjadali og aðrir

settu fyrirvara um að ekki væri víst að uppgjör gæti farið fram á tilteknum tíma. Viðskipti drögust verulega saman á flestum mörkuðum. Ró færðist yfir markaði þegar frá leið og inngríp seðlabanka í Evrópu og Japan auk skiptasamninga sem bandaríski seðlabankinn gerði við nokkra seðlabanka eyddi óvissu um greiðslu-uppgjör.

Hér á landi urðu markaðsaðilar á gjaldeyrismarkaði mest varir við ástandið með þeim hætti að erfitt reyndist að fá tilboð í Bandaríkjadali hjá virtum lána-stofnunum úti í heimi og þegar þau fengust fylgdi gjarnan fyrirvari um afhendingu og uppgjör. Alþjóðleg samtök fjármíðlara (ACI) sendu þau tilmæli til félagsmanna sinna að engin ögrandi verðtilboð yrðu sett fram á fjármálamörkuðum um sinn. Um kl. 14:00 11. september var gert heiðursmannasamkomulag á milli viðskiptavakanna á íslenska millibankamarkaðnum með gjaldeyri um að þeir ættu ekki viðskipti um óákveðinn tíma. Snemma morguns 12. september hélt Seðlabankinn fund með viðskiptavökunum og Fjármálaeftirlitinu þar sem farið var yfir stöðu mála á gjaldeyrismarkaði. Ákveðið var að markaðinn skyldi opna á venjulegum tíma en að viðskiptavakarnir forðuðust eftir föngum að efna til viðskipta að sinni. Seðlabankinn vísaði til yfirlýsingar sinnar og ríkisstjórnarinnar frá 27. mars sl. þar sem sagði að bankinn gæti gripið inn í á gjaldeyrismarkaði ef miklar sveiflur ógnuðu fjármálalegum stöðugleika. Þegar leið á daginn varð ljóst að gjaldeyrisviðskipti ættu að geta gengið eðlilega fyrir sig og smátt og smátt færðist ástandið til fyrra horfs.

september greip Seðlabankinn inn í þróunina og seldi Bandaríkjadali. Næstu daga á eftir greip bankinn einnig inn í markaðinn. Heildarinngríp bankans í þessari lotu námu tæplega 10 ma.kr. Inngrípin höfðu áhrif en megnuðu ekki að rétta við undirliggjandi ójafnvægi á milli framboðs og eftirspurnar eftir gjaldeyri. Hluti ójafnvægisins undanfarnar vikur kann að stafa af árstíðarbundnum liðum.

### Í kjölfar inngrípanna tók á ný að gæta lausafjárskorts ...

Þegar Seðlabankinn dregur til sín krónur af markaði eins og gerst hefur í inngrípum á gjaldeyrismarkaði getur skapast tímabundið ójafnvægi á lausafjármarkaði. Jafnvægi næst því aðeins að Seðlabankinn veiti lausafé út í hagkerfið með auknum lánveitingum til bankastofnana eða ef ríkissjóður veitir krónum út með því að lækka innstæðu sína í Seðlabankanum. Helsta leið Seðlabankans til að veita krónum út í hagkerfið er með endurhverfum viðskiptum við lánastofnanir. Þau hafa verið óheft til þessa en á vöxtum sem Seðlabankinn ákveður. Það sem helst virðist setja þeim skorður er að tekið er að sneyðast um veðhæfar eignir lánastofnana til frekari endurhverfra viðskipta við Seðlabankann. Fjárhæð útistandandi endurhverfra viðskipta við Seðlabankann varð 74 ma.kr. eftir miðjan október og hafði aldrei verið hærri. Staða einstakra lánastofnana er þó ólík. Sumar virðast aðþrengdar en aðrar hafa rúma lausafjárstöðu. Jafnvægi getur náðst með því að þær stofnanir sem standa vel í þessum efnunum lána þeim sem verr eru staddar en stundum geta fullnýttar innbyrðis lánalínur hamlað því að hagkvæm dreifing

