

Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum

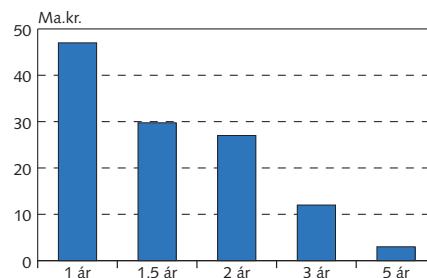
Útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í krónum á rætur sínar að rekja til mikillar innlendar eftirspurnar eftir lánsfé, sem hefur leitt til hækkunar vaxta og gengis, á sama tíma og vextir eru lágir á alþjóðamörkuðum og fjárfestar eru tilbúnir að feta fáfarnar slóðir í leit sinni að betri ávöxtun. Í þessari grein er gerð grein fyrir þróun erlendar skuldabréfaútgáfu í smærri gjaldmiðlum frá upphafi níunda áratugar síðustu aldar, fyrirkomulagi útgáfunnar er lýst, drifkröftum hennar og lítið á fróðlega reynslu Nýja-Sjálands af útgáfu sem þessari. Þá verður lagt mat á áhrif útgáfunnar á fjármálamarkaði, vexti, gengi krónunnar og áhrifamátt peningastefnu Seðlabankans. Loks verður kastljósinu beint að nánustu framtíð og reynt að gera grein fyrir mögulegum áhrifum útgáfunnar á framvindu efnahagsmála.

Inngangur

Erlend útgáfa skuldabréfa í íslenskum krónum nemur um 120 ma.kr. þegar þetta er skrifað um miðjan nóvember. Það er meira en samanlögð innlend útgáfa ríkissjóðs. Þótt þessi útgáfa sé nýlunda hér á landi er um vel þekkta viðskiptaleið að ræða á alþjóðamörkuðum og er útgáfan til marks um aukna samþættingu íslensks fjármálamarkaðar við umheiminn þar sem viðskipti af þessu tagi hafa stóruð á undanförunum árum². Útgáfan kemur hins vegar á tíma þar sem þjóðarþingurinn einkennist af miklu ójafnvægi og þörf er á ströngu aðhaldi peningastefnunnar. Meta þarf hvaða áhrif þessi útgáfa hefur á fjármálamarkaði, efnahagslífið í heild sinni og áhrifamátt peningastefnu Seðlabankans. Mikilvægt er að líta til reynslu annarra þjóða af útgáfu sem þessari en huga um leið að nokkrum séríslenskum þáttum og mögulegum áhrifum þeirra.

Mynd 1

Umfang útgáfu erlendra skuldabréfa í krónum eftir líftíma



Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

Alþjóðleg þróun erlendar skuldabréfaútgáfu í smærri gjaldmiðlum³

Í upphafi níunda áratugar síðustu aldar mættust tveir straumar á alþjóðlegum skuldabréfamörkuðum. Annars vegar hófu margar ríkisstjórnir umbætur á fjármálamörkuðum sem miðuðu að því að auka frjálsræði í viðskiptum. Sumar þeirra leituðust við að laða til sín erlenda fjárfesta til að styðja við framþróun innlands fjármálamarkaðar. Hins vegar hófu fjárfestar á kjarnamörkuðum að líta út fyrir landsteinana í leit sinni að betri ávöxtun og nýjum leiðum til að fá betri dreifingu í eignasöfn sín. Þetta er stuttu eftir olúkreppur áttunda áratugarins. Mörg ríki glímdu

1. Höfundur er hagfræðingur á hagfræðisviði Seðlabanka Íslands. Höfundur þakkar Hauki Benediktssyni, Þórarni G. Péturssyni, Magnúsi Fjalari Guðmundssyni, Tómasi Erni Kristinssyni, Guðmundi Kr. Tómassyni, Jakobi Gunnarssyni, Guðrúnu Sóleyju Gunnarsdóttur og Helgu Rún Helgadóttur fyrir aðstoð við vinnslu greinarinnar. Höfundur þakkar einnig Anella Munro, ráðgjafarhagfræðingi (e. Senior Economist) á hagfræðisviði Seðlabanka Nýja-Sjálands, fyrir mjög gagnleg samskipti um reynslu Nýsjálandinga af útgáfu erlendra skuldabréfa í nýsjálandskum dólum og Yüksel Görmez, deildarstjóra fjármáladeildar Seðlabanka Tyrklandis, fyrir aðstoð við upplýsingaöflun um reynslu Tyrkja og annarra landa. Höfundur er einn ábyrgur fyrir þeim annmörkum sem eru á þessari grein. Skoðanir, sem koma fram í greininni, eru höfundar og þurfa ekki að endurspegla skoðanir Seðlabanka Íslands.

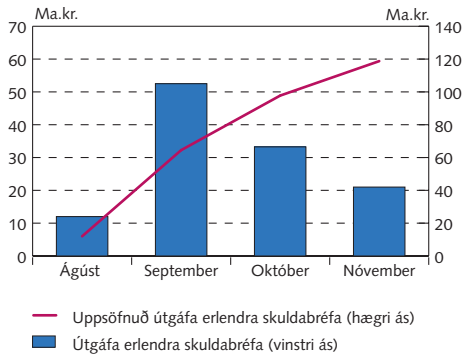
2. Fyrirkomulagi útgáfu erlendra skuldabréfa í íslenskum krónum er lýst í rammagrein 1.

3. Þessi undirkafla byggist að miklu leyti á Herrera-Pol (2004). Hugtakið „smærri gjaldmiðlar“ er hér notað yfir alla gjaldmiðla fyrir utan megingjaldmiðlana fimm (Bandaríkjadala, evru, japanskt jen, sterlingspund og svissneskan franka) en um 97% skuldabréfa á alþjóðamörkuðum eru gefin út í megingjaldmiðlunum fimm (sjá Cohen, 2005).

Mynd 2

Útgáfa erlendra skuldabréfa í krónum
ágúst-nóvember 2005

Umfang eftir mánuðum og uppsafnað



Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

við mikinn verðbólguvanda og peningalegt aðhald jókst víða. Erlendir fjárfestar litu þessa háu vexti öfundaraugum og voru snöggir að grípa tækifærið þegar lönd í Eyjaálfu og Norðurlöndin (fyrir utan Ísland) riðu á vaðið og gerðu skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í gjaldmiðlum þessara landa mögulega.

Á síðustu tuttugu árum hafa fleiri lönd bæst í hóp ríkja sem hafa gert erlendum aðilum kleift að gefa út skuldabréf í gjaldmiðli sínum, sjá töflu 1. Spánn, Portúgal og Grikkland voru fyrst til að fylgja fordæmi Norðurlandanna enda stefndu þau að inngöngu í Evrópusambandið þar sem fullt frelsi fjármagnsflutninga átti að taka gildi árið 1993. Nokkur ríki í Austur-Evrópu, sem losnuðu undan oki áætlunarbúskapar í upphafi tíunda áratugarins, og Suður-Afríka voru í næsta hópi ríkja sem opnaði markaði sína fyrir erlendra skuldabréfaútgáfu í eigin gjaldmiðli í kringum 1995. Á allra síðustu árum hafa nokkur ríki í Asíu og Suður-Ameríku auk Tyrklands fylgt í kjölfarið. Ísland er nýjasta nafnið á þessum lista.

Alþjóðlegar fjármálastofnanir hafa leikið lykilhlutverk í opnun nýrra markaða fyrir útgáfu erlendra skuldabréfa í smærri gjaldmiðlum. Alþjóðabankinn hefur verið brautryðjandi á þessu sviði en bankinn hefur tæplega sextíu ára reynslu af útgáfu skuldabréfa til að fjármagna

Tafla I Yfirlit um upphaf skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í gjaldmiðlum viðkomandi landa 1985-2005

Um 1985 og til 1989	1990-1994	1995-1999	2000-2003	2004-2005
Ástralía Nýja-Sjáland Danmörk Írland Noregur Svíþjóð Finnland				Ísland
Spánn	Portúgal Grikkland Ungverjaland Tékkland Slóvakía Pólland			Tyrkland
Hong Kong	Taívan Filippseyjar Suður-Kórea Singapúr			Indland Taíland Kína Malasía
	Suður-Afríka		Mexíkó Chíle Kólumbía	Perú

Heimildir: Herrera-Pol (2004), Görmez og Yılmaz (2005), Seðlabanki Íslands.

lánveitingar sínar.⁴ Ástæða þess er að hátt láns hæfi stofnana á borð við Alþjóðabankann gerir skuldabréf á þeirra vegum að öruggum fjárfestingarkostum þótt þau séu í framandi gjaldmiðli. Einkum fyrir nýja fjárfesta sem kunna vel að meta að geta skilið á milli greiðsluáættunnar, þ.e. áhættunnar á að útgefandi standi ekki við skuldbindingar sínar, og gjaldmiðlaáættunnar. Innlendum fjárfestum opnast einnig nýjar leiðir til að auka dreifingu í eignasöfnum sínum.

Eyjaálfa

Ástralía og Nýja-Sjáland gerðu stórtækar breytingar á fjármálamörkuðum sínum í upphafi níunda áratugarins og bæði löndin fylgdu ströngu aðhaldi í peningastjórn á sama tíma til að berjast gegn mikilli verðbólgu. Einn liður í aukinni frjálsræðisvæðingu markaðarins var að leyfa erlenda útgáfu skuldabréfa í eigin gjaldmiðli og urðu *kíví-* og *keng-úrskuldabréfin*⁵ svokölluðu fljótt afar vinsæl meðal smárra fjárfesta í Evrópu.⁶

Ein lykilstæða á bak við vinsældir þessara bréfa var að vel þróaðir markaðir fyrir skiptasamninga voru fyrir hendi í löndunum tveimur. Ástæða þess var að innlend fyrirtæki, bæði almenn hlutafélög og opinber fyrirtæki, fengu verulegan hluta tekna sinna í erlendum gjaldmiðli og vildu takmarka gjaldmiðlaáættu sína með gjaldeyrisskiptasamningum og bankakerfið var nægilega þróað til að bregðast við þessari eftirspurn. Bankarnir nýttu einnig þessa skiptasamninga til að fjármagna fasteignalán til almennings á föstum vöxtum til langs tíma.

Frá byrjun tíunda áratugar síðustu aldar hafa erlendir útgefendur einnig getað gefið út skuldabréf á innlendum markaði í löndunum tveimur og hefur þátttaka erlendra fjárfesta á innlendum markaði aukist til muna. Nánar verður fjallað um reynslu Nýsjálendinga síðar í greininni.

Norðurlöndin

Í byrjun níunda áratugarins leyfðu Norðurlöndin, að Íslandi undanskildu, viðurkenndum alþjóðlegum fjármálastofnunum að gefa út skuldabréf í gjaldmiðlum landanna. Flest bréfin voru keypt af erlendum fjárfestum í Evrópu og Japan sem löðuðust að háum vöxtum í löndunum á þessum tíma.

Suður-Evrópa

Spánn, Portúgal og Grikkland voru næsti hópur ríkja til að leyfa erlenda útgáfu skuldabréfa í eigin gjaldmiðli. Innlendum ríkisskuldabréfamarkaður var vanþróaður í þessum löndum þegar þau hófu aðlögunarferlið í tengslum við inngöngu ríkjanna í Evrópusambandið. Alþjóðlegar fjár-

4. Það er reyndar ekkert nýtt að Alþjóðabankinn sé frumkvöðull á alþjóðlegum skuldabréfamaarkaði því að bankinn gerði fyrsta skiptasamninginn á markaðnum árið 1981 (sjá Görmez og Yilmaz, 2005).

5. Skuldabréf sem eru gefin út í gjaldmiðlum Ástralíu og Nýja-Sjálands á Japansmarkaði eru hins vegar kölluð *Uridashi*.

6. Þar sem fullt frelsi er á fjármagnsflutningum á milli landa er í raun ekkert sem kemur í veg fyrir að erlendir aðilar gefi út skuldabréf í gjaldmiðlum viðkomandi landa. Slíku frelsi var komið á innan Evrópusambandsins þann 1. janúar 1993 og í ársbyrjun 1995 komst það á í fjármagnsflutningum á milli Íslands og annarra ríkja. Í löndum þar sem takmarkanir eru á fjármagnsflutningum geta löndin sjálf haft veruleg áhrif á hvort erlendir aðilar geti gefið út skuldabréf í gjaldmiðli landanna þar sem erlendu útgefendurnir þurfa á mótaðilum í löndunum sjálfum að halda. Þess vegna er rætt um að löndin hafi leyft útgáfu erlendra aðila í innlendum gjaldmiðli í umfjölluninni hér að ofan.

málastofnanir hófu því útgáfu skuldabréfa í gjaldmiðlum þessara landa m.a. til að stuðla að framþróun skuldabréfamarkaðar innanlands.

Spánn reið á vaðið með svokölluðum *Matadorbréfum* í pesetum og hafði skýra stefnu um að gera Madrid að meginmiðstöð fjármála-markaðarins í landinu. Því voru gerðar ýmsar kröfur sem tryggðu aðkomu banka í borginni, skráningu bréfanna í kauphöllinni í Madrid og uppbyggingu eftirmarkaðar fyrir bréfin á innlendum markaði. Portúgal og Grikkland gerðu minni kröfur þegar leyfð var útgáfa svokallaðra *Caravela*- og *Maráþonbréfa* og hefur eftirmarkaður með bréfin verið í London.⁷

Austur-Evrópa

Um miðjan tíunda áratug síðustu aldar opnuðu Ungverjaland, Tékkland, Slóvakía og Pólland fjármálamarkaði sína fyrir erlendum fjárfestum sem lið í umbreytingu hagkerfa þessara landa úr miðstýrðum áætlunarbúskap í markaðshagkerfi að vestrænni fyrirmynd. Þessi lönd stefndu þá þegar að inngöngu í Evrópusambandið. Alþjóðlegar fjármálastofnanir riðu á vaðið í Ungverjalandi með útgáfu svokallaðra *Evrufórintubréfa* en í hinum löndunum þremur gátu erlend fyrirtæki hafið útgáfu skuldabréfa í gjaldmiðlum landanna strax í upphafi ferlisins.

Útgáfan hefur styrkt innviði fjármálamarkaða þessara landa með því að auka dýpt þeirra, lengja líftíma bréfa og stuðla að aðkomu alþjóðlegra stofnanafjárfesta. Líftími erlendu skuldabréfanna hefur samt sem áður verið stuttur og endafjárfestar hafa verið smáir og dreifðir. Þess ber þó að geta að útgefendur, bankastofnanir og endafjárfestar hafa sýnt mikinn stuðning við þessi lönd og verið reiðubúnir að taka á sig meiri áhættu en ella vegna aðildar ríkjanna að Evrópusambandinu og menningarlegra tengsla við svæðið.

Asía

Hong Kong hefur jafnan hlotið hæstu einkunn matsstofnanna sem hafa flokkað lönd eftir frjálsræði í viðskiptum. Það kemur því ekki á óvart að landið var í hópi fyrstu ríkja sem leyfðu erlenda skuldabréfaútgáfu í eigin gjaldmiðli á níunda áratugnum. Um miðjan síðasta áratug fylgdu Filippseyjar, Kórea og Taívan fordæmi borgríkisins en fjármálakreppan í Asíu á árunum 1997-1998 tafði fyrir því að skriður kæmist á útgáfuna. Singapúr opnaði markaði sína árið 1998.

