

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði hækkaði skarpt á fyrri hluta ársins sem virðist einkum hafa endurspeglad hækkanði verðbólguvæntingar markaðsaðila og aukna óvissu um verðbólguáhrif þeirra kjarasamninga sem framundan voru (sjá rammagrein 2 í *Peningamálum* 2015/2). Í upphafi sumars tók álagið hins vegar að lækka á ný (mynd 1). Kjarasamningar höfðu nýlega verið samþykktir fyrir meirihluta almenna vinnumarkaðarins þar sem samið var um umtalsverðar launahækkanir, sem þó voru minni en margir höfðu óttast í ljósi hárra launakrafna. Óvissa um verðbólguhorfur var því talin hafa minnkað og peningastefnunefnd Seðlabankans hafði þegar brugðist við auknum verðbólguþrýstingi með hækkun vaxta og skilaboðum um frekari hækkun þeirra.

Undanfarnar vikur hefur það síðan lækkað enn frekar og er álagið á lengri bréf nú lægra en það var í upphafi árs og langtíma-vextir ríkisbréfa orðnir svipaðir og meginvextir Seðlabankans (mynd 2). Vaxtaferillinn er því orðinn niðurhallandi (myndir 3 og 4). Hvað skýrir þessa snörpu lækkun ávöxtunarkröfu óverðtryggðra bréfa og þar með lækkun verðbólguálags á markaði? Og hvaða áhrif getur þróun sem þessi haft á framkvæmd og miðlun peningastefnunnar?

Áhrifaþættir ávöxtunarkröfu óverðtryggðra skuldabréfa

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðs ríkisbréfs samanstendur af þremur meginþáttum: væntingum um þróun skammtímaraunvaxta yfir líftíma bréfsins, verðbólguvæntingum á sama tímabili og áhættuálagi. Breytingar á ávöxtunarkröfunni geta því endurspeglad breytingar í einum eða fleirum þessara þátta. Það er ekki einhlítt að meta niðurbrot ávöxtunarkröfunnar í þessa einstöku þætti né heldur að túlka breytingar á þeim. Þetta á ekki síst við um áhættuálagið þar sem það nær í reynd yfir ólíkar tegundir álags, þ.e. verðbólguáhættuálag (e. inflation risk premium), skuldaraáhættuálag (e. credit risk premium) og seljanleikaálag (e. liquidity premium). Áhættuálagið getur jafnframt verið mismunandi eftir líftíma skuldabréfanna og er jafnan hærra á langtímaskuldabréfum vegna meiri óvissu um framtíðarþróun undirliggjandi áhrifaþátta, m.a. verðbólgu, efnahagsumsvifa og vaxta. Ávöxtunarkrafa lengri skuldabréfa inniheldur því svokallað líftímaálag (e. term premium), þ.e. þá viðbótarávöxtun sem fjárfestar krefjast til að fjárfesta í lengri skuldabréfum umfram það að fjárfesta í röð styttri bréfa sama útgefanda. Líftímaálagið er yfirleitt jákvætt og vaxtaferillinn því oftast upphallandi. Það getur hins vegar breyst, m.a. ef mat fjárfesta á áhættu lengri skuldabréfa breytist eða eftirspurn eftir lengri bréfum breytist að gefnu framboði þeirra.

Verðbólguvæntingar hafa að öllum líkindum lækkað ...

Niðurhallandi vaxtaferill vegna áðurnefndrar lækkunar ávöxtunarkröfu óverðtryggðra bréfa getur að einhverju leyti endurspeglad væntingar um að skammtímaraunvextir verði nokkru lægri á næstu árum en vænst var fyrr á árinu. Ólíklegt verður þó að teljast að sá þáttur vegi þungt í þessari lækkun kröfu lengri bréfa enda almennt áfram búist við kröftugum hagvexti og aukinni spennu í þjóðarbúskapnum þótt nýleg verðbólguþróun hafi reynst hagstæðari en vænst hafði verið. Þannig bendir nýleg könnun Seðlabankans á væntingum markaðsaðila ekki til þess að þeir vænti þess að skammtímaraunvextir verði mun lægri til lengri tíma lítið en í fyrri könnun.

