

# Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum



Þorvarður Tjörvi Ólafsson  
Hagfræðingur hjá Seðlabanka Íslands  
6. desember 2005

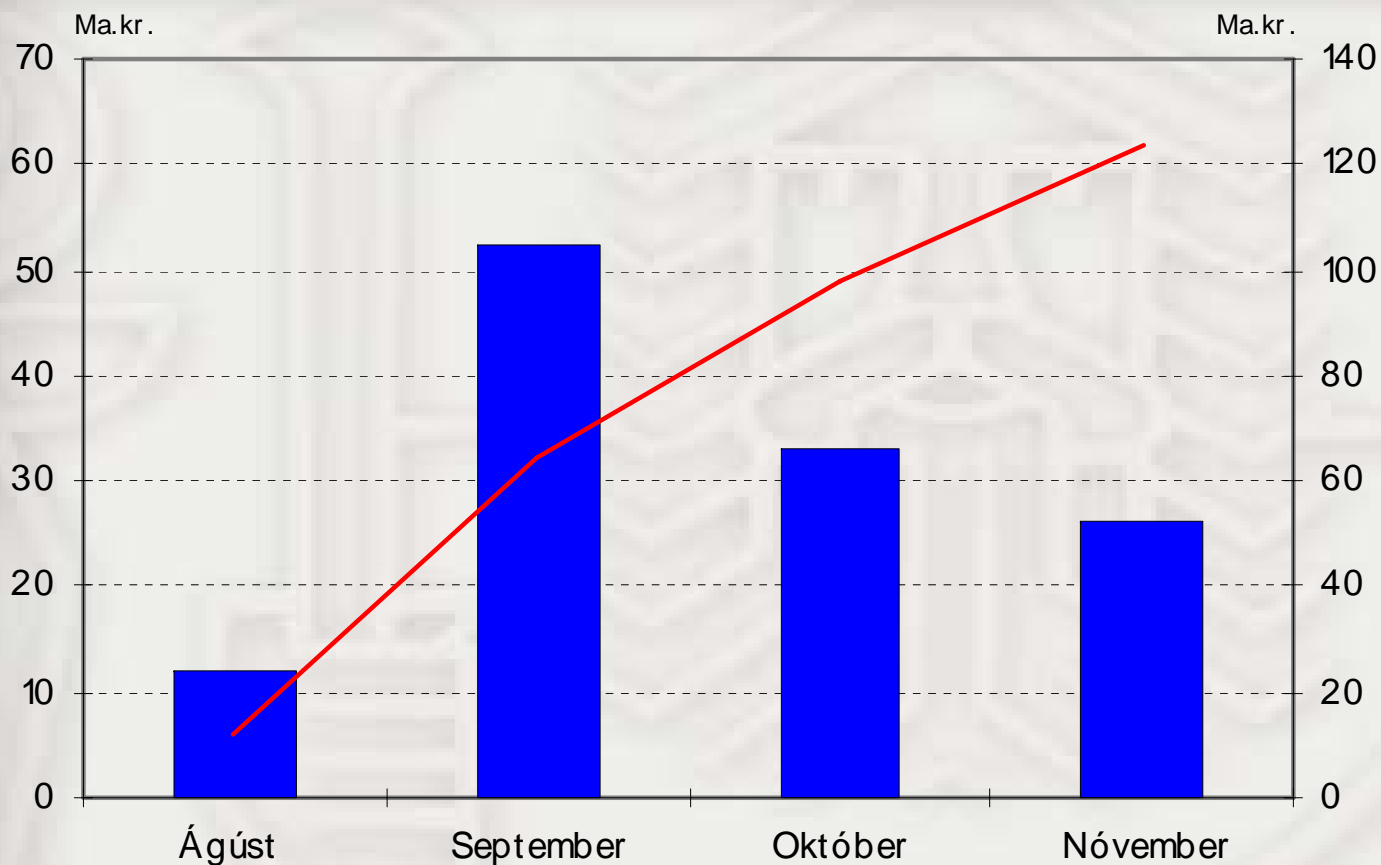
# Yfirlit

1. Inngangur
2. Baksvið útgáfunnar: Alþjóðlegt og innlent
3. Hvað ræður vali á gjaldmiðli við útgáfu?
4. Drifkraftar víkingabréfaútgáfunnar
5. Fyrirkomulag – Hver fær hvað?
6. Reynsla Nýsjálendinga
7. Áhrif á fjármálamarkað og efnahagslífið
8. Áhrif á peningastefnu Seðlabankans
9. Samantekt og framtíðarviðfangsefni

# Inngangur

- Erlendir aðilar hófu að gefa út skuldabréf á alþjóðamörkuðum í íslenskum krónum í ágúst síðastliðnum
- Útgáfan nemur nú um 127 ma.kr.
- Ný staða fyrir íslenskt viðskiptalíf, peningayfirvöld og almenning
- Óvissa um áhrif útgáfunnar á okkar litla hagkerfi, sérstaklega í ljósi umfangsins og mikils ójafnvægis fyrir