Á síðasta ári hélt ferlið áfram þegar alþjóðafjármálastofnanir hófu útgáfu í indverskum rúpíum og yfirvöld í Taílandi, Kína og Malasíu hafa lýst yfir áhuga á að hleypa alþjóðafjármálastofnunum inn á innlandan fjármálamarkað þar sem sparnaður er mun meiri en víðast hvar á Vesturlöndum.

Suður-Afríka

Erlend skuldabréf í suðurafrískum röndum hafa verið mjög vinsæl meðal evrópskra fjárfesta frá því að útgáfa þeirra hófst árið 1995. Þar, líkt og á Nýja-Sjálandi og í Ástralíu, var fyrir hendi vel þróaður markaður fyrir gjaldeyrisskiptasamninga.

7. Íslensku krónuskuldabréfin hafa ekki enn hlotið gælunafn. Höfundur þessarar greinar leggur til að nafnið *víkingabréf*, eða „*Euroviking bonds*“ á ensku, verði tekið upp í almennri umræðu.

Suður-Ameríka

Útgáfa erlendra skuldabréfa í gjaldmiðlum nokkurra ríkja í Suður-Ameríku hefur aukist til muna á allra síðustu árum, einkum í gjaldmiðlum Chíle, Kólumbíu, Mexíkó og Perú. Veigamiklar kerfisbreytingar í kjölfar skuldakreppu níunda áratugarins hafa skilað sér í meiri stöðugleika í fjölmörgum ríkjum álfunnar og víða hefur innlendir sparnaður aukist til muna, t.d. vegna upptöku skipulagðs lífeyrissparnaðar. Skuldabréfaútgáfa alþjóðlegra fjármálastofnana í gjaldmiðlum þessara landa hefur tryggt innendum fjárfestum, t.d. lífeyrissjóðum, nýja möguleika á að auka dreifingu í eignasöfnum sínum og aukið aðkomu erlendra fjárfesta að innendum skuldabréfamarkaði.

Tyrkland

Erlend skuldabréfaútgáfa í tyrkneskum lírum hófst á aðfangadag á síðasta ári en ný líra var tekin upp 1. janúar 2005 sem opnaði fyrir verslun með skuldabréf í lírum í Euroclear og Clearstream. Á rúmum mánuði (tölur eru miðaðar við 4. febrúar 2005) voru gefin út skuldabréf fyrir 1,5 ma. líra eða sem nemur um 1,2 ma. Bandaríkjadala. Görmez og Yılmaz (2005) bera þessa upphæð saman við reynslu Ungverjlands og Póllands. Samkvæmt upplýsingum þeirra námu útistandandi bréf í fórintum þann 10. desember 2004 rúmum 6 ma. Bandaríkjadala og pólska útgáfan var enn meiri eða um 11 ma. Bandaríkjadala. Til samanburðar var íslenska útgáfan tæpir 2 ma. Bandaríkjadala þegar þetta var ritað um miðjan nóvember.

Útgefendur bréfanna eru margir hverjir þeir sömu og krónubréfanna, t.d. Rabobank Nederland, Kommunalbanken, Austurríska ríkið og Alþjóðabankinn. Líftími bréfanna er einnig stuttur eins og hér eða 2,7 ár að meðaltali.

Hvað ræður vali á gjaldmiðli við útgáfu skuldabréfa?

Alþjóðlegar stofnanir á borð við Alþjóðagreiðslubankann og Alþjóðagjaldeyrissjóðinn hafa sýnt skuldabréfaútgáfu í smærri gjaldmiðlum aukinn áhuga að undanförunu og hafa báðar stofnanir fjallað sérstaklega um útgáfuna á árinu.

Rannsóknir Alþjóðagreiðslubankans sýna að meira er gefið út af skuldabréfum í tilteknum gjaldmiðli á alþjóðlegum skuldabréfamarkaði þegar (i) viðkomandi gjaldmiðill er sterkur í sögulegu ljósi, (ii) langtímavextir í landi gjaldmiðilsins eru háir í samanburði við það sem býðst í löndum megingjaldmiðlanna og (iii) eftirspurn eftir lánsfé er mikil innanlands (sjá Cohen, 2005). Slíkar aðstæður hafa einmitt verið fyrir hendi hér á landi og í sumum nýmarkaðsríkjum og þróaðri ríkjum í Eyjaálfu á undanförunum árum. Í öðrum ríkjum hefur útgáfa erlendra skuldabréfa dregist saman vegna þess að vaxtamunurinn við útlönd er ekki sá sami og þegar útgáfan fór af stað.

Tafla 2 sýnir hvernig ávöxtunarkrafa margra skuldabréfa í ýmsum gjaldmiðlum hefur minnkað frá því að útgáfa erlendra aðila hófst í löndunum. Vextir eru víða ekki það aðdráttarafl sem þeir voru áður þegar stjórnvöld juku peningalegt aðhald í baráttu sinni við mikla verðbólgu. Stærð skuldabréfamarkaðar í smærri gjaldmiðlum hefur engu að síður tvöfaldast á síðustu tíu árum og fjármálamarkaðir margra nýmarkaðs-

ríkja hafa eflst, alþjóðleg viðmið í viðskiptum hafa breiðst út, skilvirkni fjármálaafurða hefur aukist og aðkoma erlendra fjárfesta að innlend- um mörkuðum hefur aukist þótt þeir séu á flestum stöðum aðeins lítil hluti heildarþáttakenda á markaði.

Tafla 2 Lækkandi kröfur á erlendum skuldabréfum í smærri gjaldmiðlum

Gjaldmiðill	Fyrsta skuldabréfið gefið út af erlendum aðila í völdum gjaldmiðlum		Krafa ríkis- skuldabréfa með svipaðan líftíma (%)
	Ár	Krafa (%)	September 2004
Portúgalskur skúti	1988	13,50	4,23
Grísk drakma	1994	17,50	3,51
Tékknesk króna	1995	10,50	3,91
Kóreskt vonn	1995	12,15	3,81
Taivanskur dalur	1995	6,28	2,26
Suðurafrískt rand	1995	15,00	7,62
Slóvakísk króna	1996	12,00	4,25
Pólskt slot	1996	17,00	7,52
Singapúrskur dalur	1998	4,50	1,59
Mexíkóskur peseti	2000	15,88	2,58
Chíleskur peseti	2000	6,60	2,92
Tyrknesk líra ¹	2004	15,00	19,25
Íslensk króna	2005	8,50 ²	9,30 ³

1. Ávöxtunarkrafa tyrkneska ríkisskuldabréfsins er miðuð við janúar 2005.

2. Vegið meðaltal vaxta á erlendu skuldabréfaútgáfunni í krónum fram til 14. nóvember er 8,44%.

3. Ávöxtunarkrafa RIKB07 þann 14. nóvember 2005.

Heimildir: Herrera-Pol (2004), Görmez og Yilmaz (2005), Seðlabanki Íslands.

Tyrkland og Ísland eru tvö ný dæmi um erlenda skuldabréfaútgáfu og hefur aukningin verið mjög hröð í báðum tilvikum. Umfang erlendarar útgáfu *kívibréfa* í nýsjálenskum dölum hefur einnig verið í sögulegum hæðum frá árinu 2002 enda hefur hert peningalegt aðhald aukið vaxtamuninn við útlönd og styrkt gengi nýsjálenska dalsins auk þess sem innlend eftirspurn eftir lánsfé er mjög mikil. Þessi lönd eru hávaxtasvæði í annars einstaklega láglendu vaxtaumhverfi á alþjóðafjármálamörkuðum. Leit fjárfesta að betri ávöxtun hefur því borið þá að ströndum Íslands.

Alþjóðleg leit fjárfesta að ávöxtun

Útgáfu erlenda skuldabréfa í krónum verður að skoða í ljósi strauma á alþjóðafjármálamörkuðum undanfarin ár þar sem vextir hafa verið lágir, mikið laust fé hefur verið til ráðstöfunar og vaxtaálag verið lágt, hvort sem er á áhættusömum eða hættuminni bréfum. Leitin að ávöxtun hefur leitt fjárfesta inn á fáfarnari slóðir og margt bendir til þess að þeir séu reiðubúnir að taka á sig meiri áhættu en oft áður. Leit fjárfesta birtist í auknum fjárfestingum á (i) gjaldeyrismarkaði, (ii) í innlendum skuldabréfum smærri gjaldmiðla, einkum nýmarkaðsríkja í Suður-Ameríku og Asíu, og (iii) í aukinni útgáfu skuldabréfa í smærri gjaldmiðlum á alþjóðamarkaði.

Fjárfestingar á gjaldeyrismarkaði

Kastljós fjárfesta hefur m.a. beinst að gjaldeyrismörkuðum þar sem vaxtamunur á milli landa og vísbendingar um skýra tilhneigingu nokk-

urra gjaldmiðla til að styrkjast og veikjast hafa freistað fjárfesta að taka lán í gjaldmiðli þar sem vextir eru lágir og fjárfesta í gjaldmiðli þar sem vextir eru háir og veðja á að vaxtamunurinn vegi þyngra en möguleg gengisbreyting á lánstímanum. Þessi hegðun fjárfesta birtist með skýrum hætti í aukinni veltu á gjaldeyrismörkuðum en samkvæmt tölum frá Alþjóðagreiðslubankanum jókst dagleg velta á gjaldeyrismörkuðum um 57% frá árinu 2001 til 2004. Stóraukin viðskipti á milli banka og annarra fjármálastofnana á gjaldeyrismörkuðum bera einnig vitni um vinsældir þessarar aðferðar. Þessi viðskipti jukust um 78% á tímabilinu samkvæmt tölum frá Alþjóðagreiðslubankanum (sjá Alþjóðagreiðslubankinn, 2005a).

Fjárfestingar í skuldabréfum smærri gjaldmiðla

Önnur slóð, sem fjárfestar hafa fetað í leit sinni að ávöxtun, er fjárfesting í skuldabréfum í öðrum gjaldmiðlum en hinum hefðbundnu, þ.e. Bandaríkjadal, evrum, japönskum jennum og sterlingspundum. Fjárfestar hafa bæði aukið fjárfestingar sínar í skuldabréfum, sem íbúar viðkomandi landa hafa gefið út, og í bréfum í smærri gjaldmiðlum sem eru gefin út á alþjóðamarkaði. Hvort tveggja hefur gerst hér á landi.

Hlutfall erlendra eigenda ríkisskuldabréfa í mörgum nýmarkaðsríkjum hefur farið vaxandi og jafnvel tvöfaldast á aðeins tveimur árum. Í Mexíkó fór hlutfall erlendra eigenda ríkisskuldabréfa úr nánast engu árið 2003 í um 10% á þessu ári. Í Tyrklandi fór hlutfallið úr 10% í 20% á sama tíma og í Póllandi jókst það úr 15% í tæp 25% (sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2005b). Erlendir fjárfestar eiga nú um 30% í íslenskum ríkisskuldabréfum en árið 2001, þegar kynningarátak á íslenskum ríkisskuldabréfum hófst erlendis, var hlutfallið innan við 5% (sjá Lánasýsla ríkisins, 2005).

Alþjóðleg útgáfa skuldabréfa í smærri gjaldmiðlum hefur einnig aukist á allra síðustu árum eins og áður er rætt um. Þar eru nýmarkaðsríki í Suður-Ameríku og Asíu áberandi. Fram að því hafði verið mikið rætt um að *erfðasynd* nýmarkaðsríkjanna kæmi í veg fyrir að þessi ríki gætu gefið út skuldabréf í eigin gjaldmiðli.⁸

Útgefendur skuldabréfa í gjaldmiðlum nýmarkaðsríkja á alþjóðlegum fjármálamarkaði eru ýmist alþjóðafjármálastofnanir eða aðilar í löndum gjaldmiðilsins, einkum ríkið eða stærri fyrirtæki. Úrúgvæ og Kólumbía, auk mexíkóskra og brasilískra banka, hafa t.d. gefið út skuldabréf í eigin gjaldmiðli að andvirði vel á annan milljarð Bandaríkjadala (sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2005b). Ríkisstjórnir nýmarkaðsríkja sjá mikinn hag í útgáfu skuldabréfa í eigin gjaldmiðli á alþjóðlegum mörkuðum því að slíkt dreifir gjaldeyrissáhættunni á milli fjárfestanna og stjórnvalda í stað þess að hún sé öll á herðum stjórnvalda eins og tilfellið var jafnan þegar skuldir nýmarkaðsríkja voru nær eingöngu í erlendum gjaldmiðlum. Þetta var lykilatriði á bak við erfðasyndina.⁹ Fjárfestar sjá sömuleiðis hag í að fjárfesta í þessum bréfum því það

8. Eichengreen, Hausmann og Pnizza (2003) byrjuðu að nota hugtakið „erfðasynd“ yfir getuleysi nýmarkaðsríkja til að gefa út skuldabréf í eigin gjaldmiðli.

9. „Erfðasyndarkenningin“ er hluti af viðfeðmum greinaskrifum hagfræðinga sem leggja áherslu á mikilvægi efnahagsreikninga fjármálastofnana, heimila, fyrirtækja og ríkja við að skýra fjármála- og gjaldeyriskreppur (e. the balance sheet approach to financial crisis). Rosenberg o.fl. (2005) veita gott yfirlit yfir þessi greinaskrif og mikilvægi þeirra fyrir nýmarkaðsríki.

auðveldar aðgengi þeirra að þessum hávaxtamörkuðum, viðskiptin fara fram innan lagaumhverfis alþjóðamarkaða og áhættan á að bréfin verði óinnleysanleg, sem er oft fyrir hendi á innanlandsmörkuðum, er ekki til staðar (sjá Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn, 2005b).

Straumurinn berst til Íslands

Í ljósi niðurstaðna rannsókna Alþjóðagreiðslubankans kemur ekki á óvart að erlendri útgáfu skuldabréfa í íslenskum krónum hafi verið ýtt úr vör í ágúst síðastliðnum. Hér fer saman mikill vaxtamunur við útlönd, sterkt gengi krónunnar, sem er langt yfir sögulegu meðaltali, og að því er virðist nær hömlulaus vöxtur innlendrar eftirspurnar eftir lánsfé. Útgáfa skuldabréfa í íslenskum krónum er því ákjósanlegur kostur í augum margra útgefenda og auknu innstreymi fjármagns hefur líklega verið tekið fagnandi af innlendum fjármálamarkaði þar sem eftirspurn eftir lánsfé er mikil. Væntingar markaðsaðila um áframhaldandi stýrivaxtahækkunar í kjölfar sterkra skilaboða Seðlabankans í síðustu útgáfum *Peningamála* eru einnig líklegar til að ýta undir frekari útgáfu.