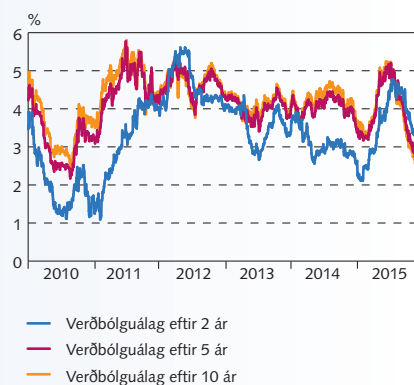
Önnur skýring á lækkun ávöxtunarkröfu lengri skuldabréfa gæti verið lækkun verðbólguvæntinga markaðsaðila til lengri tíma enda virðist ótti fjárfesta um aukna verðbólgu í kjölfar kjarasamninga hafa minnkað þar sem verðbólga hefur reynst minni en spár, m.a. Seðlabankans, bentu til. Þess sjást einnig merki í könnun bankans á væntingum markaðsaðila sem bendir til þess að þeir vænti heldur minni verðbólgu á næstunni en þeir gerðu áður. Hins vegar gefur könnunin til kynna að þeir vænti meiri verðbólgu eftir tvö ár og

Rammagrein 1

Nýlegar sviptingar á innlendum skuldabréfamarkaði: fjármagnsinnflæði og lækkun óverðtryggðra langtíma vaxta

Mynd 1

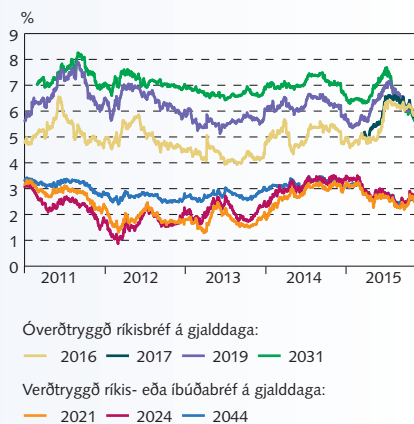
Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði¹
Daglegar tölur 4. janúar 2010 - 30. október 2015



1. Framvirkt verðbólguálag út frá vaxtarófi verðtryggðra og óverðtryggðra skuldabréfa. Álagið er vísing um væntingar um ársverðbólgu eftir tvö, fimm og tíu ár.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

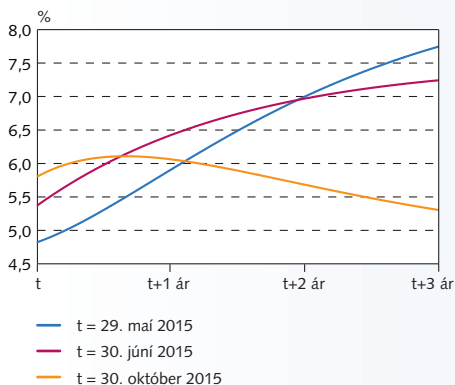
Mynd 2

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra og verðtryggðra skuldabréfa
Daglegar tölur 3. janúar 2011 - 30. október 2015



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 3

Framvirkir vextir á fjármálamarkaði¹

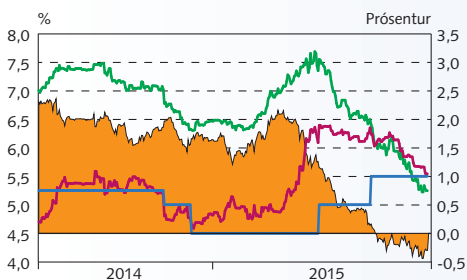
1. Við mat á vaxtaferlinum er notast við vexti á millibankamarkaði og vexti ríkisbréfa.