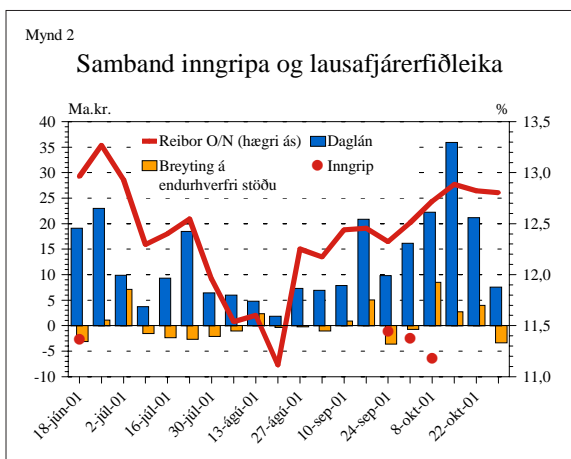
lausafjár náist. Vextir hafa hækkað verulega á milli-bankamarkaði með krónur og fóru hæst yfir 13% um miðjan október. Mynd 2 sýnir samspilið milli inngrípa, vaxta á krónumarkaði, endurhverfra viðskipta og daglána. Lausafjárþrengingar hafa einnig lýst sér með þeim hætti að fyrirtækjum með rúma sjóðsstöðu hafa verið boðin afar góð kjör á innlánnum.

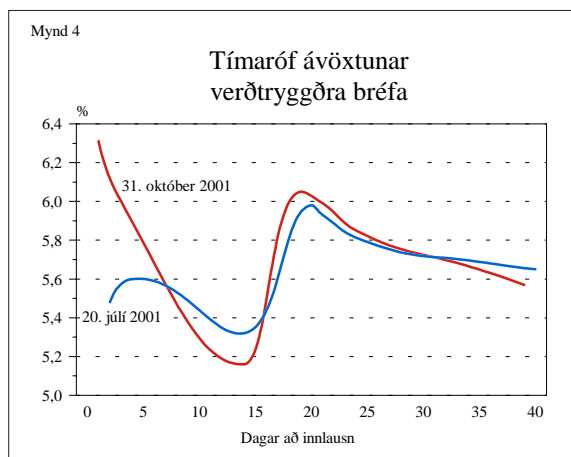
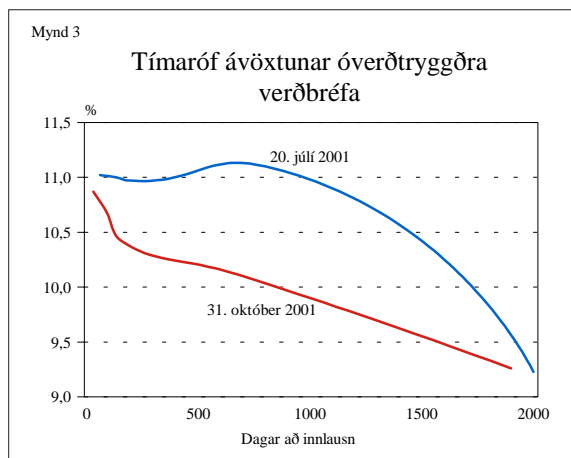
### ... en skoða þarf hvort miðlunarferli lausafjár sé nægjanlega skilvirkt

Til athugunar er nú að setja upp formlegan markað með skiptasamninga í krónum og Bandaríkjadöllum (e.: FX-swap). Ávinningurinn af slíkum markaði væri sá að stofnanir með rúma krónustöðu gætu lánað krónur framvirkt gegn gagnláni í Bandaríkjadöllum. Þetta fyrirkomulag er ekki jafn áhættusamt og bein ótryggt lán á krónumarkaði og því ættu lánalínur á þessum markaði að geta verið rýmri en á hefðbundnum millibankamarkaði. Niðurstaða ætti að liggja fyrir fljótlega.

### Vaxtaþróun gefur ekki einhlít merki en greina má meiri eftirspurnaráhrif ...

Ávöxtun á skuldabréfamarkaði hefur heldur sigið á síðustu mánuðum enda er alþekkt að á óvissutímum leita fjárfestar fremur í tryggari verðbréf (e. flight to quality) og við það hækkar verð þeirra sem þýðir að ávöxtun lækkar. Þessi þróun er þó ekki alveg einhlít. Ávöxtun flestra markflokka á skuldabréfamarkaði hækkaði nokkuð í október. Meginástæða þessa er sú að aðilar á markaðinum, stórir sem litlir, hafa þurft að selja skuldabréf úr eigu sinni fyrir krónur til að verða sér úti um laust fé. Þá höfðu einhverjir vonast nokkuð lengi eftir lækkun stýrivaxta Seðlabankans og þar með hækkuð á skuldabréfaverði. Biðin kann að hafa verið of löng og óumflyjanlegt að selja bréf. Ávöxtun húsbréfa með gjalddaga 2022 hækkaði örlítið á meðan ávöxtun húsnæðisbréfa til svipaðs tíma lækkaði nokkuð. Ávöxtun spariskírteina með gjalddaga 2015 lækkaði þó nokkuð. Á tímabilinu frá 20. júlí til 31. október lækkaði ávöxtun húsnæðisbréfa með gjalddaga 2038 úr 5,57% í 5,44% og sömuleiðis lækkaði ávöxtun húsbréfa með loka-gjalddaga á svipuðum tíma úr 5,68% í 5,58%. Ávöxtun ríkisbréfa með gjalddaga 2003 lækkaði mikið á tímabilinu eða úr 11,10% í 10,10%. Mynd 3 sýnir tímaróf ávöxtunar óverðtryggðra verðbréfa og mynd 4 tímaróf ávöxtunar verðtryggðra verðbréfa