Innlend eftirspurn eftir lánsfé

Erlenda útgáfu skuldabréfa í krónum verður að setja í samhengi við leit alþjóðlegra fjárfesta að betri ávöxtun, líkt og rætt var um hér að framan, en það er ekki síður mikilvægt að líta til innlendra þátta, einkum gríðarlegrar eftirspurnar eftir lánsfé og samþættingar íslensks fjármálalífs við umheiminn.

Umskipti íslensks efnahagslífs

Veigamiklar kerfisbreytingar hafa átt sér stað á íslensku efnahagslífi undanfarna tvo áratugi. Meðal þeirra má nefna aukið frjálsræði í viðskiptum, bættu stjórnun ríkisfjármála, einkavæðingu, þátttöku Íslands í Evrópska efnahagssvæðinu, umbætur á fjármálakerfinu og upptöku flotgengis og verðbólguþröngunar við stjórn peningamála. Þessar umbætur auk hagstæðra ytri skilyrða eiga stóran þátt í þeim umskiptum sem hafa orðið á þróun hagvaxtar síðastliðinn áratug.¹⁰

Fjármálakerfið hefur ekki farið varhluta af þeim umbótum sem hafa átt sér stað. Fjármálastofnanir hafa stækkað verulega, arðsemi eigin fjár hefur verið góð, eignir aukist mikið og lausafjárstaða verið sterk. Hröð útlánaaukning og hraðvaxandi erlendar skuldir eru hins vegar stærstu áhættuþættirnir í starfsemi bankanna.

Samkvæmt nýrri ársskýrslu Fjármálaeftirlitsins fyrir tímabilið 1. júlí 2004 til 30. júní 2005 voru heildareignir viðskiptabankanna og stærstu sparisjóðanna árið 2001 um 900 ma.kr. samkvæmt samstæðuuppgjöri, eða sem nemur 138% af VLF. Í lok júní á þessu ári voru heildareignirnar hins vegar orðnar 4.530 ma.kr. eða sem nemur nær fimmfaldri vergri landsframleiðslu. Á sama tíma jókst bókfært eigið fé viðskiptabankanna og stærstu sparisjóðanna úr 56 ma.kr. í 332 ma.kr. eða úr 8,6% í 36% af VLF (sjá Fjármálaeftirlitið, 2005).

10. Frá árinu 1996 hefur hagvöxtur verið yfir 3% öll árin, að undanskildu samdráttarárinu 2002, og um 3,7% að meðaltali. Allar efnahagsstofnanir, sem birta hagspá fyrir Ísland, telja að hagvöxtur verði áfram mikill á þessu og næsta ári.

Viðskiptabankarnir þrír hafa nýtt sér aukna stærð og hagstæð skilyrði til öflunar lánsfjár á erlendum mörkuðum til fjárfestinga og útrásar. Er svo komið að um helmingur eigna þriggja stærstu viðskiptabankanna er hjá erlendum dótturfélögum og sömuleiðis stafa um 50% af hreinum rekstrartekjum bankanna frá starfsemi þeirra erlendis.¹¹

Loks ber að geta þess að á síðasta ári hófu bankarnir að bjóða fasteignaveðlán á mun lægri vöxtum en áður hafði þekkt og hefur það leitt til gífurlegrar útlánaaukningar, líkt og verður fjallað um hér á eftir.

Ójafnvægi í þjóðarbúskapnum

Mikið ójafnvægi einkennir núverandi ástand efnahagsmála þar sem saman fer metviðskiptahalli, raungengi í sögulegum hæðum, mikil hækkun íbúðaverðs, vaxandi skuldsetning heimila, fyrirtækja og þjóðarbúskaparins í heild sinni og verðbólga yfir markmiði Seðlabankans. Vöxtur einkaneyslu hefur sömuleiðis verið afar mikill undanfarin tvö ár og hefur hann verið drifinn áfram af aukinni skuldsetningu fremur en vexti ráðstöfunartekna, líkt og bent var á í síðustu útgáfu *Peningamála*. Fjármunamyndun hefur einnig aukist stórlega, einkum vegna mikilla stóriðjufjárfestinga, en horfur eru á að heldur dragi úr þeim vexti á næsta ári og enn frekar árið 2007.

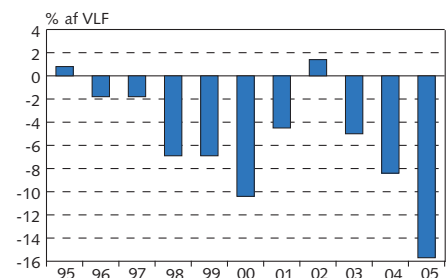
Stóriðjuframkvæmdir, uppstokkun á lánamarkaði og mikil bjartsýni hafa leitt til gríðarlegs vaxtar í innlendra eftirspurn sem skilar sér í auknum verðbólguþrýstingi í hagkerfinu. Ein meginbirtingarmynd þessa ástands er hömlulaus eftirspurn eftir lánsfé og sú feikimikla útlánaaukning til heimila og fyrirtækja sem hún hefur leitt til.

Hröð útlánaaukning

Útlán innlánastofnana hafa aukist hröðum skrefum á síðustu árum og aukið peningalegt aðhald hefur ekki hamlað þeim vexti enn sem komið er, sjá mynd 4. Í september í ár nam tólf mánaða aukning innlendra útlána rúmlega 59% að áætluðum gengis- og vísitöluáhrifum frátöldum. Útlán til einstaklinga jukust um tæplega 118% og til innlendra fyrirtækja um rúmlega 42% (sjá Seðlabanka Íslands, 2005b). Útlánaaukning til innlendra aðila síðustu tólf mánaða skýrist að nokkru leyti af tilkomu nýju íbúðarlána viðskiptabankanna sem að stórum hluta fóru í uppgreiðslu eldri lána hjá Íbúðalánasjóði. Útlán til erlendra aðila hafa einnig aukist og hefur vægi þeirra aukist úr 7% af heildarlánum innlánastofnana m.v. móðurfélag í lok júní 2003 í 20% í lok júní 2005 (sjá Fjármálaeftirlitið, 2005).

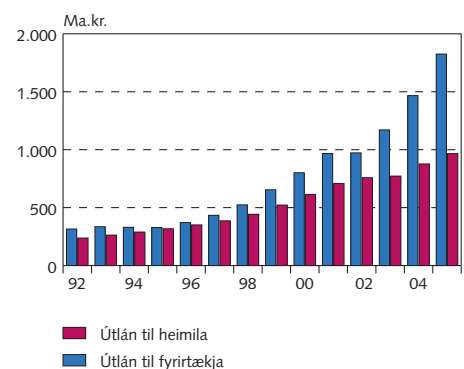
Þessi stórfellda útlánaaukning hefur skapað þrýsting á hækkun vaxta, bæði vegna aukins þrýstings á fjármögnun og með því að ýta undir verðbólgu sem hefur leitt til hækkunar nafnvaxta, ekki síst vegna aukins aðhalds peningayfirvalda, þ.e. hækkana stýrivaxta. Vextir hafa hins vegar haldist lágir erlendis og vaxtamunurinn við útlönd hefur því farið hraðvaxandi.

Mynd 3
Viðskiptajöfnuður 1995-2005¹



1. Gildi fyrir árið 2005 er spá Seðlabankans.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 4
Útlán til heimila og fyrirtækja 1992-2005
Staða útlána lánakerfisins til heimila og fyrirtækja í lok árs¹



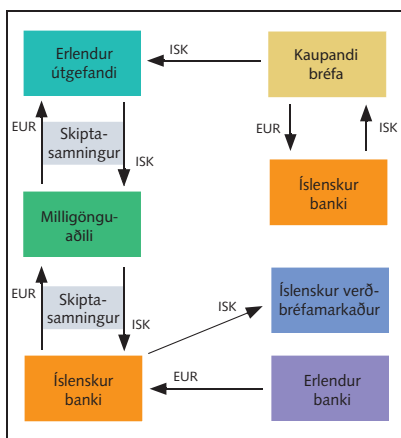
1. Lánaflokkur var breytt á árinu 2003. Tölur fyrir 2005 eru í lok júní.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

11. Sjá nánari umfjöllun í *Fjármálastöðugleika 2005*, sérriti Seðlabanka Íslands sem var gefið út í fyrsta skipti á vormánuðum.

Rammagrein 1

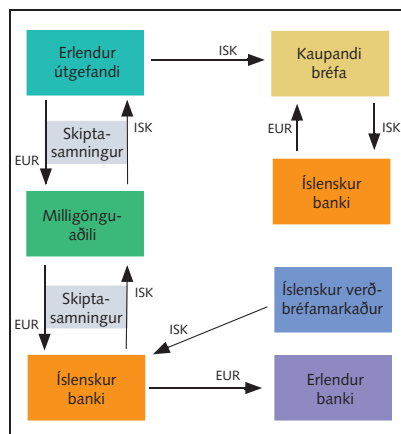
Fyrirkomulag skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í krónum¹

Mynd 1
Skuldabréfaútgáfa erlendra aðila
Greiðslufærði á upphafsdegi



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 2
Skuldabréfaútgáfa erlendra aðila
Greiðslufærði á gjaldaga



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Í þessari rammagrein verður rakið stuttlega hvernig fyrirkomulagið er á skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í krónum. Ferlið er brotið niður í nokkur skref en athuga verður að hluti viðskiptanna getur falið í sér nokkur skref í einu.

1. skref

Erlendur útgefandi gefur út skuldabréf í íslenskum krónum. Bréfin sem gefin hafa verið út hingað til hafa í öllum tilfellum verið vaxtagreiðslubréf þar sem höfuðstóllinn er greiddur í heild sinni á loka-gjalddaga bréfsins og vaxtagreiðslur falla t.d. til á sex mánaða fresti. Þessi bréf eru gefin út á lægri ávöxtunarkröfu en ríkissjóði Íslands býðist í sambærilegri útgáfu á innlendum markaði ef miðað væri við vaxtaferil óverðtryggðra ríkisbréfa. Erlendur fjárfestir kaupir þessi bréf og verður að kaupa íslenskar krónur fyrir erlendan gjaldmiðil á innlendum gjaldeyrismarkaði.

Niðurstaða:

Erlendur útgefandi: Er með fastvaxtaskuldbindingu í íslenskum krónum og fær andvirði skuldabréfaútbóðsins í íslenskum krónum.

Erlendur fjárfestir: Er með eign í fastvaxtaskuldbréfi útgefnu í íslenskum krónum. Ber gjaldeyrisáhættu.

2. skref

Erlendur milligönguaðili gerir gjaldmiðlaskiptasamning við erlenda útgefandann þar sem skuldbindingu útgefandans er breytt úr krónuskuldbindingu yfir í skuldbindingu í erlendum gjaldmiðli. Milli-gönguaðilinn fær því andvirði skuldabréfaútbóðsins í íslenskum krónum en lætur útgefandann hafa í staðinn samsvarandi upphæð í erlendum gjaldmiðli. Jafnframt greiðir milligönguaðilinn útgefandanum föstu vextina í íslenskum krónum en fær greidda í staðinn frá útgefandanum breytilega vexti (LIBOR-viðmið) að viðbættu/frá-dregnu föstu álagi.

Niðurstaða:

Erlendur útgefandi: Er með skuldbindingu í erlendum gjaldmiðli og greiðir breytilega LIBOR-vexti af henni og fær andvirði útgáfunnar í erlendum gjaldmiðli.

Erlendur milligönguaðili: Er með fastvaxtaskuldbindingu í íslenskum krónum og kröfu í erlendum gjaldeyri á breytilegum vöxtum að viðbættu/frá-dregnu föstu álagi. Situr eftir með andvirði útgáfunnar í íslenskum krónum.

3. skref

Erlendir milligönguaðili gerir sambærilegan gjaldmiðlaskiptasamning við íslenskan banka og hann gerði við erlenda útgefandann nema með öfugum formerkjum. Erlendi milligönguaðilinn þarf þó ekki að

1. Haukur Benediktsson, sérfræðingur á alþjóðasviði Seðlabanka Íslands og lektor við viðskipta- og hagfræðideild Háskóla Íslands, skrifaði þessa rammagrein um fyrirkomulag erlendra skuldabréfaútgáfu í krónum.

verja sína stöðu að fullu, þ.e. hann getur valið að sitja eftir með hluta af stöðunni í sínum bókum.

Niðurstaða:

Erlendur milligönguadili: Ef hann ver sig að fullu þá er hrein staða hans engin, þ.e. gjaldmiðlaskiptasamningarnir við erlenda útgefandann og íslenska bankann vega hvor annan upp.

Íslenskur banki: Er með fastvaxtaskuldbindingu í íslenskum krónum og kröfu í erlendum gjaldeyri á breytilegum vöxtum að viðbættu eða frádregnu föstu álagi. Situr eftir með andvirði útgáfunnar í íslenskum krónum.

4. skref

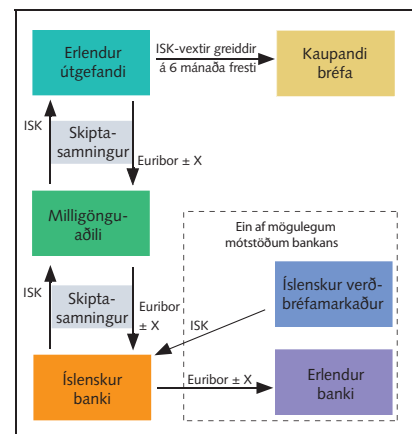
Íslenski bankinn tekur lán í erlendum gjaldmiðli á breytilegum vöxtum að viðbættu föstu álagi og myndar með því skuldbindingu í erlendum gjaldeyri gagnvart kröfunni sem hann er með á erlenda milligönguadilann skv. gjaldmiðlaskiptasamningnum. Gjalddeyrisáhætta íslenska bankans er lágmörkuð. Samkvæmt gjaldmiðlaskiptasamningnum er íslenski bankinn með fastvaxtaskuldbindingu í krónum og situr eftir með andvirði útgáfunnar í íslenskri krónu. Til að eyða þeirri áhættu getur íslenski bankinn farið á innlendan verðbréfamarkað og keypt ríkisbréf (þ.e. myndað eign í íslenskri krónu) auk þess sem hann verður að nota millibankamarkaðinn með krónum til að finnstilla greiðslufæðið í krónum. Eins og innlendi skuldabréfa- og millibankamarkaðurinn með krónum er byggður upp er nær ómögulegt fyrir íslenska bankann að verja sig að fullu, þ.e. bankinn tekur á sig einhverja vaxtaáhættu. Einnig getur íslenski bankinn einfaldlega litið á skuldbindinguna í íslenskum krónum, sem hann er með skv. gjaldmiðlaskiptasamningnum, sem ódýra fjármögnun í íslenskum krónum, sannanlega ódýrari fjármögnun heldur en ef hann færi sjálfur beint út á innlenda skuldabréfamarkaðinn og gæfi út krónubréf. Þ.e. íslenski bankinn lánar út andvirði útgáfunnar í íslenskum krónum á föstum vaxtakjörum.²

Niðurstaða:

Íslenski bankinn: Gjalddeyrisáhættan er lágmörkuð þar sem bankinn er með móttæðar stöður í erlenda gjaldmiðlinum. Íslenski bankinn getur valið að verja krónuskuldbindinguna, sem hann er með, að einhverju leyti eða að mestu leyti en einhver vaxtaáhætta gæti myndast.