# Umfang eftir mánuðum og uppsafnað



■ Útgáfa erlendra skuldabréfa (vinstri ás)

— Uppsöfnuð útgáfa erlendra skuldabréfa (hægri ás)



# Inngangur (framhald)

- Hvaða leiðir eru færar við rannsókn á áhrifum útgáfunnar?
- Nær engin reynsla komin, engin bréf komin á gjalddaga, mjög óvenjulegt ástand uppi í þjóðarbúskapnum, stutt síðan krónan fór á flot og verðbólguþáttur markmið tekið upp
- Á sama tíma er ljóst að aðgerðir peningayfirvalda hafa mikið að segja um hver áhrif útgáfunnar verða á efnahagslífið og umfang útgáfunnar sjálfrar

# Rannsókn mín á áhrifum útgáfunnar

1. **Alþjóðlegt og innlent baksvið**
  - Alþjóðlegt: Þróun skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í smærri gjaldmiðlum annarra landa og núverandi straumar á alþjóðlegum fjármálamörkuðum
  - Innlent: Þróun efnahagsmála og fjármálamarkaðar á Íslandi
2. **Ferlið í kringum útgáfuna – hver fær hvað?**
3. **Drifkraftar útgáfunnar**
4. **Reynsla Nýja-Sjálands**
5. **Áhrif á fjármálamarkað og efnahagslíf**
6. **Peningastefna Seðlabankans og samspil verðbólgu og gengis**

# Baksvið víkingabréfaútgáfunnar

- Víkingabréfaútgáfuna verður að skoða í ljósi þróunar á bæði alþjóðlegum og innlendum fjármálamarkaði
- Hröð þróun, einkum síðustu tvo áratugi á báðum vágstöðum
- Byrjum á að skoða alþjóðlegt baksvið útgáfunnar

# Frá Ástralíu til Íslands

- Skuldabréfaútgáfa erlendra aðila í smærri gjaldmiðlum hefur aukist hratt síðustu tvo áratugi
- Nokkrar bylgjur:
  1. Ástralía, Nýja-Sjáland, Írland og Norðurlöndin
  2. Spánn, Portúgal og Grikkland
  3. Austur-Evrópa, Suður-Afríka og nokkur Asíuríki.
  4. Suður-Ameríka, Tyrkland, Ísland
- Sjá umfjöllun í greininni



# Alþjóðlegir straumar síðustu áratugi

- Aukið frjálsræði í viðskiptum
  - Samþætting fjármálamarkaða
  - Stærri og fjölbreyttari fjármálastofnanir
  - Nýjar fjármálaafurðir, einkum afleiðuviðskipti
  - Tækniframfarir
  - Bætt peningastjórn
  - Flotgengisfyrirkomulag
  - Nýmarkaðsríki og fyrrum miðstýrð hagkerfi
- Umfang verðbréfaviðskipta hefur margfaldast og fjármagnsflutningar á milli landa um leið

# Núverandi straumar: Alþjóðleg leit fjárfesta að ávöxtun

- Aðhaldsstig peningastefnu víða í sögulegu lágmarki í byrjun aldarinnar
- Fjárfestar hafa leitað inn á fáfarnar slóðir í leit sinni að betri ávöxtun
  1. Gjaldeyrismarkaður
  2. Skuldabréf í smærri gjaldmiðlum á innlendum markaði
  3. Skuldabréf smærri gjaldmiðla á alþjóðamarkaði

# Eurobonds – Evruskuldabréf

- Evruskuldabréf er ein birtingarmynd þessara strauma
- Í byrjun einkum í Bandaríkjadöllum en smærri gjaldmiðlar sækja á
- Eiga sér nokkuð langa sögu en veruleg aukning á síðustu tveimur til þremur áratugum
- Auknar rannsóknir á skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í smærri gjaldmiðlum

# Cohen o.fl. (2005)

- Hvað ræður vali á gjaldmiðli við skuldabréfaútgáfu?
- Samkvæmt Cohen (2005) er meira gefið út af skuldabréfum í tilteknum gjaldmiðli þegar:
  1. viðkomandi gjaldmiðill er sterkur í sögulegu ljósi
  2. langtímavextir í landi gjaldmiðilsins eru háir í samanburði við það sem býðst í löndum megingjaldmiðlanna
  3. eftirspurn eftir lánsfé er mikil í löndum viðkomandi gjaldmiðils
- Víkingabréfaútgáfan kemur því ekki á óvart



# Innlent baksvið útgáfunnar

- **Umskipti íslensks efnahagslífs**
  - Frjálsræði í viðskiptum, bætt stjórnun ríkisfjármála, einkavæðing, þátttaka í EES, umbætur á fjármálakerfinu og upptaka flotgengisfyrirkomulagsins og verðbólguþröskuls við stjórn peningamála
  - Stærri fjármálastofnanir, útrás fyrirtækja erlendis og uppstokkun á fasteignamarkaði