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4

Meginvextir Seðlabankans og ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa

Daglegar tölur 21. maí 2014 - 30. október 2015



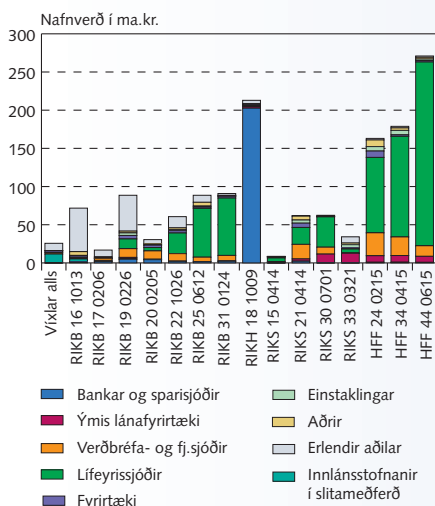
— Meginvextir Sí (vextir á 7 daga bundnum innlánnum) (v. ás)
 — Ríkisbréf á gjalddaga 2016 (v. ás)
 — Ríkisbréf á gjalddaga 2031 (v. ás)
 — Vaxtamunur á ríkisbréfum á gjalddaga 2031 og 2016 (h. ás)

Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 5

Eigendur ríkisverðbréfa og íbúðabréfa

Staðan 31. maí 2015



Heimild: Seðlabanki Íslands.

að verðbólguvæntingar þeirra til lengri tíma hafi lítið breyst. Því er erfitt að sjá að breytingar á væntingum fjárfesta um þróun skammtímaráunvaxta eða verðbólguvæntinga til lengri tíma lítið leiki stórt hlutverk í mikilli lækkun langtímaáunvaxta undanfarið. Líklegri skýring virðist vera breyting á áhættuálagi lengri óverðtryggðra vaxta.

... en kröfulækkunin skýrist líklega að stórum hluta af lægra líftímaálagi ...

Erfitt er að sjá að óvissa um verðbólguhorfur til langs tíma hafi minnkað mikið frá því fyrir á þessu ári og því virðist lækkun verðbólguáhættuálags ekki leika stórt hlutverk í að skýra mikla lækkun ávöxtunarkröfu lengri óverðtryggðra ríkisbréfa. Hún kann hins vegar að hluta til að skýrast af lækkun skuldaraáhættu vegna aukinnar bjartsýni um stöðu ríkissjóðs m.a. í kjölfar birtingar aðgerða-áætlunar stjórnvalda um losun fjármagnshafna í byrjun júní sl. og hækkunar stóru alþjóðlegu matsfyrirtækjanna á lánsþæfismati ríkissjóðs í kjölfarið. Vænst er að losun fjármagnshafna hafi í för með sér lækkun skulda ríkissjóðs samhliða greiðslu stöðugleikaframlags og/eða -skatts slitabúa fallinna fjármálaþyrftækja sem kann, ásamt nýju fjárlagafrumvarpi, að hafa ýtt undir væntingar um minna framboð ríkisbréfa. Væri lækkun skuldaraáhættu veigamikil skýring á lækkun ávöxtunarkröfu lengri óverðtryggðra bréfa mætti hins vegar ætla að það hefði minni áhrif á halla vaxtaferilsins en hefur orðið raunin, auk þess sem verðtryggðir skuldabréfavextir ættu einnig að lækka með svipuðum hætti en þeir vextir hafa lækkað mun minna frá því í júní sl. Meiri áhrif á lengri óverðtryggð skuldabréf kunna þó að skýrast af meira framboði og seljanleika þeirra en sambærilegra verðtryggðra skuldabréfa (sjá umfjöllun í rammagrein 1 í *Peningamállum* 2015/2) og einnig því að stærstur hluti styttri óverðtryggðra bréfa er í eigu erlendra aðila með eignir sem eru læstar inni af fjármagnshöftunum en þeir eru líklegir til að vilja halda í ríkisbréf sín eftir að höftin voru hert í mars sl. sem heimilaði þeim eingöngu að fjárfesta í ríkisvæxlum (mynd 5).