2. Bankinn gæti reyndar lánað út á breytilegum vaxtakjörum í íslenskum krónum og boðið öðrum viðskiptavinum vaxtaskiptasamning þar sem þeir fengju greidda breytilega vexti í íslenskum krónum en greiddu fasta vexti. Það gæti verið áhættunnar virði í umhverfi hækkanði vaxta.

Mynd 3
Skuldabréfaútgáfa erlendra aðila
Vaxtagreiðslur



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Drifkraftar útgáfunnar

Útgáfa erlendra skuldabréfa í krónum á því rætur sínar að rekja til mikillar innlendrar eftirspurnar eftir lánsfé, sem hefur leitt til hækkunar vaxta og gengis, á sama tíma og vextir eru lágir á alþjóðamörkuðum og fjárfestar eru reiðubúnir til að feta fáfarnari slóðir í leit sinni að betri ávöxtun.

Hver fær hvað?

Útgefendur erlendra skuldabréfa í íslenskum krónum eru flestir alþjóðlegar fjármálastofnanir með gott láns hæfi samkvæmt mati alþjóðlegra matsfyrirtækja. Þessir aðilar eru stofnanir sem þurfa á erlendu fjármagni að halda og því virðist í fyrstu skjóta skökku við að slíkir aðilar gefi út skuldabréf í krónum. Á þessu athæfi eru hins vegar skynsamlegar skýringar.

Vel þekktar fjármálastofnanir með góða láns hæfiseinkunn geta í krafti nafns síns gefið út skuldabréf í krónum á lægri vöxtum en í boði eru á íslenskum markaði. Erlendir fjárfestar laðast að háum vöxtum skuldabréfanna, því að þótt þeir séu lægri en vextir á innlendum skuldabréfamarkaði eru þeir mun hærrí en vextir víðast hvar erlendis og fjárfestarnir eru tilbúnir að versla við fyrirtæki sem þeir þekkja og taka á sig gjaldeyrisáhættuna sem því fylgir. Þessir aðilar gætu fjárfest beint í innlendum skuldabréfum og fengið hærrí vexti en líklegt er að þeir kjósi frekar að versla við þekkt nafn með hátt láns hæfi og innan alþjóðlegs lagaramma í stað þess að leggja í vinnu við að kynna sér íslenskan skuldabréfamarkað og þær reglur sem hér gilda.

Með því að geta gefið út skuldabréf á lægri vöxtum en bjóðast á skuldabréfamarkaði innanlands getur útgefandinn því aflað króna á ódýrari máta en innlendir aðilar. Því fylgir að útgefandinn getur boðið innlendum bönkum krónur á vöxtum sem eru lægri en þeir geta sjálfir aflað sér á innlendum markaði.¹² Á móti vill útgefandinn fá í skiptum þann gjaldmiðil sem hann raunverulega vantar, t.d. evrur. Vextir í þessum skiptasamningi eru einhvers staðar á milli kröfu skuldabréfsins og vaxtastigsins á innlendum markaði þannig að bæði útgefandinn og íslenski bankinn hagnist á skiptunum. Íslenski bankinn aflar hins vegar þeirra evra sem útgefandann vantar með erlendu láni á þeim vöxtum sem bjóðast á þeim tíma.

Í raun má segja að útgefandinn og íslenski bankinn séu hvor um sig að taka lán á þeim markaði þar sem þeir hafa *hlutfallslega yfirburði* og skipta með sér ábatanum. Jafnvel þótt íslenski bankinn þurfi að greiða hærrí vexti af evruláninu en útgefandinn gæti fengið þá skiptir mestu að sá munur sé minni en á milli þeirra vaxta, sem útgefandinn getur aflað lána í íslenskum krónum með útgáfunni, og þeirra vaxta sem íslenska bankanum bjóðast á innlendum markaði. Hvor aðili endar því með þann gjaldmiðil sem hann vantar með lægri tilkostnaði en ef þeir hefðu tekið lán beint í þeim gjaldmiðli sem þá vanhagar um. Ástæða þess er það traust sem endafjárfestar leggja á útgefandann og að fyrirkomulag útgáfunnar skilur endafjárfestinn eftir með gjaldeyrisáhættuna.

12. Í flestum tilvikum er alþjóðlegt verðbréfafyrirtæki milligönguaðili á milli útgefandans, íslenska bankans og endafjárfesta. Það millistig hefur hins vegar engin veigamikil áhrif á meginferlið og því er því sleppt í þessu dæmi. Sjá nánar í rammagrein 1.

Íslenskir bankar fá því ódýrari krónufjármögnun en þeir eiga kost á innanlands og geta t.d. nýtt það til fjárfestinga, lánað það áfram til innlendra aðila eða til að endurfjármagna óhagstæð lán. Stærð íslenskra skuldabréfaflokka með svipaðan líftíma og erlenda útgáfan er mjög takmörkuð og geta íslenskir bankar því einungis tryggt sig að litlu leyti þar gagnvart vaxtaáhættunni. Annar möguleiki er að láta krónurnar frá sér inn á millibankamarkað fyrir krónur. Mikil eftirspurn innlendra aðila eftir lánsfé ætti að auðvelda bönkunum að lána krónurnar áfram innanlands og vextir á þeim lánum munu fylgja framboði og eftirspurn eftir lánum innanlands. Margir viðskiptavina bankanna eru líklegir til að vera tilbúnir að skipta út eldri lánum með fljótandi vöxtum yfir í lán með föstum óverðtryggðum vöxtum og taka þannig stöðu í vöxtum þar sem búist er við frekari hækkun stýrivaxta.

Ábati bankanna af útgáfunni ræðst af muninum á vöxtum í skiptasamningnum við útgefandann og þeim vöxtum sem þeir geta fengið með því að fjárfesta krónurnar innanlands eða lána þær áfram til heimila eða fyrirtækja í landinu. Samkeppni á milli íslenskra fjármálastofnana ræður svo hversu stór hluti þessa ábata skilar sér til viðskiptavina bankanna í formi lægri vaxta á útlánnum.

Líkt og áður segir laðast endafjárfestirinn að háum íslenskum vöxtum. Milligönguaðilinn er oft duglegur við að kynna Ísland sem hagkerfi í miklum vexti þar sem erlend fjárfesting flæðir inn og aukið peningalegt aðhald muni áfram halda gengi krónunnar háu. Endafjárfestirinn getur hins vegar varið sig gagnvart sveiflum í gengi krónunnar og samkvæmt upplýsingum sumra milligönguaðila í útgáfuférlinu gera endafjárfestar slíkt að nokkru marki. Í því sambandi er áhugavert að hlutur erlendra eigenda af heildarsafni ríkisskuldabréfa hefur aukist mjög að undanfögnu og nemur nú um 30% líkt og áður segir. Ef þessar upplýsingar eru réttar þá sætir það hins vegar nokkurri furðu að endafjárfestirinn kaupir erlend skuldabréf í krónum á lægri vöxtum en bjóðast innanlands en fjárfesti svo í innlendum bréfum til að verja sig að hluta gagnvart gjaldeyrisáhættunni.

Kjarni málsins

Í stuttu máli, og til að gera tilraun til að skilja hismið frá kjarnanum, má segja að tvær fjármálastofnanir taki þátt í skuldabréfaférlinu til að fjármagna útlán sín. Annars vegar er viðurkennd alþjóðafjármálastofnun, sem hefur þörf fyrir að fjármagna útlán sín í erlendum gjaldmiðlum, og hins vegar íslenskur banki sem þarf að fjármagna útlán sín í íslenskum krónum. Í stað þess að hvor stofnunin taki lán í þeim gjaldmiðli, sem hana vantar, gera þær samkomulag sín á milli um að lána í þeim gjaldmiðli, sem hin stofnunin hefur þörf fyrir, og skiptast á gjaldmiðlunum og geta með þeim hætti orðið sér úti um ódýrari fjármögnun en ella.

Forsendur þess að þetta ferli gangi er að eftirspurn sé eftir skuldabréfum erlendu fjármálastofnunarinnar meðal fjárfesta sem eru reiðubúnir að taka á sig gjaldeyrisáhættu og sömuleiðis að eftirspurn eftir lánum í krónum á innlendum markaði sé mikil. Eftirspurn meðal erlendra fjárfesta er líkleg til að vera til staðar eins lengi og þeir vænta þess að vaxtamunur Íslands gagnvart útlöndum (einkum gagnvart heimalandi fjárfestisins og þeim löndum sem hann er vanur að fjárfesta í) haldist það hár að gengisbreytingar krónunnar eyði ekki

ávinninginum. Eftirspurn eftir krónulánum á innlendum markaði ræðst hins vegar af almennri eftirspurn í íslenska hagkerfinu og því hvar í hagsveiflunni hagkerfið er statt. Breytingar á væntingum endafjárfesta til (i) vaxtaþróunar jafnt innanlands sem erlendis, (ii) gengis íslensku krónunnar og (iii) þróunar hagvaxtar á Íslandi, geta því stöðvað, dregið úr eða aukið erlenda skuldabréfaútgáfu í krónum.

Áður en gerð verður tilraun til að meta áhrif þessarar skuldabréfaútgáfu á íslenskan fjármálamarkað, efnahagslífið í heild og peninga- stefnu Seðlabankans er fróðlegt að skoða reynslu Nýja-Sjálands.

Reynsla Nýsjálendinga

Nýja-Sjáland hefur um tuttugu ára reynslu af útgáfu erlendra skuldabréfa í nýsjálenskum dölum. Útgáfan hefur náð hámarki á þremur tímabilum þegar vaxtamunurinn við útlönd hefur verið hvað mestur, á árunum 1985-1987, 1996-1998 og frá 2002. Umfang útgáfunnar hefur aukist á milli þessara tímabila og er í sögulegum hæðum nú. Núverandi umfang útgáfunnar er meira en skuldabréfaútgáfa nýsjálenska ríkisins en eftirmarkaðurinn fyrir erlendu skuldabréfin er enn mun minni en fyrir ríkisskuldabréfin. Útgefendur hafa einkum verið alþjóðlegir þróunarbankar og alþjóðleg verðbréfafyrirtæki.

Fróðlegur samanburður fyrir Ísland

Reynsla Nýja-Sjálands er afar fróðleg til samanburðar fyrir Ísland vegna þess að þetta er lítið opið hagkerfi sem hefur gengið í gegnum mikilvægar kerfisbreytingar á undanförunum tveimur áratugum líkt og hið íslenska.¹³ Nýja-Sjáland býr, líkt og Ísland, við verðbólgu- markmið og fljótandi gengi auk þess sem núverandi ójafnvægi í efnahagskerfinu er keimlíkt því íslenska. Nýsjálenskt efnahagslíf einkennist um þessar mundir af sterku gengi, vaxandi viðskiptahalla, miklum verðbólguþrýstingi, hraðvaxandi einkaneyslu, uppsprengdu fasteignaverði og auknu aðhaldi peningastefnunnar.

Nýsjálenskur fjármálamarkaður er hins vegar nokkuð þróaðri en sá íslenski og hefur á að skipa ýmsum stofnunum sem eru mikilvægar í ferlinu í kringum skuldabréfaútgáfu af þessu tagi. Þar skipta mestu mun dýpri ríkisskuldabréfamarkaður og markaður með gjaldeyrisskiptasamninga.¹⁴ Þó er rétt að benda á að fjórir ástralskir bankar eru meginuppistaðan í nýsjálenska bankakerfinu.

Hagfræðingar hjá Seðlabanka Nýja-Sjálands hafa rannsakað áhrif útgáfu erlendra skuldabréfa á fjármálamarkað og efnahagslífið í heild sinni. Niðurstöður þeirra eru einkar áhugaverðar fyrir okkur Íslendinga.¹⁵

13. Í Evans o.fl. (1996) er að finna gott yfirlit yfir kerfisbreytingarnar á Nýja-Sjálandi á árunum 1984-1995.

14. Í Briggs (2004) og Woolford o.fl. (2001) er ágætis umfjöllun um mikilvægi skiptasamninga fyrir nýsjálenskt efnahagslíf.

15. Umfjöllunin um reynslu Nýsjálendinga byggist á Drage o.fl. (2005), Eckhold (1998), Woolford o.fl. (2001) og samskiptum við Anella Munro, ráðgjafarhagfræðing hjá Seðlabanka Nýja-Sjálands.

Tafla 3 Samanburður á erlendra skuldabréfaútgáfu í gjaldmiðlum Nýja-Sjálands og Íslands

	Nýja-Sjáland	Ísland
Útistandandi erlend skuldabréf í nóvember 2005	1958,5 ma.kr. eða um 30% af VLF	114,75 ma.kr. eða um 13% af VLF
Meðallíftími bréfa ¹	tæp 4 ár	1,7 ár
Útgáfa hófst árið	1985	2005

1. Líftími bréfanna hefur lengst á milli bylganna þriggja og er líftími Eurokiwi-bréfanna í nýjstu bylgjunni að meðaltali tæp fimm ár. Uridashi-bréfin eru hins vegar nær öll með tveggja til þriggja ára líftíma.

Heimildir: Drage o.fl. (2005), Reserve Bank of New Zealand (2005b).

Áhrif á vexti og viðskiptahalla

Starfsmenn Seðlabanka Nýja-Sjálands leggja áherslu á að hentugt sé að skoða útgáfu erlendra skuldabréfa sem lið í aukinni samþættingu alþjóðlegra fjármálamarkaða. Við aðstæður þar sem mikil innlend eftirspurn eftir lánsfé hefur skapað ójafnvægi á milli innlends sparnaðar og fjármunamyndunar, hækki vextir umfram almennt heimsmarkaðsvaxtastig sem gerir hagkerfinu kleift að halda áfram fjárfestingum sínum með erlendra lántöku. Viðskiptahallinn, þ.e. mismunurinn á innlendum sparnaði og fjárfestingum, sé því fjármagnaður með innstreymi erlends sparnaðar sem er laðaður inn til landsins með hærri vöxtum en bjóðast erlendis.

Útgáfa erlendra skuldabréfa í nýsjálenskum dölum eykur framboð á lánsfé innanlands¹⁶ en það leiðir til lækkunar vaxta þar sem framboð og eftirspurn eftir lánsfé geta mæst við lægra vaxtastig en ella, sjá mynd 5. Þessi þrýstingur á lækkun innlendra vaxta hvetur til aukinnar fjármunamyndunar sem aftur eykur viðskiptahallann við útlönd þar sem bilið á milli innlends sparnaðar og fjárfestingar eykst enn frekar.

Í fjarveru útgáfunnar yrði að mæta aukinni eftirspurn eftir lánsfé innanlands með auknum sparnaði landsmanna en slíkt kallar á hærri vexti. Slík hækkun vaxta myndi auka sparnað innanlands og draga úr viðskiptahallanum.