# Innlent baksvið útgáfunnar (framhald)

- Núverandi ójafnvægi í þjóðar-  
búskapnum
  - Viðskiptahalli, hátt raungengi, íbúðaverð,  
skuldsetning, einkaneysla,  
stóriðjuframkvæmdir og verðbólga
- Mikil eftirspurn eftir lánsfé – hröð  
útlánaaukning
- Verðbólguþrýstingur - Strangt  
peningalegt aðhald
- Vaxandi vaxtamunur við útlönd

# Drifkraftar útgáfunnar

1. Kraftmikil innlend eftirspurn eftir lánsfé  
→ hækkun vaxta → gengisstyrking
2. Sérstakt ástand á fjármálamörkuðum  
og fjárfestar þurfa að feta fáfarnar  
slóðir í leit sinni að ávöxtun
  - Ísland er hávaxtasvæði í annars  
einstaklega láglendu vaxtaumhverfi á  
alþjóðafjármálamörkuðum
  - Ávöxtunarleit fjárfesta hefur borið þá  
að ströndum Íslands

# Hver fær hvað?

- Fyrirkomulaginu er lýst í greininni
- Tvær fjármálastofnanir
- Hvor stofnunin tekur lán í þeim gjaldmiðli sem hin stofnunin hefur þörf fyrir og endafjárfestirinn situr eftir með gjaldeyrisáhættuna
- Eftirspurn á hvorum enda fyrirkomulagsins
- Væntingar erlendis og innanlands



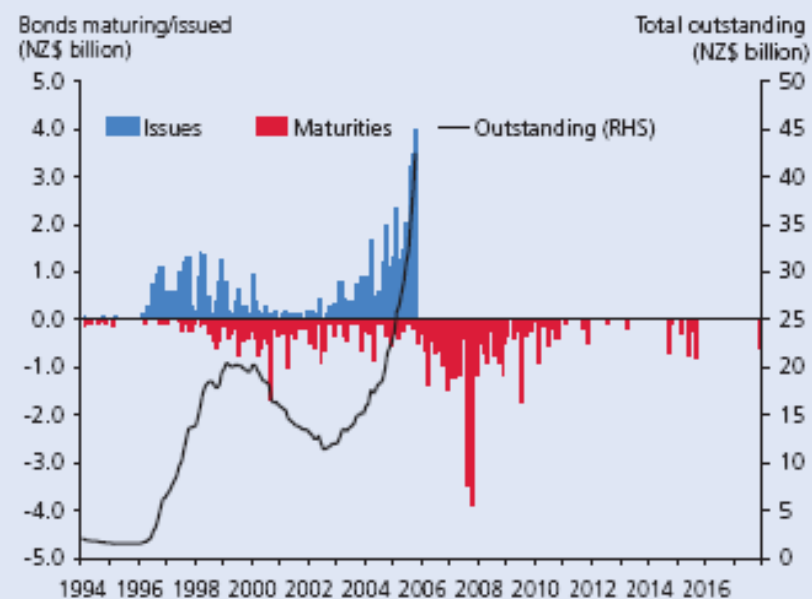
# Reynsla Nýsjálendinga

- Fróðleg reynsla fyrir okkur Íslendinga
- Lítið opið hagkerfi sem hefur gengið í gegnum miklar kerfisbreytingar síðustu tvo áratugi líkt og hið íslenska
- Mikið ójafnvægi ríkjandi um þessar mundir
  - Sterkt gengi, viðskiptahalli, verðbólguþrýstingur, kröftug einkaneysla, miklar fasteignaverðshækkanir, strangt peningalegt aðhald
- Tuttugu ára reynsla af útgáfu skuldabréfa í nýsjálenskum dölum og áhrif hennar ítarlega rannsökuð af hagfræðingum Seðlabanka Nýja-Sjálands

# Kívískuldabréfaútgáfan

- Þrjár bylgjur: '85-'87, '96-'98 og frá 2002
- 30% af VLF
- Meðallíftími verið að lengjast á kívibréfunum en ekki á Uridashi sem eru í mestum vexti
- Margar rannsóknir á áhrifum útgáfunnar, nýjasta frá því í september 2005.

New Zealand dollar bond issuance in offshore markets



Source: RBNZ.