þann 20. júlí sl. og 31. október. Hlykkurinn sem sést í fyrri hluta tímarófs verðtryggðra verðbréfa stafar af því að skemmri bréfin eru spariskirteini og markaður með þau er ekki jafn virkur og markaður með húsbréf sem eru uppistaðan í lengri endanum.

*... en nokkur hækkun vaxta varð á krónumarkaði*

Vextir á millibankamarkaði með krónur til eins dags hækkuðu um 0,67 prósentustig frá 20. júlí til 26. október. Viðskipti voru fremur lítil og má rekja það til þess að innbyrðis lánalínur voru að mestu fullnýttar og hamlaði það frekari viðskiptum. Ávöxtun var hæst skráð 13,03% þann 16. október en lækkaði eftir það.

Vaxtamunur við útlönd jókst verulega eftir vaxta-lækkun margra seðlabanka í kjölfar hryðjuverkanna í Bandaríkjunum. Hann jókst úr 6,78% frá miðjum júlí í 7,33% síðari hluta október. Innlendir vextir eins og

Tafla 1 Stýrivextir í nokkrum löndum og verðbólguþá

	Stýrivextir (%)			Spáð verð- bólga (% á ári)
	20. júlí	31. okt.	Breyting	
Ísland .....	10,90	10,90	.	6,4
Danmörk .....	4,50	3,75	-0,75	2,7
Noregur .....	9,00	9,00	.	2,6
Svíþjóð .....	4,25	3,75	-0,50	1,8
Evrusvæði .....	4,50	3,75	-0,75	2,0
Bandaríkin .....	4,00	2,50	-1,50	2,7
Japan .....	0,00	0,00	.	-0,3
Bretland .....	5,25	4,50	-0,75	2,3

Heimild: Reuters, Consensus Forecasts, Seðlabanki Íslands.

þeir eru mældir með ávöxtun þriggja mánaða ríkisvixla lækkuðu þó nokkuð, úr 11,07% í 10,61% en vegið meðaltal ávöxtunar erlendra ríkisvixla til sama tíma lækkaði úr 4,29% í 3,28%. Í kjölfar hryðjuverkanna lækkuðu seðlabankar helstu iðnríkja heims stýrivexti sína til að koma í veg fyrir lausafjárskort og með það í huga að draga úr líkunum á skörpum samdrætti í efnahagslífi. Þessar aðgerðir voru einkum bundnar við seðlabanka stærstu ríkjanna en dæmi eru um seðlabanka sem ekki hafa lækkað vexti. Bandaríski seðlabankinn lækkaði vexti um 0,5 prósentustig 17. september og á ný 2. október. Í kjölfar fyrri lækkunarinnar sigldu allmargir seðlabankar, svo sem sá evrópski, enski, sænski, danski og svissneski. Tafla 1 sýnir stýrivexti í nokkrum löndum þann 20. júlí annars vegar og hins vegar hinn 31. október. Evrópski seðlabankinn og Seðlabanki Kanada lækkuðu reyndar stýrivexti sína í lok ágúst um 0,25 prósentustig.

*Skuldabréfamarkaður hefur dafnað ...*

Viðskipti á skuldabréfamarkaði hafa haldið áfram að vaxa og námu heildarviðskipti frá 20. júlí til 31. október 190 ma.kr. en það sem af er árinu eru viðskiptin 494 ma.kr. Síðustu þrjú mánuði fóru dagleg heildarviðskipti með skuldabréf sex sinnum yfir 4 ma.kr. samanborið við þrjú skipti þrjú mánuðina þar á undan. Viðskipti með húsbréf og húsnaðisbréf námu 92 ma.kr. síðustu þrjú mánuðina og velta spariskirteina nam 35 ma.kr. Viðskipti með ríkisbréf námu 40 ma.kr. á síðustu þremur mánuðum og velta