Áhrif útgáfunnar eru því lækkun vaxta sem gerir innlendra útlánaaukningu og fjármunamyndun kleift að vaxa í lengri tíma en ella. Til lengri tíma er hins vegar líklegt að hægi á í efnahagslífinu og viðskiptajöfnuður leiti jafnvægis. Þrýstingur útgáfunnar til lækkunar vaxta getur ekki, fremur en peningastefna, stuðlað að stöðugum hagvexti umfram framleiðslugetu til langs tíma.¹⁷

Áhrif á gengi

Við fyrstu sýn má ætla að útgáfa af þessu tagi styrki gengi innlenda gjaldmiðilsins við útgáfu og veiki það þegar nær dregur enda líftímans. Engu að síðar hefur víðtækum rannsóknum hagfræðinga Seðlabanka Nýja-Sjálands ekki tekist að sýna fram á veruleg áhrif, hvorki við útgáfu né gjalddaga. Þeir telja því að slík áhrif hljóti að vera ýmist smá, skammvinn eða verðlögð inni í ferlinu löngu áður en kemur að gjalddaga, í takt við kenningar um framsýnar væntingar.

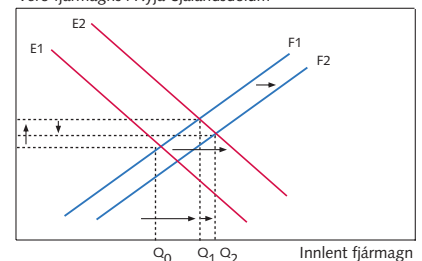
16. Erend skuldabréfaútgáfa kemur þó ekki fram sem aukið innstreymi fjármagns í þjóðhagsreikningum heldur sem vörn. Færslurnar, sem koma fram þar, eru í flestum tilvikum erlend lántaka nýsjálensks banka. Það breytir ekki því að tiltækt framboð fjármagns eykst.

17. Í grein Þórarins G. Péturssonar (2001a) er gerð grein fyrir áhrifaleysi peningastefnu á raunstærðir til langs tíma.

Mynd 5

Framboð og eftirspurn eftir fjármagni í nýsjálenskum dölum

Verð fjármagns í Nýja-Sjálandsdölum



E1 til E2: Aukin eftirspurn eftir fjármagni í Nýja-Sjálandsdölum t.d. vegna húsnæðisverðsþróunar.
F1 til F2: Framboð fjármagns eykst þegar erlendir fjárfestar fá aðgang að fjármagnsmarkaði í Nýja-Sjálandsdölum.
Heimild: Drage, o.fl. (2005).

Það eru engin ný sannindi að hagfræðingar eiga oft erfitt með að staðfesta hagfræðileg gengissambönd með hagrannsóknum. Ljóst er að styrkingar- og veikingaráhrif af þessu tagi geta verið til staðar á mjög stuttum tímabilum, t.d. hluta dags eða nokkra daga, án þess að það komi fram í mánaðargögnum en sé það tilfellið er ljóst að áhrifin skipta litlu máli í efnahagslegu tilliti. Annar möguleiki er að áhrifin séu hverfandi í samanburði við aðrar fréttir sem markaðurinn bregst við. Loks getur verið að tímaraðgreining henti illa við að greina áhrif framsýnna væntinga.

Niðurstaða Seðlabanka Nýja-Sjálands er því að áhrif útgáfunnar á gengið hafa reynst mun minni en óttast var. Fróðlegt er að ekki er hægt að koma auga á nein skaðleg áhrif þess þegar útgáfan dróst mjög hratt saman um og í kringum aldamótin. Útgáfan að undanfögnu er hins vegar enn meiri en þá og ætlar Seðlabanki Nýja-Sjálands að fylgjast vel með þróuninni (sjá Drage o.fl., 2005).

Áhrif á fjármálastöðugleika

Nýja-Sjáland er eitt skuldsettasta landið á meðal þróaðra ríkja. Hrein skuldastaða nýsjálenska þjóðarbúsins við útlönd hefur farið versnandi undanfarna þrjú áratugi og nemur um 84% af VLF. Stór hluti þessara erlendu skulda er í erlendum gjaldmiðli en það sem greinir Nýja-Sjáland frá mörgum öðrum skuldsettum ríkjum er að verulegur hluti erlendu skuldanna er varinn. Útgáfa erlendra skuldabréfa í nýsjálenskum dölum hefur aukið vilja útlendinga til að hafa eignir í nýsjálenskum dölum og verkar sem áhættuvörn fyrir skuldir nýsjálenska þjóðarbúsins í erlendum gjaldeyri vegna skiptasamninga á milli nýsjálenskra banka og útgefenda (sjá Woolford o.fl., 2001). Ef til dæmis gengi nýsjálenska dalsins lækkar verulega eykst greiðslubyrði vegna erlendra lána að öðru óbreyttu. Ef erlendar skuldir eru hins vegar baktryggðar í nýsjálenskum dölum, vegna skiptasamninga í tengslum við erlenda útgáfu skuldabréfa á milli útgefanda og nýsjálenskra banka eru áhrif gengislækkunar á greiðslubyrðina mun minni en ella. Um helmingur skulda Nýja-Sjálands er í erlendum gjaldmiðli. Hins vegar er stór hluti skuldsetningarinnar baktryggður. Andvirði útistandandi erlendra skuldabréfa í nýsjálenskum dölum, upp á alls um 24 milljarða ný-sjálenska dali í mars 2005, veitir því baktryggingu fyrir um 30% af erlendum skuldum landsins (sjá, Drage o.fl., 2005). Slík baktrygging hefur jákvæð áhrif á fjármálastöðugleika.¹⁸

Ávöxtun skuldabréfanna

Hagfræðingar hjá Seðlabanka Nýja-Sjálands rannsökuðu einnig ávöxtun allra erlendra skuldabréfa í nýsjálenskum dölum sem voru runnin út árið 2004. Ávöxtunin reyndist vera mjög sveiflukenn, frá -5% til 24%, og að meðaltali 4,1% sem er nánast sama og ávöxtun þýskis ríkisskuldabréfs á sama tíma. Þetta bendir til þess að áhættan sé of lágt verðlögð. Ávöxtunin virðist einkum ráðast af gengissveiflum, ekki vaxtamuninum á hverjum tíma (sjá Drage o.fl., 2005).¹⁹

18. Nánari umfjöllun um áhrif erlendu skuldabréfaútgáfunnar á fjármálastöðugleika má nálgast í Woolford o.fl. (2001) og í nýútkominni fjármálastöðugleikaskýrslu Seðlabanka Nýja-Sjálands. Sjá einkum rammagrein 3 á bls. 20-21 en þar kemur einnig fram að útistandandi bréf nema nú um 45 ma. nýsjálenskum dölum (Reserve Bank of New Zealand, 2005b).

19. Þess ber að geta að skuldabréf útgefin árin 1996-97 ráða miklu um niðurstöðuna en ávöxtun þeirra var mjög slæm. Sjá nánar í Drage o.fl., (2005).

Áhrif útgáfunnar á fjármálamarkað

Víkur þá sögunni aftur til Íslands. Íslenskur fjármálamarkaður hefur tekið stakkaskiptum á undanförunum tveimur áratugum samfara auknu frjálsræði í viðskiptum, bættri umgjörð peninga- og fjármálastjórnar og aukinni samþættingu íslensks viðskiptalífs við umheiminn. Nú er gengi krónunnar, vextir og verð verðbréfa ákvarðað á virkum mörkuðum. Mikilvægir undirmarkaðir hafa eflst með aukinni veltu, tilkomu öflugri fjármálastofnana og þátttöku erlendra aðila. Íslenskur fjármálamarkaður er engu að síður enn tiltölulega óþroskaður í samanburði við markaði þróaðra ríkja beggja vegna Atlantshafsins því að þótt veltan hafi aukist er hún enn takmörkuð, þátttakendur fáir og ýmsar fjármálaafurðir eru lítt nýttar.²⁰ Hvaða áhrif hefur erlend útgáfa skuldabréfa í krónum haft á íslenskan fjármálamarkað? Hver eru líkleg áhrif til lengri tíma lítið? Byrjum á að skoða nokkra undirmarkaði.

Millibankamarkaður með krónur

Skipulagður millibankamarkaður með krónur hefur starfað í núverandi mynd frá því árið 1998. Markaðurinn gegnir mikilvægu hlutverki við lausafjárstýringu banka og sparisjóða og í almennri vaxtamyndun á peningamarkaði. Fjármálastofnanir, sem eiga aðild að markaðnum, geta látið frá sér eða orðið sér úti um fjármagn á markaðnum. Vextir á millibankamarkaði gefa því til kynna hver lausafjárstaðan er á markaðnum því að vextir eru háir ef skortur er á lausafé en lágir ef gnótt lausafjár er til staðar. Daglána- og viðskiptareikningsvextir Seðlabankans mynda nokkurs konar þak og gólf millibankavaxtanna og því segir staða vaxtaferilsins innan þess bils einnig til um stöðu lausafjár á markaðnum. Vextir á millibankamarkaði eru einnig mikilvægir við verðlagningu ýmissa fjármálaafurða, svo sem í afleiðuviðskiptum, og eru því lykilliðir í vaxtamyndun á fjármálamarkaði (sjá Halldór Svein Kristinsson, 2002).

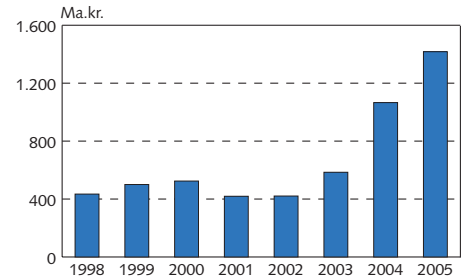
Þessu fylgir að markaðurinn er mikilvægur farvegur í miðlunarferli peningastefnunnar. Hækkun stýrivaxta skilar sér yfirleitt nær samstundis út í vexti á millibankamarkað fyrir krónur þar sem viðskipti með skammtímaverðbréf fara fram en lengstu vextirnir þar eru til tólf mánaða (sjá Þórarinn G. Pétursson, 2001a).

Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum getur haft áhrif til lækkunar vaxta á millibankamarkaði og því unnið gegn því að áhrif stýrivaxta-hækkana Seðlabankans skili sér á peningamarkaði. Ein af mögulegum mótstöðum íslenskra banka í stuttum skiptasamningum við útgefendur erlendra skuldabréfa í krónum er að lána krónurnar inn á millibankamarkað til svipaðs tíma og líftími bréfanna er. Áhrif útgáfunnar ættu því að helst að birtast á lengri enda vaxtarófsins á millibankamarkaði.

Á mynd 8 er tímaróf millibankamarkaðsvaxta áður en útgáfan hófst borin saman við rófið rúmri viku áður en tilkynnt var um stýrivaxta-

Mynd 6

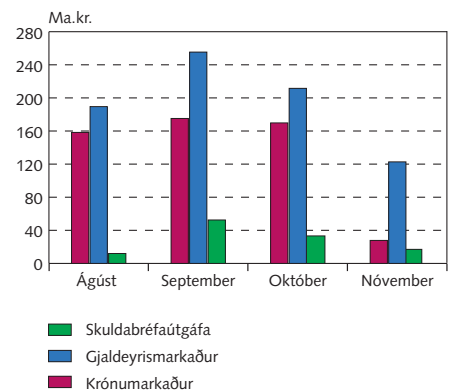
Velta á millibankamarkaði með krónur 1998-2005¹



1. Gildi fyrir 2005 er til og með 14. nóvember.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 7

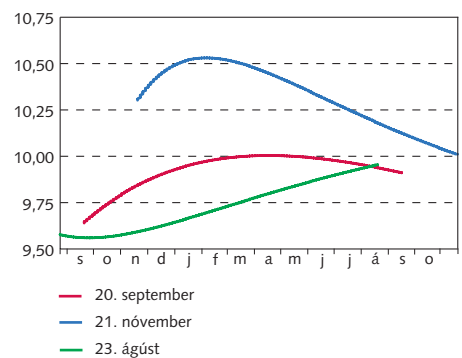
Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum og velta á millibankamörkuðum með krónur og gjaldeyri¹



1. Upplýsingar til og með 11. nóvember.
Heimildir: Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 8

Tímaróf millibankamarkaðsvaxta

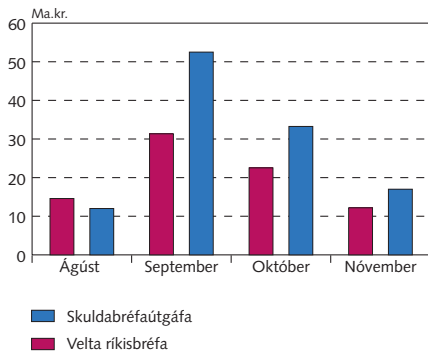


Heimild: Seðlabanki Íslands.

20. Í viðauka við síðustu skýrslu Alþjóðagjalddeyrissjóðsins um stöðu og horfur í íslenskum efnahagsmálum (e. Staff Report for the 2005 Article IV Consultation) var bankakerfið og hlutabréfamarkaðurinn á Íslandi borinn saman við önnur norræn lönd. Í greiningu sjóðsins kom fram að íslenskir bankar séu þökkalega vel þróaðir en hlutabréfamarkaðurinn sé hins vegar afar vanþróaður í samanburði við önnur norræn lönd. Alþjóðagjalddeyrissjóðurinn skipar Ísland því í flokk bankakerfshagkerfa en t.d. Danmörk og Svíþjóð eru markaðshagkerfi því að þar er fjármögnun fyrirtækja á hlutabréfamarkaði mun auðveldari (sjá Alþjóðagjalddeyrissjóðurinn, 2005c).

Mynd 9

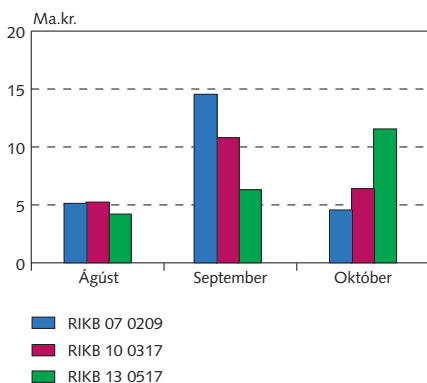
Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum og
velta ríkisbréfa ágúst-nóvember 2005¹



1. Upplýsingar til og með 14. nóvember.
Heimildir: Kauphöll Íslands, Reuters, Seðlabanki Íslands.

Mynd 10

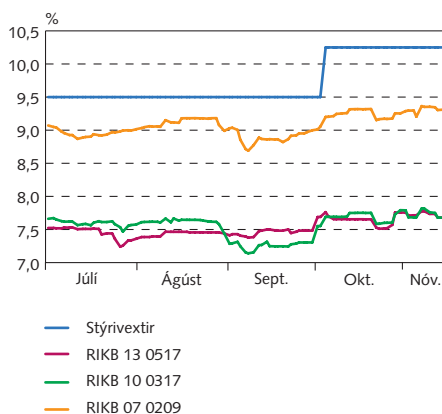
Velta ríkisbréfa eftir flokkum
ágúst 2005 - október 2005



Heimildir: Kauphöll Íslands, Reuters.