Að öllu samanteknu virðist því fyrst og fremst mega rekja mikla lækkun langtímaáunvaxta til aukinnar ásóknar erlendra fjárfesta í óverðtryggð langtímaskuldabréf ríkissjóðs frá því seint í sumar sem hefur þrýst niður líftímaálagi þeirra.¹ Nýfjárfesting þessara aðila í lengri óverðtryggðum ríkisskuldabréfum hefur numið tæplega 49 ma.kr. frá maílokum enda hefur áhættuleiðréttur vaxtamunur við útlönd sjaldan verið meiri (myndir 6 og 7). Þannig eru vextir hærri hér á landi og efnahagssumsvif meiri en í flestum öðrum iðnríkjum ásamt því að gengi krónunnar hefur verið tiltölulega stöðugt og lánsþæfismat ríkissjóðs batnað. Kaup erlendra aðila á lengri ríkisskuldabréfum hafa því verið umtalsverð að undanfögnu. Til viðbótar kann takmarkaður seljanleiki á innlendum skuldabréfamarkaði að hafa ýkt verðáhrifin auk þess sem eftirspurn innlendra aðila kann að hafa aukist í kjölfarið vegna væntinga um áframhaldandi nýfjárfestingu erlendra aðila á sama tíma og lánsfjárförf ríkissjóðs minnkar við losun fjármagnshafna.²

1. Þetta er einnig í samræmi við álit meirihluta svarenda í könnun Seðlabankans þar sem þeir voru spurðir um hverja þeir töldu vera megin undirliggjandi ástæðu lækkunar verðbólguálagins til lengri tíma á skuldabréfamarkaði frá því um mitt sumar. Meiri áhrif á óverðtryggð vexti en verðtryggð endurspeglar því líklega einnig minni áhuga erlendra fjárfesta á síðarnefndu bréfunum þar sem minni hefð er fyrir slíkum skuldabréfum erlendis (verðtryggðir skuldabréfamarkaðir eru enn hlutfallslega mjög litlir erlendis þótt útgáfa hafi farið vaxandi). Einnig gætu álitamál um ríkisábyrgð verðtryggðra skuldabréfa íbúðalánasjóðs hafa dregið úr áhuga þeirra.
2. Snörp lækkun kröfunnar fram í miðjan ágúst kann einnig að stafa að hluta til af því að lífeyrissjóðir, sem eru stærstu eigendur lengri ríkisbréfa, séu tregir til að selja bréf á hærri kröfu en 6,1% þar sem það myndi veikja tryggingafræðilega stöðu þeirra. Að sama skapi gæti framboð bréfanna hafa aukist við það að krafan fór niður fyrir 6,1% sem dregur úr þrýstingi til lækkunar kröfunnar.

Ein helsta birtingarmynd aukinnar ásóknar erlendra fjárfesta í ríkisbréf og væntinga um minna framboð á þeim er því lækun líftímaálags á overðtryggða skuldabréfamarkaðnum sem veldur því að vaxtaferillinn flest út og verður jafnvel niðrhallandi þrátt fyrir að almennt sé vænst frekari hækkunar skammtímavaxta á komandi miss-erum. Þessi þróun torveldar miðlun peningastefnunnar um vaxtafarveginn og beinir henni í auknum mæli um gengisfarveginn. Hann er að mörgu leyti skrykkjóttari en vaxtafarvegurinn þar sem gengið hefur tilhneigingu til að ofríska með tilheyrandi hættu á snarpri leiðréttingu. Sú þróun getur síðan átt neikvætt samspil við áhættu í fjármálakerfinu eins og gerðist hér á árunum fyrir fjármálakreppuna.³ Veikari miðlun í gegnum vaxtafarveginn torveldar einnig mat á verðbólguvæntingum meðal markaðsaðila út frá þróun vaxta á skuldabréfamarkaði.

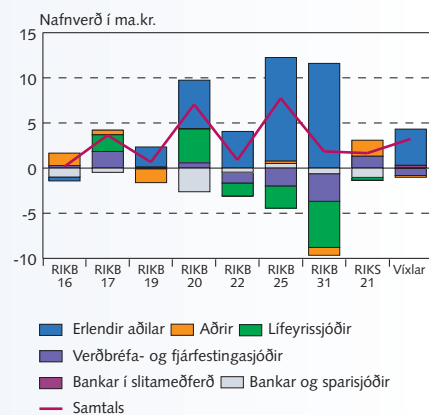
... sem líklega endurspeglar smitáhrif alþjóðlegrar þróunar