## Rammi 2 Eru lánastofnanir of háðar Seðlabankanum?

Mikil fyrirgreiðsla Seðlabankans við lánastofnanir vekur spurningar um hvort þær séu of háðar Seðlabankanum um fjármögnun. Frá 1994 hefur hrein staða lánastofnana við Seðlabankann (sem hlutfall af M3) snúist úr +3,4% í -11% (í september 2001). Lánastofnanir sem áður áttu nettó inneignir í Seðlabankanum skulda honum nú töluvert umfram innstæður. Meginhluti skuldanna tengist endurhverfum viðskiptum. Áþekk þróun hefur orðið hjá innlánsstofnunum sérstaklega.

Taflan sýnir hreina stöðu innlánsstofnana gagnvart seðlabanka í nokkrum löndum. Umfang fyrirgreiðslu Seðlabanka Íslands við innlánsstofnanir er því ekki óvenjulegt í samanburði við það sem gerst hefur annars staðar.

Tafla 1 Hrein staða innlánsstofnana við seðlabanka í hlutfalli af M3

Meðaltal tímabilið 1990-2000 fyrir nokkur lönd

%	Há- mark	Lág- mark	Meðal- tal	Síðasta gildi	Staðal- frávik
Ísland <sup>1</sup> .....	-6,9	15,0	4,4	-5,9	-4,5
Danmörk.....	-13,0	10,2	0,2	0,3	-4,2
Finnland.....	-5,6	14,8	5,6	3,3	-4,8
Noregur.....	-19,6	6,5	-3,3	-0,3	-6,9
Svíþjóð.....	-20,6	8,8	-0,7	-4,0	-4,1
Japan.....	-3,3	2,5	-0,7	0,1	-1,1
Nýja-Sjáland.....	-2,9	3,0	0,7	-1,3	-1,2
Sviss.....	-2,4	1,9	0,6	-1,5	-1,2
Þýskaland.....	-7,9	-3,1	-5,9	-4,8	-1,1
Chíle.....	-56,3	2,2	-20,9	-4,9	-17,3
Brasilía.....	-13,7	30,0	6,9	19,9	-9,6
Mexíkó.....	-21,8	32,6	3,8	-1,1	-8,4
Kórea.....	-28,5	-2,0	-13,4	-1,1	-6,4
Indland.....	5,2	13,1	9,7	6,3	-2,2
Tæland.....	0,5	9,2	3,1	4,5	-2,1
Ísrael.....	0,7	92,8	12,6	17,3	-13,1
Bandaríkin.....	0,9	1,7	1,3	0,0	-0,2
Frakkland.....	-8,6	0,9	-2,1	-2,7	-2,0

1. Til september 2001 Heimild: Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IFS).

ríkisvixla nam 8 ma.kr. Stofn ríkisvixla hefur verið 12 ma.kr. að jafnaði. Í nokkur skipti hefur orðið vart við stórar skuldabréfahreyfingar innan dags og hafa þær á stundum tengst lokun samninga um framvirk gjaldeyrisviðskipti. Athygli vekur að viðskipti með bankavixla hafa vaxið en þau námu 12,5 ma.kr. á tímabilinu frá 20. júlí til 31. október en það sem af er árinu hafa selst bankavixlar fyrir 31 ma.kr.

*... og hlutabréfamarkaðurinn virðist vera aðeins að rétta úr kútnum.*

Fram undir lok ágúst hélt verð á hlutabréfum áfram að lækka og fór úrvalsvísitalan rétt undir 1000 stig síðari hluta ágúst. Síðan hefur leiðin legið upp og

þann 31. október var vísitalan í 1088 stigum og hafði því hækkað frá 20. júlí um 4,9%. Frá áramótum hafði vísitalan þó lækkað um 16,7%. Mesta hækkun vísitölnunnar varð í byrjun október þegar kynntar voru tillögur ríkisstjórnarinnar um breytingar á skattlagningu fyrirtækja. Veltan á hlutabréfamarkaði jókst töluvert á síðari hluta tímabilsins og var 35,5 ma.kr. frá 20. júlí til 31. október Veltan frá áramótum til loka október var 110 ma.kr. Í lok október höfðu fáein fyrirtæki birt níu mánaða milliuppgjör. Rekstrarbati virðist blasa við hjá ýmsum fyrirtækjum, sérstaklega í sjávarútvegi, þótt fjármagnskostnaður sé allflestum fyrirtækjum þungur baggi, bæði vegna gengisbreytinga og mikillar skuldabyrði.