Mynd 11

Ávöxtunarkrafa óverðtryggðra ríkisbréfa
og stýrivextir júlí-nóvember 2005¹



1. Upplýsingar til og með 11. nóvember.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

hækkun Seðlabankans í lok september og tímarófið 21. nóvember. Ljóst er að tímarófið hefur breytt um lögun frá því að erlenda skuldabréfaútgáfan hófst. Þrátt fyrir væntingar um frekari stýrivaxtahækkunar Seðlabankans eru lengri vextir á millibankamarkaði niðrhallandi og á tímarófinu frá 21. nóvember eru vextir á lengri endanum lægri en á þeim stutta. Þetta eru skýr merki um gnótt lausafjár á markaðnum og innstreymi króna í tengslum við útgáfuna er mjög líkleg skýring á þessu.

Á myndum 6 og 7 má sjá að velta á millibankamarkaði með krónur hefur aukist til muna frá því að útgáfa erlendra skuldabréfa í krónum hófst í lok ágúst. Erlenda skuldabréfaútgáfan hefur því að þessu leyti aukið dýpt millibankamarkaðarins eins og fjallað er um í kaflanum *Fjármálamarkaðir og aðgerðir Seðlabankans* í þessari útgáfu *Peningamála*.

Skuldabréfamarkaður

Skuldabréfamarkaðurinn er stærsti undirmarkaður íslensks fjármála-markaðar og hefur stærð hans aukist verulega á síðustu árum. Ríki, sveitarfélög, fyrirtæki og einstaklingar sækja lánsfjármögnun á þennan markað. Markaðsvirði skuldabréfa og víxla var um 953 ma.kr í lok síðasta árs og veltan á markaðnum var um 1500 ma.kr. á síðasta ári en vægi íbúða-, hús- og húsnæðisbréfa var um tveir þriðjuhlutar, sjá töflu 4.

Erlend útgáfa skuldabréfa í íslenskum krónum hefur aukið eftirspurn alþjóðlegra verðbréfafyrirtækja, sem hafa milligöngu um útgáfuna, eftir skiptasamningum við íslenska viðskiptabanka sem breyta krónuskuldbindingum útgefandans í erlenda flotvexti. Meðal mögulegra mótstaðna íslenskra banka í skiptasamningum eru fjárfestingar í innlendum óverðtryggðum skuldabréfum með svipaðan líftíma á innlendum markaði. Líftími erlendu skuldabréfanna er í flestum tilfellum eitt til tvö ár og því er ljóst að ríkisbréfin eru einu skuldabréfin á innlendum markaði með álíka líftíma.

Tafla 4 Velta í Kauphöll Íslands í ma.kr.

	2000	2001	2002	2003	2004
Bankavixlar	40,1	32,2	69,9	51,4	43,1
Hlutabréf	198,8	138,3	321,3	553,6	721,4
Húsbref	132,1	218,8	319,2	506,5	366,8
Íbúða- og húsnæðisbréf	42,4	87,1	110,7	143,1	602,1
Ríkisbréf	25,3	108,0	133,2	149,8	269,1
Ríkisvíxlar	34,3	32,5	48,4	79,8	84,5
Spariskírteini	48,3	122,6	103,4	78,3	107,7
Samtals	521,4	739,6	1106,3	1562,4	2194,7

Heimild: Lánasýsla ríkisins (2005).

Ríkisbréf eru óverðtryggð skuldabréf gefin út af Lánasýslu ríkisins fyrir hönd ríkissjóðs og nú eru þrjú flokkar ríkisbréfa skráðir í Kauphöll Íslands, RIKB07, RIKB10 og RIKB13. Stærð þessara ríkisbréfsflokka er smá í samanburði við umfang erlendu skuldabréfaútgáfunnar og því ljóst að bréfin veita einungis mótstöðu fyrir lítinn hluta útgáfunnar. Áhrif erlendu útgáfunnar og meðfylgjandi skiptasamninga birt-

ast glöggt í auknum eftirmarkaðsviðskiptum með ríkisbréf, einkum RIKB07 og RIKB10 í september og RIKB13 í október í kjölfar útgáfu Kommunalbanken til fimm ára, sjá mynd 10. Ávöxtunarkrafa bréfanna lækkaði sömuleiðis snarlega í mánuðinum, sjá mynd 11. Hún hækkaði hins vegar á ný í október í kjölfar stýrivaxtahækkunar Seðlabankans og væntinga um auknið peningalegt aðhald á næstunni.

Mynd 12 ber saman tímaróf óverðtryggðra vaxta áður en útgáfa erlendu skuldabréfanna hófst, rófið rúmri viku áður en tilkynnt var um stýrivaxtahækkun Seðlabankans í september og tímarófið 21. nóvember. Ljóst er að lögun tímarófsins breyttist eftir að útgáfan hófst og eftirspurn eftir RIKB07 og RIKB10 jókst eins og sést á því að meginhluti tímarófsins 20. september er mun lægri en 23. ágúst. Svo virðist sem 0,75 prósentu stýrivaxtahækkun Seðlabankans í lok september og sterkar yfirlýsingar um auknið peningalegt aðhald hafi náð að lyfta öllu tímarófinu upp fyrir stöðu þess áður en útgáfan hófst.

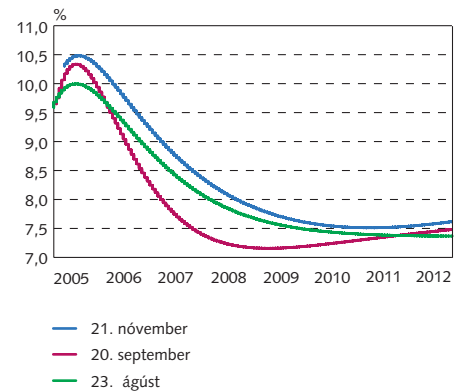
Millibankamarkaður með gjaldeyri

Gengi íslensku krónunnar hefur ráðist af framboði og eftirspurn á milli-bankamarkaði með gjaldeyri frá árinu 1993 og án íhlutunar Seðlabankans frá því í mars 2001 þegar Seðlabankinn tók upp verðbólgu-markmið og krónan fór á flot. Markaðurinn gegnir brýnu hlutverki við að auðvelda og stýra miðlun gjaldeyris á milli kaupenda og seljenda gjaldeyris en mikilvægi þessa hefur aukist til muna með auknu vægi milliríkjaviðskipta, tilkomu fulls frelsis í fjármagnsflutningum á milli Íslands og annarra ríkja og upptöku flotgengisfyrirkomulagsins. Íslenskur gjaldeyrismarkaður hefur hins vegar jafnan verið mjög þunnur, velta lítil og þátttakendur fáir. Þar hefur því gilt orðatiltækið oft veltir lítil þúfa þungu hlasi, þ.e. lítil viðskipti hafa getað haft veruleg áhrif á verð gjaldmiðilsins.

Gengi íslensku krónunnar hefur verið í sögulegum hæðum að undanfögnu. Eins og áður hefur komið fram er það vegna þess að peningalegt aðhald hefur aukist vegna eftirspurnarþrýstings í hagkerfinu. Gengi krónunnar hefur haldið áfram að styrkjast eftir tilkomu útgáfu erlendu skuldabréfanna í krónum. Gengisvísitalan var í um 109 stigum áður en útgáfan hófst en stendur í um 103 stigum þegar þessar línur eru ritaðar eftir að hafa farið lægst í um 100,6 stig. Í millitíðinni hafa stýrivextir hækkað um 0,75 prósentur og Seðlabankinn hefur gefið fyrirheit um „strangt peningalegt aðhald lengur en væntingar standa til“ en hvort tveggja ætti að styrkja gengi krónunnar. Því er erfitt að greina í sundur áhrif peningastefnu Seðlabankans og erlendu útgáfunnar á gengi krónunnar. Nánar verður vikið að tengslum peningastefnunnar og gengis síðar.

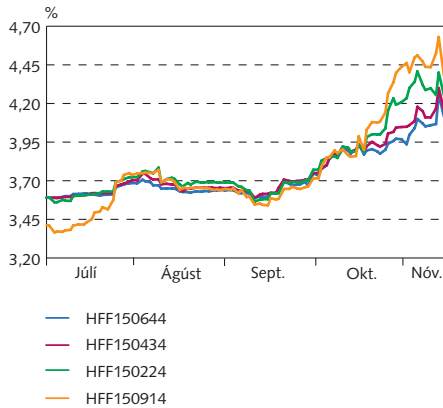
Velta á gjaldeyrismarkaði hefur verið mjög mikil á árinu, eða um 1,600 ma.kr. sem er tvöfalt meira en á sama tíma í fyrra, og veltan hefur verið mun meiri eftir að útgáfa erlendra skuldabréfa í krónum hófst í lok ágúst en fyrir þann tíma, eða um og yfir 200 ma.kr á mánuði, sjá mynd 7. Samkvæmt upplýsingum frá viðskiptabönkunum þremur hafa þeir gert skiptasamninga við erlenda aðila fyrir rétt tæplega 100 ma.kr. sem gæti bent til þess að meginþorri krónanna í tengslum við útgáfuna hafi skilað sér inn á íslenskan markað ólíkt því sem haldið hefur verið fram að undanfögnu um að erlendu milligönguáðilarnir, sem annast

Mynd 12
Tímaróf óverðtryggðra vaxta



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 13

Ávöxtunarkrafa íbúðabréfa
júli-nóvember 2005¹

1. Upplýsingar til og með 14. nóvember 2005.
Heimildir: Kauphöll Íslands, Seðlabanki Íslands.

útgáfuna fyrir útgefandann, séu með opnar stöður og taki stöðu í vöxtunum. Um þetta er þó erfitt að fullyrða.

Sterkari innviðir íslensks fjármálamarkaðar

Millibankamarkaðir með krónur og gjaldeyri hafa dýpkað í kjölfar útgáfu erlendra skuldabréfa í krónum því að velta hefur aukist til muna á mörkuðunum. Safn fjárfesta í krónum hefur sömuleiðis stækkað verulega með þessari alþjóðlegu útgáfu en fram til þessa hefur okkur Íslendingum ekki tekist að vekja verulegan áhuga meðal erlendra fjárfesta á skuldabréfum í krónum. Innlendir viðskiptabankar hafa fengið nýjan kost á ódýrari lánsfjármögnun í krónum en ef þeir hefðu verið bundnir við framboð lánsfjár á innlendum markaði. Líklegt er að viðskiptavinir þeirra fái notið þess í formi lægri vaxta og fjölbreyttari lánsmöguleikum. Útgáfan hefur því styrkt innviði íslensks fjármálakerfis og lækkar sennilega vaxta- og áhættuálag á innlendum fjáreignum til lengri tíma lítið. Aukin dýpt fjármálamarkaðarins styrkir vaxtaferilinn, er líkleg til að auka samkeppni á milli innlendra bankastofnana og til að efla ýmiss konar fjármálaafurðir sem hafa verið lítið notaðar fram til þessa.

Fróðlegt verður að sjá hvort líftími skuldabréfanna lengist eftir því sem erlendir útgefendur öðlast aukna þekkingu og reynslu af íslenskum fjármálamarkaði líkt og hefur gerst t.d. á Nýja-Sjálandi. Norski Kommunalbanken er fram til þessa eini útgefandinn sem hefur gefið út bréf í krónum til fimm ára.

Áhrif útgáfunnar á efnahagslífið

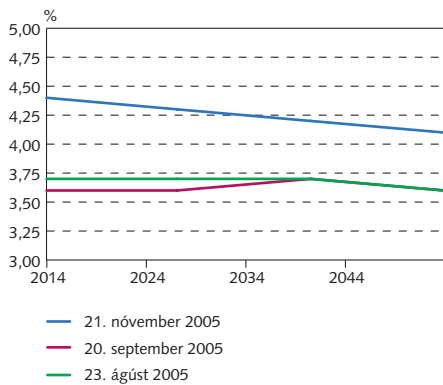
Íslendingar hafa mjög stutta reynslu af útgáfu erlendra skuldabréfa. Engin bréf eru mjög nálægt gjalddaga og því takmarkað hvað hægt er að fullyrða um áhrif útgáfunnar á efnahagslífið. Því er réttara að spyrja: Er einhver ástæða til að ætla að áhrif útgáfu erlendra skuldabréfa verði í veigamiklum atriðum önnur á Íslandi en í Nýja-Sjálandi? Hér þarf að meta áhrif hinna séríslensku þátta, einkum hversu grunnir fjármálamarkaðir eru og tvískiptingu þeirra í verðtryggð og óverðtryggð bréf. Gengissveiflur eru hins vegar síst meiri hér en á Nýja-Sjálandi.²¹

Vextir

Af ofansögðu er ljóst að erlend skuldabréfaútgáfa í krónum hefur verkað sem þrýstingur til lækkunar á óverðtryggða vexti innanlands. Vextir á lengri enda millibankavaxtarófsins hafa lækkað og ávöxtunarkrafa á skuldabréfum með svipaðan líftíma og erlendu bréfin lækkaði er útgáfan hófst þótt stýrivaxtahækkun Seðlabankans næði henni upp á ný. Óverðtryggðir vextir eru því lægri nú en ef útgáfan hefði ekki verið til staðar. Hins vegar er einnig ljóst að útgáfan hefur ekki komið í veg fyrir að stýrivaxtahækkanir Seðlabankans skili sér í hækkun óverðtryggðra vaxta en hækkunin er minni en ella. Útgáfa erlendra skuldabréfa í krónum hefur því dregið úr áhrifamætti peningastefnu Seðlabankans í gegnum vaxtarófið við núverandi aðstæður. Nánar um það síðar.

Mynd 14

Tímaróf verðtryggðra vaxta



Heimild: Seðlabanki Íslands.

21. Samanburð á sveiflum í framleiðslustigi, verðbólgu, vöxtum og gengi í löndunum tveimur má m.a. sjá í Þórarinn G. Pétursson (2004).

Íslenski skuldabréfamarkaðurinn er að mestu leyti verðtryggð bréf og langir verðtryggðir vextir skipta mestu máli fyrir heimilin og fyrirtækin í landinu. Á mynd 13 er sýnd þróun ávöxtunarkröfu íbúðarbréfa frá því í júlí á þessu ári. Á mynd 14 er borið saman vaxtaróf íbúðarbréfa áður en útgáfan hófst, rófið rétt fyrir tilkynningu um stýrivaxtahækkun Seðlabankans í september og 21. nóvember. Af myndunum má sjá að aukið peningalegt aðhald er loks að skila sér út í verðtryggða vaxtarófið. Mæling á vísitölu neysluverðs í nóvember styrkti hækkun ávöxtunarkröfunnar. Þá hefur sterkt gengi krónunnar hvatt erlenda aðila til að losa um stöður sínar á verðtryggðum bréfum. Metvelta hefur verið í viðskiptum með íbúðabréf að undanförunu og hefur ávöxtunarkrafa þeirra hækkað verulega. Hækkarnir hafa verið meiri á styttri endanum en þeim lengri og er verðtryggða vaxtarófið því nokkuð niðurhallandi nú eftir að hafa verið flatt nær samfellt í heilt ár. Á allra síðustu dögum hafa vextir á verðtryggðum íbúðalánum hækkað eftir að Landsbanki Íslands reið á vaðið og Íbúðalánasjóður efndi til útboðs á íbúðabréfum.