Þróunin er þó ekki einskorðuð við Ísland og hefur líftímaálag á alþjóðlegum skuldabréfamörkuðum verið í metlæggðum undanfarin misseri, m.a. vegna umfangsmikilla skuldabréfakaupa seðlabanka (e. quantitative easing) helstu iðnríkja til að lækka markaðsvexti til miðlungs- og langs tíma eftir að skammtímavextir hafa verið lækk-aðir að áætluðum þölmörkum.⁴ Þótt ástæður lækkunar líftímaálags- ins séu aðrar en hér á landi er líklegt að áhrif þessara alþjóðlegru aðgerða hafi tekið að smitast inn á innlendan skuldabréfamarkað þegar innlendar aðstæður tóku að batna, eins og þær birtust t.d. í batnandi skuldastöðu ríkissjóðs og herra lánshæfismati, þar sem erlendir fagfjárfestar í langtímaskuldabréfum leita hingað til að finna betri ávöxtun en í boði er í öðrum iðnríkjum.⁵ Af þessari ástæðu er Seðlabankinn að skoða möguleikann á að beita einnig öðrum stjórntækjum en vaxtatekinu til að tryggja efnahagslegan stöðugleika og verðbólgu í samræmi við verðbólguþáttmarkmið bankans.⁶

3. Sjá Már Guðmundsson (2015), „Financial integration and central bank policies in small, open economies: what are the lessons from the crisis?“, ræða flutt á ráðstefnu *Singapore Economic Review*, ágúst 2015. Nánari fræðilegan bakgrunn og tölfræðirannsóknir er að finna í Már Guðmundsson (2008), „Financial globalisation: key trends and implications for the transmission mechanism of monetary policy“, *BIS Papers*, nr. 39.
4. Lækun líftímaálags í þessum ríkjum leggst því á sveif með peningastefnunni við að yta undir efnahagsbata og koma verðbólgu upp í markmið þótt aðlögun álagsins geti reynst erfið viðureignar síðar meir. Eins og hér á landi verður mat á verðbólguvæntingum erfiðara (sjá Ciccarelli, M., og J. A. Garcia, 2015, „International spillovers in inflation expectations“, *ECB Working Paper Series*, nr. 1857).
5. Sjá t.d. umfjöllun um áhrif aðgerða helstu seðlabanka á lítil þróuð ríki og nýmarkaðsríki í Hofmann, B., og E. Takáts (2015), „International monetary spillovers“, *BIS Quarterly Review*, september 2015, 105-118.
6. Sjá t.d. Seðlabanki Íslands (2010), „Peningastefnan eftir höft“, *Sérít nr. 4*, Seðlabanki Íslands (2012), „Varúðarreglur eftir fjármagnshöft“, *Sérít nr. 6* og ræðu Más Guðmundssonar sem vísað er í hér að ofan.

Mynd 6

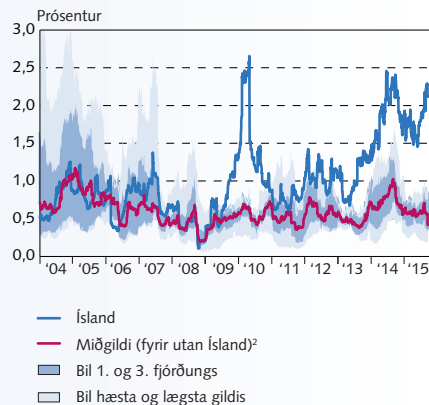
Breyting á eignarhaldi ríkisverðbréfa
31. maí 2015 - 30. september 2015



Mynd 7

Áhættuleiðréttur vaxtamunur Íslands auk nokkurra annarra hávaxtagjaldmiðla gagnvart evrusvæðinu¹

Daglegar tölur 1. janúar 2004 - 30. október 2015



1. Hlutfall vaxtamunar 3 mánaða millibankavaxta og 3 mánaða staðalfrávíks daglegra gengisbreytinga. 2. Brasíla, Nýja-Sjáland, Suður-Afrika og Tyrkland.