# Áhrif á vexti

- Best er að skoða útgáfuna sem lið í aukinni samþættingu fjármálamarkaða
- Ef ójafnvægi er á milli innlends sparnaðar og fjármunamyndunar, hækka vextir umfram það sem gerist annars staðar og viðskiptahallinn er fjármagnaður með innstreymi fjármagns
- Í fjarveru útgáfunnar yrðu vextir að hækka til að sparnaður og fjármunamyndun næðu jafnvægi
- Útgáfan gerir framboði og eftirspurn eftir lánsfé innanlands kleift að mætast við lægra vaxtastig en ella
- Áhrif útgáfunnar eru því að þrýsta vöxtum niður, einkum 1-5 ára vöxtum

# Áhrif á gengi

- Við fyrstu sýn: Styrkjandi áhrif við útgáfu og veikjandi er nær dregur gjalddaga
- Þrátt fyrir víðtækar rannsóknir hagfræðinga Seðlabanka Nýja-Sjálands hefur ekki tekist að sýna fram á veruleg áhrif, hvorki við útgáfu né gjalddaga
- Ekki heldur þegar aðeins voru skoðuð tilfelli þar sem skuldabréf að andvirði mjög stórra upphæða voru að falla á gjalddaga
- Niðurstaða þeirra: Áhrif útgáfunnar á gengi eru smá, skammvinn eða verðlögð inni í ferlinu löngu áður en kemur að gjalddaga



# Áhrif á íslenskan fjármálamarkað

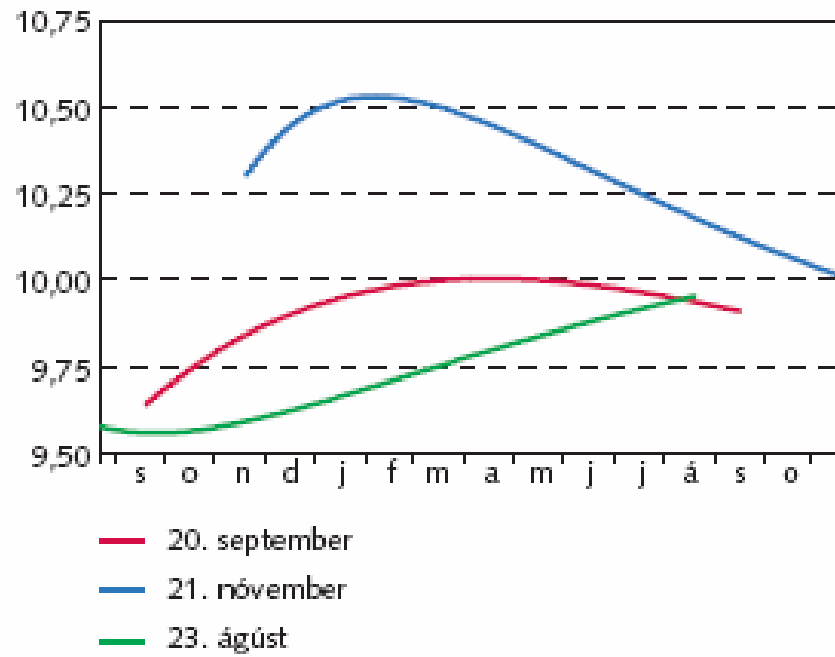
- Íslenskur fjármálamarkaður hefur eflst og dafnað síðustu árin þó hann sé að sumu leyti óþroskaður í alþjóðlegum samanburði
- Hvaða áhrif hefur skuldabréfaútgáfa erlendra aðila í krónum haft fram til þessa á innlendan fjármálamarkað?
- Hver eru líkleg áhrif næstu misserin og ár?
- Skoðum nokkra undirmarkaði

# Krónumarkaður

- Ein af mögulegum mótstöðum íslenskra banka í stuttum skiptasamningum er að láta krónurnar frá sér inn á krónumarkað
- Áhrif útgáfunnar ættu því helst að birtast í aukinni veltu og á lengri enda vaxtarófsins á millibankamarkaði með krónur
- Aukið framboð ætti að verka til lækkunar á vöxtum lengstu bréfanna og brengla vaxtamyndun á markaðnum