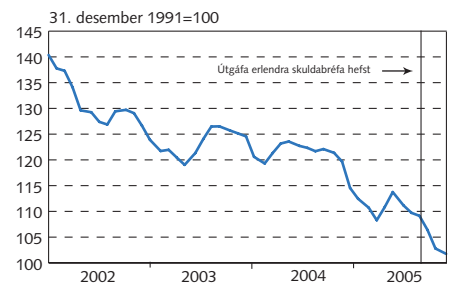
Erfitt er segja til hver líkleg áhrif erlendar skuldabréfaútgáfu í krónum verða á langa verðtryggða vexti. Verðtryggðir vextir á langtímalánum ráðast af því hvaða áhrif útgáfan hefur á væntingar markaðsaðila um framtíðarþróun skammtíma vaxta og verðbólgunnar. Sé verðlag tregbreytanlegt og staðkvæmd á milli verðtryggðra og óverðtryggðra bréfa ætti breyting óverðtryggðra skammtíma vaxta að valda tímabundinni breytingu verðtryggðra vaxta í sömu átt.²² Væntingar markaðsaðila um framkvæmd peningastefnunnar og mat þeirra á trúverðugleika hennar hafa því veruleg áhrif. Nánar um það hér á eftir.

Gengi

Gengi krónunnar hefur styrkst samfara auknu peningalegu aðhaldi Seðlabankans og svo virðist sem útgáfa erlendra skuldabréfa í krónum hafi styrkt gengið enn frekar, sjá mynd 15. Er það vísbending um að útgáfan geti haft meiri áhrif á gengi krónunnar en nýsjálenska dollarans, t.d. vegna þess hversu grunnur gjaldeyrismarkaðurinn er á Íslandi? Eða er um yfirskot að ræða sem mun jafna sig þegar frá líður? Má búast við verulegri veikingu krónunnar þegar líftími bréfanna rennur út? Allar þessar spurningar beina kastljósinu að einni lykilsþringu: Hvað ræður gengi íslensku krónunnar?²³

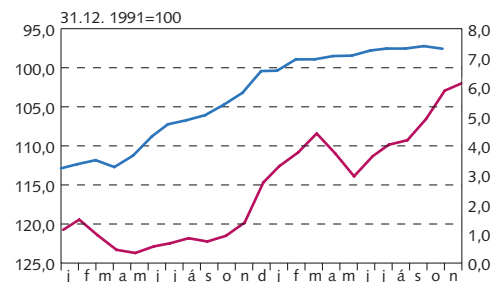
Hagfræðingar hafa lengi glímt við að skýra hvað ráði gengi gjaldmiðla og þrátt fyrir framsetningu ýmissa kenninga um tengsl gengis við aðrar grunnstærðir hagkerfisins, einkum vaxta, hefur víðtækum rannsóknum síðustu áratuga ekki tekist að staðfesta gildi þeirra. Gengishagfræðin er full af ráðgátum sem hagfræðingar reyna að skýra.²⁴ Rúm tuttugu ár eru liðin frá því að Meese og Rogoff (1983) sýndu

Mynd 15
Vísitala meðalgengis 2002-2005¹



1. Upplýsingar til og með 16. nóvember.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

Mynd 16
Gengi og vaxtamunur við útlönd 2004-2005¹



— Vaxtamunur við útlönd (hægri ás)
— Meðalgengi (andhverfur vinstri ás)

1. Munur á tólf mánaða vöxtum á innlendum peningamarkaðsvixlum og sambærilegum erlendum verðbréfum.
Heimild: Seðlabanki Íslands.

22. Sjá nánari umfjöllun í greinum Þórarins G. Péturssonar (2001a og b).

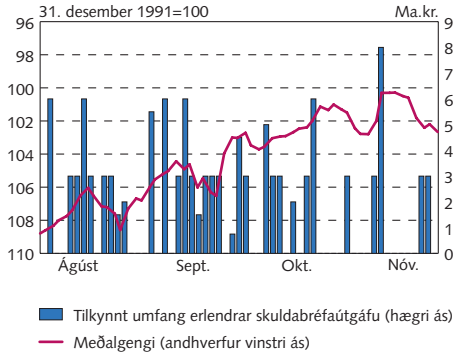
23. Nánari umfjöllun um hvað ráði ákvörðun um gengi gjaldmiðla má finna í rammagrein á bls. 23-25 í *Peningamálum* 2001/4.

24. Helstu ráðgátur eru sambandsleysisráðgátan (e. exchange rate disconnect puzzle), ráðgátan um kaupmáttarjafnvægiskenningu (e. Purchasing power parity puzzle) og framtíðarþróunargátan (e. forward bias puzzle). Sarno (2005) veitir gott yfirlit yfir helstu ráðgátur gengishagfræðinnar og hvernig miðar áleiðis með að leysa þær.

Mynd 17

Meðalgengi og tilkynningar um
erlenda skuldabréfaútgáfu

Daglegar tölur 24. ágúst - 14. nóvember 2005



Heimild: Seðlabanki Íslands.

fram á að ekkert gengislíkan hagfræðinga gæti spáð betur en sú einfalda tilgáta að núverandi gengi gjaldmiðils sé besta spáin um gengi hans í framtíðinni. Þrátt fyrir mikla elju hefur hagfræðingum ekki tekist að breyta þessari niðurstöðu.

Eignaverðsnálgunin

Samkvæmt *eignaverðsnálguninni* (e. asset price approach to the exchange rate) á verð (þ.e. gengi) krónunnar að endurspeglar væntingar markaðsaðila um framtíðararðsemi þess að hafa eignir sínar í krónum miðað við að hafa þær í öðrum gjaldmiðli. Þær væntingar ráðast fyrst og fremst af vaxtamuninum á milli Íslands og útlanda að teknu tilliti til áhættuálags og væntanlegra gengisbreytinga.

Ef væntingar markaðsaðila eru framsýnar ræðst gengisþróunin bæði af *stærð* vaxtamunarins við útlönd sem og væntingum um hversu *lengi* hann verður fyrir hendi. Ef markaðsaðilar miða hins vegar við óbreytt gengi í ljósi niðurstöðu Meese og Rogoff þá mun *formerki* vaxtamunarins skipta mestu máli og þeir munu fjárfesta í eignum í krónum eins lengi og vaxtamunurinn er jákvæður, sjá mynd 16. Sé þetta tilfellið munu skammtímavextir fá aukið vægi við ákvörðun gengis krónunnar samanborið við framsýnar væntingar.

Gengi krónunnar og peningastefna Seðlabankans

Ef skammtímavextir skipta sköpum fyrir gengisþróunina vaknar spurningin: Hvað ræður skammtímavöxtum? Ljóst er að peningastefna getur haft veruleg áhrif á skammtímavexti og ef peningalegt aðhald er misjafnt á milli Íslands og annarra landa verður munur á milli skammtímavaxta. Slíkt hvetur til þess að fjárfestar færi fjárfestingar sínar yfir í þann gjaldmiðil sem ber hærri vexti og þeir munu halda því áfram þangað til högnunartækifærið hverfur. Ef markaðsaðilar eru sannfærðir um að Seðlabankinn muni halda skammtímavöxtum háum aðlagast vextirnir ekki þegar fjárfestar fjárfesta í verðbréfum í krónum. Aðlögunin að óvarða vaxtafjafnvæginu verður því að eiga sér stað í gegnum breytingar á gengi.

Gengisþróun krónunnar er því mjög háð væntingum markaðsaðila til þróunar skammtímavaxta á Íslandi og erlendis. Þær væntingar ráðast aftur af væntingum þeirra til verðbólguþróunarinnar hér og erlendis þar sem aðhaldsstig peningastefnunnar ræðst af henni. Sögulegt aðhaldsleysi peningastefnunnar víða um heim síðastliðin tvö ár á sama tíma og innlend eftirspurn hefur vaxið gífurlega og neytt Seðlabankann til að hækka stýrivexti sína hefur styrkt gengi krónunnar nær sleitulaust. Erlend skuldabréfaútgáfa í krónum, sem eykur eftirspurn eftir krónum við útgáfu, og sterkar yfirlýsingar Seðlabankans um strangt peningalegt aðhald innanlands og lengur en væntingar standa til, hafa styrkt þessa gengisþróun krónunnar. Erfitt er að segja til um hversu mikinn þátt erlenda skuldabréfaútgáfan á í þessari styrkingu krónunnar.

Mikilvægt er að átta sig á því að þó að munur á skammtímavöxtum á milli Íslands og annarra landa sé mikilvægur drifkraftur gengisins og peningastefna Seðlabanka Ísland hafi mikil áhrif á þennan vaxtamun þá þýðir það ekki að Seðlabankinn geti stjórnað gengi íslensku krónunnar. Peningastefna Seðlabankans ræðst af undirliggjandi verð-

bólguþrýstingi í hagkerfinu. Telji markaðsaðilar að peningastefna bankans fari á skjön við yfirlýst verðbólguþrýstingum munu þeir ekki vænta þess að vaxtaferillinn til langs tíma hafi breyst nema þeir telji að bankinn búi yfir upplýsingum sem þá skorti sjálfa eða að bankinn hafi breytt um grundvallarstefnu með aðgerðunum. Meti þeir t.d. að stýrivaxtahækkun Seðlabankans sé of mikil munu þeir vænta lægri vaxta í framtíðinni því að það sé eina leiðin til að verðbólguþrýstingur náist. Væntingar þeirra um arðsemi þess að fjárfesta í krónum ætti því ekki að breytast mikið og gengi krónunnar því að haldast nær óbreytt.²⁵

Væntingar í lykilhlutverki í gengisþróuninni

Það er ekki auðvelt að segja til um hvaða aðferð útgefendur erlendra skuldabréfa í krónum og mögulegir fjárfestar nota við að spá um gengisþróun krónunnar. Líklega er allur gangur á því, sumir miða við óbreytt gengi en aðrir líta til annarra þátta eins og verðbólguþróunarinnar, vaxtabreytinga hér og erlendis, hagvaxtarspáa, yfirlýsinga peningayfirvalda o.s.frv. Allir þessir þættir eru því líklegir til að hafa áhrif á áform útgefenda skuldabréfa í krónum. Ljóst er að allar fréttir, sem geta haft áhrif á væntingar markaðsaðila, geta einnig haft áhrif á gengi krónunnar líkt og á verð hefðbundinna verðbréfa. Þetta er einmitt skýring eignaverðsnálgunarinnar á miklum skammtímasveiflum á gjaldeyrismörkuðum.

Það er kannski engin furða að gengislíkön eigi erfitt með að spá um gengisþróun þar sem væntingar markaðsaðila til svo margra þátta skipta sköpum. Þessar væntingar geta breyst hratt og margt getur breytt stemmningunni og hjarðarhegðun er algeng á gjaldeyrismörkuðum. Hert peningalegt aðhald erlendis, bættar verðbólguhorfur innanlands, breytingar á alþjóðafjármálamörkuðum og ótti við að gengi krónunnar sé of langt frá jafnvægi eru aðeins nokkrir þættir sem gætu breytt væntingum markaðsaðila og haft afgerandi áhrif á gengi krónunnar og því um leið á erlenda skuldabréfaútgáfu í krónum.

Horfur eru á að vextir fari hækkandi á evrusvæðinu þar sem verðbólguhorfur hafa versnað. Seðlabanki Bandaríkjanna hefur þegar hækkað stýrivexti sína um þrjár prósentur frá því að peningalegt aðhald náði lágmarki þar árið 2003. Seðlabanki Kanada hefur sömuleiðis hækkað vexti. Á sama tíma hefur Seðlabanki Íslands boðað hert peningalegt aðhald. Það er því spurning hvernig vaxtamunur Íslands við umheiminn mun þróast ef aðhald peningastefnunnar eykst á báðum vígstöðum.

Reynsla annarra landa sýnir að erlend skuldabréfaútgáfa er fyrst og fremst hagsveiflufyrirbæri og nær yfirleitt hámarki, eins og áður segir, þegar vaxtamunurinn er mikill, gengið sterkt í sögulegu ljósi og innlend eftirspurn eftir lánsfé er kröftug. Ennfremur er ljóst að þó að ýmislegt bendi til þess að krónuútgáfan geti aukið sveiflur í gengi krónunnar þá sýnir reynsla Nýsjálandinga að slíkt getur gerst áfallalaust.

25. Í rammagrein XI-I á bls. 46 í þessari útgáfu *Peningamála* er sýnt fram á mikilvægi þess að gera greinarmun á þeim hluta aukins nafnvaxtamunar er felur í sér hækkun raunvaxta og hinum sem endurspeglar aukna innlenda verðbólgu miðað við útlönd. Þetta er nauðsynlegt því að þótt nafnvaxtamunurinn sé að aukast á milli landa er ekki víst að innlend hækkun dugi til að vega upp á móti meiri innlendra en erlendri verðbólgu.

Áhrif útgáfunnar á peningastefnu Seðlabankans

Verðlagsstöðugleiki er meginmarkmið Seðlabanka Íslands og er stöðugt verðlag skilgreint sem hækkun neysluverðs um 2½% á tólf mánuðum. Annað markmið Seðlabankans er að stuðla að virku og öruggu fjármálakerfi, þ.m.t. greiðslumiðlun í landinu og við útlönd. Þetta viðfangsefni hefur orðið æ umfangsmeira í starfsemi margra seðlabanka á undanförunum árum enda talið nauðsynlegt í kjölfar þess að hömlum var létt af fjármagnshreyfingum á milli landa. Erlend útgáfa skuldabréfa í krónum hefur áhrif á bæði þessi markmið. Hér verður þó fyrst og fremst fjallað um áhrifin á peningastefnuna.

Meira reynir á miðlun peningastefnunnar í gegnum gengi krónunnar en ella

Miðlunarferli peningastefnunnar lýsir því hvernig vaxtabreytingar Seðlabankans miðlast í gegnum hagkerfið og hafa áhrif á neyslu- og fjárfestingarákvarðanir einstaklinga og fyrirtækja og með því heildareftirspurn, verðbólguvæntingar og að lokum verðbólgu. Miðlunarferlið er flókið, háð mikilli óvissu og getur tekið breytingum eftir því hvernig aðstæður eru í þjóðarbúskapnum hverju sinni, m.a. þar sem væntingar fólks og fyrirtækja hafa svo mikið að segja. Veigamiklar kerfisbreytingar síðustu ára hafa breytt miðlunarferlinu og sömuleiðis er ljóst að þjóðarbúið er svo víðs fjarri því sem hægt er að kalla jafnvægisástand að reynsla fyrri ára veitir mjög takmarkaða leiðsögn. Því er ekki auðvelt að meta áhrif erlendar útgáfu skuldabréfa í íslenskum krónum á miðlunarferli og áhrifamátt peningastefnu Seðlabankans við þessar aðstæður.

Um fjöllunin hér á undan bendir til að miðlun peningastefnunnar í gegnum vexti veikist tímabundið við núverandi aðstæður þar sem útgáfa erlendra skuldabréfa í krónum vinnur á móti vaxtahækkunum Seðlabankans. Miðlun peningastefnunnar í gegnum gengið eflist hins vegar til skamms tíma vegna gengisstyrkingar krónunnar en þau áhrif geta snúist við ef fjármagnsstraumar snúast við og gengið lækkar.