Mynd 8

Tímaróf millibankamarkaðsvaxta



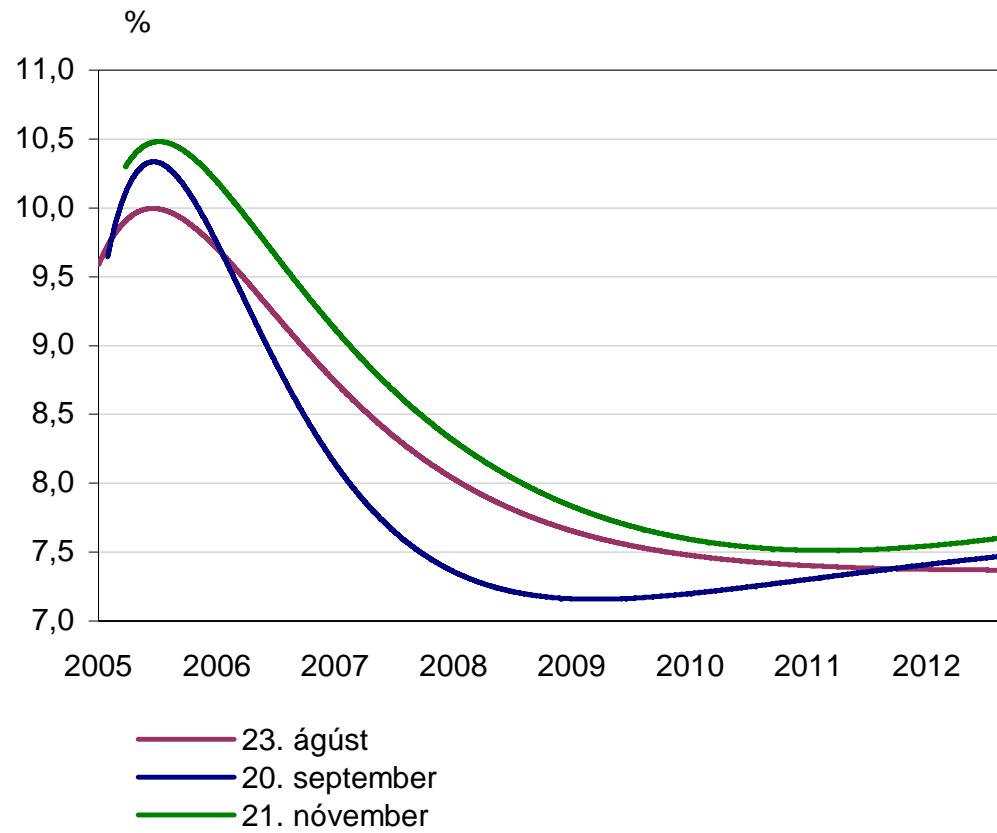
Heimild: Seðlabanki Íslands.

# Skuldabréfamarkaður

- Líftími flestra víkingabréfanna er eitt til tvö ár
- Meðal mögulegra mótstaðna innlendra banka í skiptasamningum eru fjárfestingar í innlendum óverðtryggðum skuldabréfum með svipaðan líftíma
- Takmörkuð stærð ríkisbréfa
- Áhrif útgáfunnar birtast í aukinni veltu með ríkisbréf, einkum RIKB07, og lækkunar ávöxtunarkröfu þeirra
- Aukið peningalegt aðhald Seðlabankans verkað á móti



Mynd 12  
Tímaróf óverðtryggðra vaxta



Heimild: Seðlabanki Íslands.

# Gjaldeyrismarkaður

- Jafnan verið þunnur markaður en að undanfögnu hefur veltan stóraukist og þátttakendum fjölgað
- Aukin velta eftir að útgáfan hófst
- Gengisvísitalan var í um 109 stigum áður en útgáfan hófst
- Stendur nú í um 107 stigum eftir að hafa farið lægst í um 100,6 stig
- Seðlabankinn hefur í tvígang hækkað stýrivexti frá því að útgáfan hófst og lofað ströngu peningalegu aðhaldi „lengur en væntingar standa til“
- Erfitt að greina í sundur áhrif útgáfunnar og aðgerða Seðlabankans (nánar um þetta hér á eftir)

# Sterkari innviðir fjármálamarkaðarins

- Hröð þróun íslensks fjármálamarkaðar undanfarin ár
- Útgáfan liður í þeirri þróun og sterkur vitnisburður um aukna samþættingu íslensks fjármálalífs við umheiminn
- Aukin velta og fjölgun þátttakenda á fjármálamarkaði líkleg til að auka dýpt markaðarins
- Beðið lengi eftir aukinni þátttöku erlendra fjárfesta
- Reynsla annarra landa sýnir að útgáfa sem þessi er líkleg til að auka fjárfestingar erlendra aðila í innlendum bréfum

# Sterkari innviðir (framhald)

- Íslenskir bankar hafa fengið nýjan kost á ódýrari krónufjármögnun
- Líklegt er að viðskiptavinir þeirra fái notið þess í formi lægri vaxta og fjölbreyttari lánsmöguleika
- Útgáfan gæti því lækkað vaxta- og áhættuálag á innlendum fjáreignum til lengri tíma lítið, eftt samkeppni á milli bankastofnana og eftt ýmsar fjármálaafurðir sem hafa verið lítið notaðar fram til þessa
- Almennit jákvæð þróun en spurning hvort tímasetningin sé óhagstæð



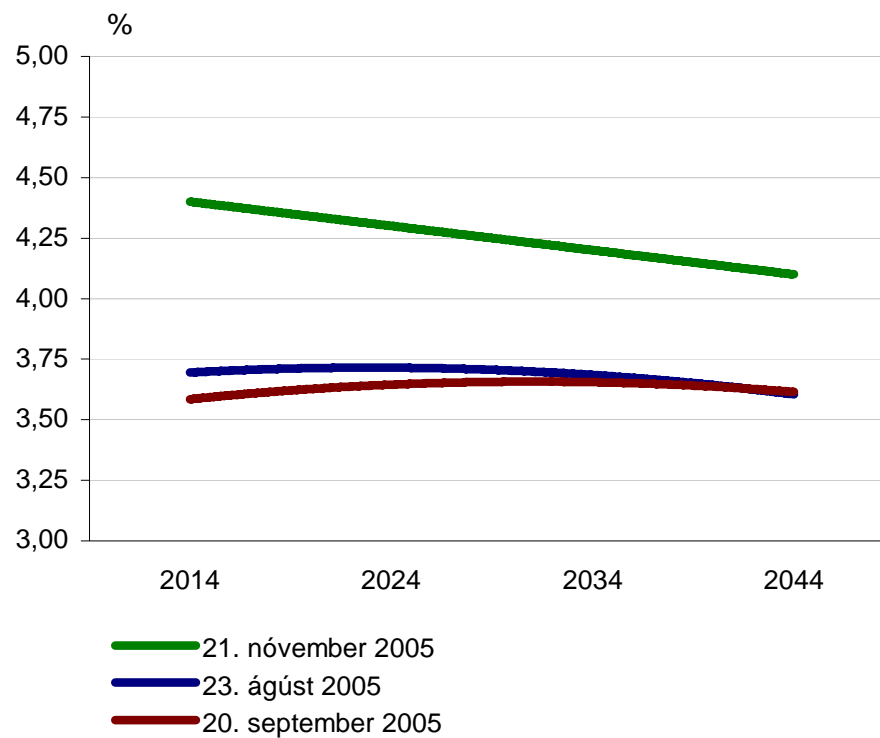
# Áhrif á efnahagslíf

- Nær engin reynsla komin á útgáfuna og því erfitt að meta hver áhrifin verða
- Er einhver ástæða til að ætla að áhrifin verði í veigamiklum atriðum önnur hér en í Nýja-Sjálandi?
- Hér þarf að meta áhrif hinna séríslensku þátta og þeirrar sérstöku stöðu sem uppi er í íslensku efnahagslífi

# Áhrif á vexti

- Verkað sem þrýstingur til lækkunar á óverðtryggða vexti innanlands
- Óverðtryggðir vextir eru því lægri en ella þó aðgerðir Seðlabankans hafi hækkað þá á ný
- Verðtryggði vaxtaferillinn skiptir hins vegar mestu máli hérlandis
- Hvaða áhrif hefur útgáfan á verðtryggða vexti?

Mynd 14  
Tímaróf verðtryggðra vaxta

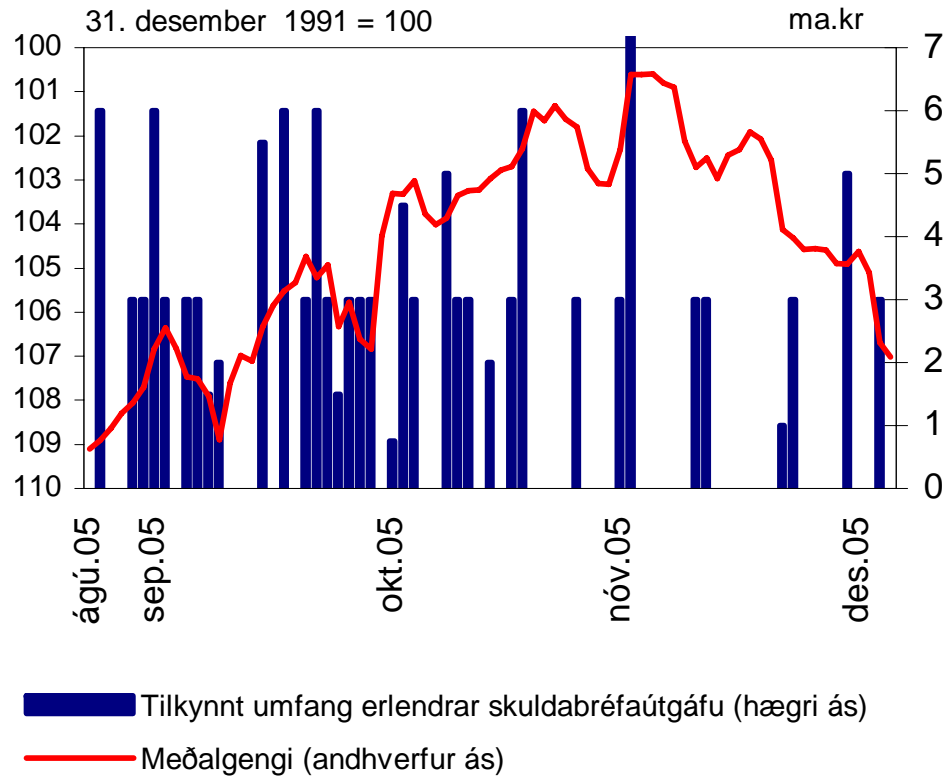


Heimild: Seðlabanki Íslands.

## Mynd 1

# Vísitala meðalgengis og tilkynningar um erlenda skuldabréfaútgáfu

Daglegar tölur 24. ágúst - 6. desember 2005



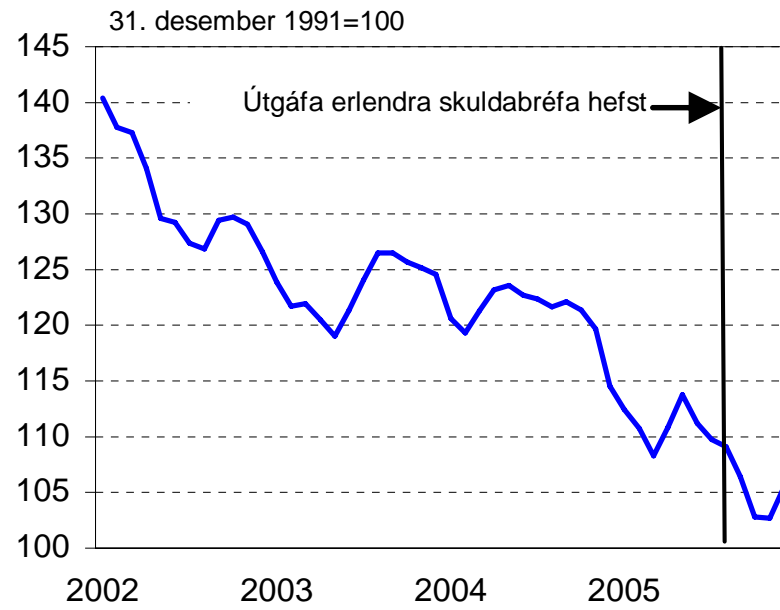
Heimild: Seðlabanki Íslands.



Mynd 15

Vísitala meðalgengis 2002-2005<sup>1</sup>

Mánaðarleg meðaltöl



1. Upplýsingar til og með 6. desember.

Heimild: Seðlabanki Íslands

# Áhrif á gengi

- Erfitt að meta áhrif útgáfunnar á gengi því líkön um hvað ráði gengi gjaldmiðla eru ófullnægjandi
- Eignaverðsnálgunin: gengi krónunnar endurspeglar væntingar markaðsaðila um framtíðararðsemi þess að hafa eignir sínar í krónum miðað við að hafa þær í öðrum gjaldmiðli
- Væntingar í lykilhlutverki, einkum væntingar til
  1. þróunar vaxtamunar á milli Íslands og útlanda
  2. gengisþróunar krónunnar

# Áhrif á gengi (framhald)

- Hvernig myndast væntingar markaðsaðila til þessara þátta? Hvaða aðferð beita þeir t.d. til að spá fyrir um gengisþróun krónunnar?
- Eru þetta framsýnar væntingar eða miða markaðsaðilar við óbreytt gengi?
- Er það einungis *formerki* vaxtamunarins sem skiptir máli í fjárfestingum markaðsaðila eða er það bæði *stærð* hans og væntingar um hversu *lengi* hann verður fyrir hendi?
- Ef hið fyrra er tilfellið þá fá skammtímavextir aukið vægi og því um leið peningastefnan

# Gengi og peningastefna

- Gengispróun krónunnar er þá mjög háð væntingum markaðsaðila til þróun skammtímavaxta hér og erlendis
- Peningastefna getur haft veruleg áhrif á skammtímavexti
- Væntingar markaðsaðila til aðgerða peningayfirvalda hér og erlendis skipta því sköpum
- Þær aðgerðir ráðast af verðbólguþróun hér og erlendis og því eru það væntingar markaðsaðila til verðbólguþróunarinnar hér og erlendis sem eru í lykilhlutverki

# Gengi og peningastefna (framhald)

- Mikilvægt að átta sig á að peningayfirvöld geta ekki stjórnað genginu
- Þó peningastefna geti haft áhrif á skammtímavexti og skammtímavaxtamunur á milli landa sé mikilvægur drifkraftur gengis krónunnar ræðst peningastefnan af undirliggjandi verðbólguþrýstingi
- Aðgerðir peningayfirvalda á skjön við verðbólguþróun eru ótrúverðugar
- Reynslan sýnir það
- Yfirlýsingar Seðlabankans í nýjustu *Peningamálum*



# Væntingar erfiðar viðfangs

- Væntingar geta breyst hratt og hjarðarhegðun er algeng á gjaldeyrismörkuðum
- Margt sem getur haft áhrif á væntingar markaðsaðila og því á útgáfuáform og eftirspurn eftir víkingabréfum
- Hert peningalegt aðhald erlendis, breyttar verðbólguhorfur hér eða erlendis, breytingar á stemmningunni á alþjóðafjármálamörkuðum, ótti við að gengi krónunnar gefi loks eftir vegna síaukins viðskiptahalla og fleira getur haft afgerandi áhrif á hvort og þá hvernig útgáfan hefur áhrif á gengi krónunnar
- Teikn á lofti

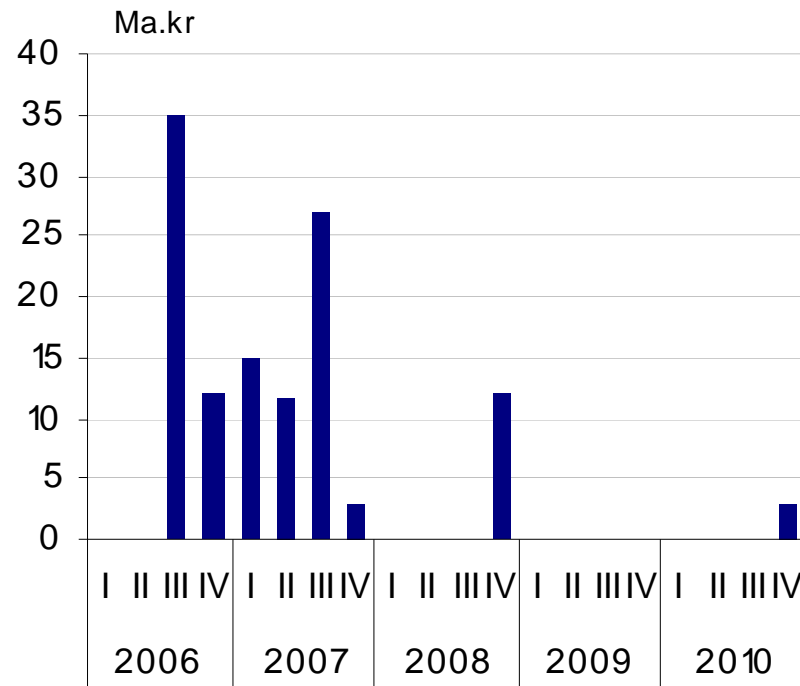
# Áhrif á peningastefnu Seðlabankans

- Vaxtaáhrif útgáfunnar vinna á móti því að aukið peningalegt aðhald bankans skili sér að fullum þunga út í allt óverðtryggða vaxtarófið
- Þó fer fjarri að áhrif peningastefnunnar á vaxtarófið sé hverfandi eins og reynsla síðustu vikna sýnir
- Áhrif útgáfunnar eru því að miðlun peningastefnunnar fer í auknum mæli fram um gengisfarveginn í stað vaxta
- Þessi breytta miðlun er óheppileg
- Aukin óvissa fyrir peningayfirvöld

Mynd 18

## Útstandandi erlend skuldabréf í krónum eftir gjalddögum

3. ársfj. 2006 - 4. ársfj. 2010



Heimild: Seðabanki Íslands.

# Hvað gerist er nær dregur gjalddaga?

- Endafjárfestar með tvo valmöguleika
- Framboð króna á gjaldeyrismarkaði mun líklega aukast verulega
- Í versta falli gæfi krónan verulega eftir og Seðlabankinn yrði að hækka vexti til að vinna gegn því að gengisáhrifin skiluðu sér út í verðlag. Slíkt gæti stuðlað að samdrætti í efnahagslífinu
- Er þetta líkleg þróun?

# Hvað gerist er nær .. (framhald)

- Vísbendingar um að svo verði ekki:
  1. Reynsla Nýsjálendinga
  2. Samband verðlags og gengis hefur breyst og dregið hefur út áhrifum gengisbreytinga á verðlag
- Verðbólga þarf því ekki að aukast verulega, jafnvel þó krónan gæfi eftir
- Frekari rannsókna er þörf



# Samantekt

- Víkingabréfaútgáfan er sterkur vitnisburður um aukna samþættingu íslensks fjármálamarkaðar við útlönd
- Ísland er hávaxtasvæði og skagar hátt upp úr því ótrúlega flatlendi sem einkennir vaxtalandslagið á alþjóðafjármálamörkuðum
- Því engin furða að kastljósið hefur beinst að okkur

# Samantekt (framhald)

- Útgáfan mun halda áfram svo lengi sem væntingar haldast stöðugar um að drifkraftar hennar verði áfram til staðar
- Þær væntingar eru hverfular
- Teikn á lofti
- Erfitt að meta hver áhrif útgáfunnar verða á íslenskt efnahagslíf. Fyrstu rannsóknir benda til þess að helstu áhrif útgáfunnar séu að:

# Samantekt (framhald)

1. þrýsta óverðtryggðum vöxtum niður á bréfum með svipaðan líftíma og víkingabréfin
2. innlendar bankastofnanir fá tækifæri á ódýrari krónufjármögnun en ella
3. styrkja innviði íslensks fjármálamarkaðar með því að auka dýpt hans, skapa fjölbreyttari lánsmöguleika og lækka álög á innlendum fjáreignum
4. gengisáhrif útgáfunnar eru óljós en ýmislegt bendir til þess að þau verði takmörkuð og minni en óttast var í fyrstu
5. breytt miðlun peningastefnunnar og aukin óvissa



Takk fyrir  
Spurningar?