Áhrif erlendar skuldabréfaútgáfu á peningastefnuna eru því að miðlun stýrivaxtahækkana út í hagkerfið fer í meira mæli fram í gegnum gengisáhrifin en vaxtarófið en ella. Það þýðir hins vegar ekki að áhrifamáttur peningastefnunnar á vaxtarófið sé hverfandi. Því fer fjarri eins og þróun verðtryggða vaxtarófsins hefur sýnt að undanförunu en áhrifin eru minni en ef útgáfan hefði ekki komið til. Eins og áður hefur komið fram er ekki auðvelt að meta hve stóran hluta gengisstyrkingarinnar í haust megi rekja til erlendu útgáfunnar, líklegt er að hún hafi eflt það ferli sem þegar var hafið í kjölfar vaxtahækkana Seðlabankans.

Breytt miðlun peningastefnunnar er að mörgu leyti óheppileg því að hún leggst misþungt á atvinnugreinarnar í landinu. Útflutningsgeirinn mun þurfa að sýna mikinn sveigjanleika. Hins vegar eru það engin ný sannindi að peningayfirvöld standa frammi fyrir vali. Þau geta ekki haft það að markmiði að tryggja samtímis stöðugleika innanlands (þ.e. verðlags), gengisstöðugleika og leyft fullt frelsi fjármagnsflutninga. Þetta er hinn klassíski ómöguleika-þríhyrningur peningastefnunnar (e. the impossible trinity). Þegar Seðlabanki Íslands tók upp verðbólgu-markmið og leyfði krónunni að fljóta í mars 2001 varð verðlagsstöðu-

gleiki og fullt fjármagnsflutningafrelsi fyrir valinu. Erlend skuldabréfaútgáfa gæti aukið gengissveiflur krónunnar og því má segja að við séum að finna meira fyrir þeim takmörkunum sem þríhyrningurinn setur okkur en fram til þessa.

Hvað gerist er nær dregur gjalddaga?

Mynd 18 sýnir hvenær þau skuldabréf, sem hafa verið gefin út fram til þessa, koma á gjalddaga. Af myndinni má sjá að skuldabréf að andvirði 47 ma.kr eru með gjalddaga á seinni hluta næsta árs og um 30 ma.kr. á hvorum helmingi ársins 2007. Alls eru því skuldabréf að andvirði rúmlega 100 ma.kr með gjalddaga á eins og hálfis árs tímabili. Þetta eru allt vaxtagreiðslubréf þannig að kaupendur fá greiddan út höfuðstólinn í heild sinni í krónum á gjalddaga. Erlendir kaupendur bréfanna geta þá skipt krónunum í erlenda gjaldmiðil á íslenskum gjaldeyrismarkaði eða valið að fjárfesta í nýjum skuldabréfum í krónum. Verði fyrri kosturinn fyrir valinu mun framboð á krónum aukast og gengi krónunnar gæti veikt við það þótt ekki sé hægt að fullyrða um það því gengið er háð mörgum öðrum þáttum eins og áður hefur verið rakið. Því er hins vegar ekki að neita að um verulegar upphæðir er að ræða, einkum á þriðju ársfjórðungum næstu tveggja ára.

Hvaða áhrif gæti möguleg gengisveiking krónunnar undir lok næsta árs haft á peningastefnu Seðlabankans og efnahagslífið í heild? Svarið veltur auðvitað á þeirri stöðu sem verður í þjóðarbúskapnum þegar gengið tæki að veikjast og hvort um væri ræða upphaf veikingarferlisins eða hvort gengi krónunnar hefði byrjað að gefa eftir áður en áhrif skuldabréfanna segðu til sín. Í versta falli gætu peningayfirvöld lent í því að gengi krónunnar gæfi verulega eftir þannig að hætta væri á að gengisbreytingin skilaði sér út í verðlagið með tilheyrandi verðbólguáhrifum og Seðlabankinn þyrfti að bregðast við með enn strangara aðhaldi. Slíkar aðgerðir gætu stuðlað að samdrætti í efnahagslífinu.

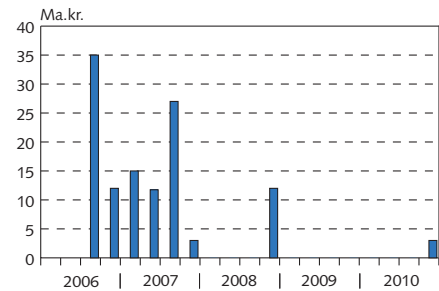
Er þetta líkleg þróun? Að minnsta kosti tvennt bendir til þess að svo sé ekki. Í fyrsta lagi sýnir reynsla Nýsjálendinga að gengisáhrif í tengslum við skuldabréfaútgáfu erlendra aðila eru afar takmörkuð og þrátt fyrir að mikill fjöldi skuldabréfa hefði gjalddaga á árunum 2000 til 2002 hafði það engin slæm áhrif á nýsjálenskt efnahagslíf og leiddi ekki til verulegrar gengisfellingar.

Í öðru lagi er ljóst að samband verðlags og gengis hefur breyst á undanförunum árum þannig að tímabundnar gengisbreytingar skila sér seinna og í minna mæli út í verðlag neysluvöru en áður. Þessi breyting er langt frá því að vera bundin við Ísland því að viðamiklar rannsóknir hafa staðfest þessi umskipti beggja vegna Atlantshafsins. Meðal hugsanlegra skýringa eru aukinn trúverðugleiki peningastefnunnar, minni möguleikar fyrirtækja á að velja gengisbreytingum út í verðlag vegna aukinnar alþjóðlegrar samkeppni, breytt samsetning vöru og þjónustu í milliríkjavíðskiptum, þróun nýrra fjármálaafurða sem auðvelda fyrirtækjum að verja sig gagnvart gengissveiflum og breyttar væntingar almennings eftir því sem gengissveigjanleiki hefur aukist víða um heim. Þessi breyting gerir það að verkum að áhrif skammtímagengissveiflna minnka þannig að jafnvel þótt gengi krónunnar gæfi eftir í tengslum við skuldabréfaútgáfuna er ekki víst að verðbólga aukist eins mikið og margir óttast og áhrifin verði vægari.

Mynd 18

Útistandandi erlend skuldabréf
í krónum eftir gjalddögum

3. ársfj. 2006 - 4. ársfj. 2010



Heimild: Seðlabanki Íslands.

Um þetta er þó erfitt að fullyrða því að ekki liggja fyrir niðurstöður rannsókna á því hvernig samband verðlags og gengisbreytinga hefur nákvæmlega breyst hér á landi á undanförunum árum enda stutt síðan núverandi fyrirkomulag í gengismálum var tekið upp.²⁶

Aukin óvissa við framkvæmd peningastefnunnar

Af umfjölluninni hér að ofan er ljóst að margt er óvíst og erfitt er að spá fyrir um þróunina á næstunni. Skuldabréfaútgáfa erlendra aðila í krónum eykur óvissuna í kringum framkvæmd peningastefnunnar þar sem hún breytir miðlun hennar út í gegnum hagkerfið á sama tíma og íslenskt efnahagslíf er í einni mestu uppsveiflu síðari ára. Óvissa er hins vegar ekki nýtt viðfangsefni Seðlabankans né annarra peningayfirvalda.²⁷ Þróunin næstu mánuði getur einnig fært peningayfirvöldum mikilvægar vísendingar um þennan nýja óvissuvald í íslenskum efnahagsmálum og hvernig best sé að bregðast við honum. Þessari grein er einungis ætlað að marka upphafið að mun nánari umfjöllun um áhrif skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í krónum á næstu mánuðum og árum.

Samantekt

Útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í krónum er sterkur vitnisburður um aukna samþættingu íslensks fjármáallífs við umheiminn og áminning um að enginn er eyland í þeim ólgusjó sem alþjóðafjármálamarkaðir eru. Mikill vöxtur innlendar eftirspurnar hefur leitt til hækkunar vaxta og gengis og beint kastljósi alþjóðafjárfesta að þeim möguleikum sem felast í þessu hávaxtalandi í Norður-Atlantshafi.

Skuldabréfaútgáfa erlendra aðila mun halda áfram svo lengi sem væntingar haldast stöðugar um að drifkraftar útgáfunnar verði áfram til staðar, þ.e. vaxtamunurinn við útlönd verði áfram mikill, gengi krónunnar haldi styrk sínum og eftirspurn eftir lánsfé innanlands verði áfram kröftug. Margt getur breytt væntingum markaðsaðila til þessara drifkrafta og ákveðin teikn eru á lofti. Það stefnir í vaxtahækkunar erlendis og ástandið á skuldabréfamörkuðum gæti glæðst. Þá er spurning hversu lengi markaðsaðilar telji að krónan geti haldið styrk sínum í ljósi stöðugar aukningar viðskiptahallans við útlönd.

Í þessari grein hefur í fyrsta lagi verið gerð grein fyrir alþjóðlegri þróun skuldabréfaútgáfu erlendra aðila í smærri gjaldmiðlum síðastliðna tvo áratugi. Í annan stað voru niðurstöður rannsókna á því hvað ráði vali á gjaldmiðli við útgáfu skuldabréfa kynntar en þær leggja áherslu á mikilvægi vaxtamunarins á milli landa, styrk gengisins í sögulegu ljósi og innlenda eftirspurn eftir lánsfé. Í greininni var fjallað um fyrirkomulag krónuútgáfunnar og hvers vegna þessir þættir skipta sköpum og eru drifkraftar útgáfunnar.

26. Hampton (2001) sýnir fram á að verðlagsáhrif gengisbreytinga hafa breyst á Nýja-Sjálandi. Hann rannsakar hvernig gengisbreytingar skiluðu sér út í verðlagið þegar gengi nýsjálenska dalsins veiktist í kringum aldamótin 2000 og ber niðurstöður sínar saman við niðurstöður eldri rannsókna á tímabilinu frá árinu 1985 til ársins 1990. Hann kemst að því að gengisbreytingar skili sér í mun minna mæli út í verðlag en áður og að nú leiði 10% verðhækkun innflutnings aðeins til 0,5% hækkunar neysluverðlags til skamms tíma og 1,5% hækkunar til langs tíma.

27. Samanber orð Alan Greenspan, fráfarandi Seðlabankastjóra Bandaríkjanna: "Uncertainty is not just an important feature of the monetary policy landscape; it is the defining characteristic of that landscape" (Greenspan, 2003).

Í þriðja lagi var nokkuð ítarleg umfjöllun um reynslu Nýsjáland-
inga af útgáfu sem þessari. Ástæður þess eru annars vegar að Nýja-
Sjáland og Ísland eru um margt mjög lík hagkerfi og í svipaðri stöðu
um þessar mundir. Hins vegar er komin um tuttugu ára reynsla á út-
gáfu erlendra aðila í Nýja-Sjálandi og áhrif hennar á nýsjálenskt efna-
hagslíf hafa verið ítarlega rannsökuð af hagfræðingum hjá Seðlabanka
Nýja-Sjálands. Niðurstöður þeirra eru mjög traustvekjandi fyrir okkur
Íslendinga þótt mikilvægt sé að slá varnagla í samanburði sem þessum
því að engin tvö lönd eru eins.

Loks var gerð tilraun til að meta hvaða áhrif krónuútgáfan hefur
haft og er líkleg til að hafa á íslenskt efnahagslíf. Reynsla okkar er að
sjálfsögðu afar lítil og því er allt slíkt mat háð mjög mikilli óvissu. Ekki
er hægt að beita sömu aðferðum og á Nýja-Sjálandi þar sem reynsla
tveggja útgáfubylgna liggur þegar fyrir og flotgengisyfirkomulagið
hefur verið við lýði í um tuttugu ár.

Ýmislegt bendir þó til þess að áhrif útgáfunnar á íslenskan fjár-
málamarkað geti orðið mjög jákvæð og styrkt innviði markaðarins til
lengri tíma litið.

Útgáfa erlendra aðila á skuldabréfum í krónum hefur verkað sem
þrýstingur til lækkunar á óverðtryggða vexti en erfitt er að segja til um
hver áhrifin verða á langa verðtryggða vexti sem skipta mestu máli fyrir
heimilin og fyrirtækin í landinu. Þá liggur fyrir að gengi krónunnar hefur
styrkst verulega frá því að útgáfan hófst en peningalegt aðhald hefur
einnig verið hert á sama tíma og því er erfitt að segja til um hver hlutur
útgáfunnar er. Sömuleiðis er erfitt að segja til um hver gengisáhrifin
verða til lengri tíma litið enda ræðst það að miklu leyti af væntingum
markaðsaðila til verðbólguþróunarinnar hér innanlands og erlendis,
vaxtabreytingum og áhættumati fjárfesta gagnvart styrk krónunnar.

Áhrif útgáfunnar á peningastefnu Seðlabankans er að miðlun
hennar fer í auknum mæli fram í gegnum gengisáhrifin í staðinn fyrir
vexti þar sem útgáfan vinnur á móti því að stýrivaxtahækkunir bank-
ans skili sér í gegnum óverðtryggða vaxtarófið af fullum þunga. Þetta
eykur á þá óvissu sem ætíð er fyrir hendi við framkvæmd peningastef-
unnar og kallar á frekari rannsóknir á komandi mánuðum. Það er von
höfundar að þessi grein komi þar að einhverju gagni.

Heimildir

- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF), (2005a). *Global Financial Stability Report* Sept-
ember 2005, Washington D.C.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF), (2005b). *Global Financial Stability Report* Apríl
2005, Washington D.C.
- Alþjóðagjaldeyrissjóðurinn (IMF), (2005c). *Iceland: Selected Issues – IMF Country
Report* No. 05/366, Október 2005.
- Alþjóðagreiðslubankinn (BIS), (2005a). *Triennial Central Bank Survey: Foreign Ex-
change and Derivatives Market Activity in 2004*, Basel, Sviss.
- Alþjóðagreiðslubankinn (BIS), (2005b). *75th Annual Report: 1. April 2004-31
March 2005*, Basel, Sviss.
- Alþjóðagreiðslubankinn (BIS), (2005c). *BIS Quartely Review* Mars 2005, Basel,
Sviss.
- Alþjóðagreiðslubankinn (BIS), (2005d). *BIS Quartely Review* Júní 2005, Basel,
Sviss.
- Alþjóðagreiðslubankinn (BIS), (2005e). *BIS Quartely Review* September 2005,
Basel, Sviss.

- Briggs, Phil, (2004). „Currency Hedging by Exporters and Importers”, *Reserve Bank of New Zealand*, 67 (4), bls. 17-27.
- Cohen, Benjamin H., (2005). „Currency Choice in International Bond Issuance”, *BIS Quarterly Review*, Júní 2005, bls. 53-66.
- Drage, David, Anella Munro og Cath Sleeman, (2005). „An Update on Eurokiwi and Uridashi Bonds”, *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* 68 (3), bls. 28-38.
- Eckhold, Kelly, (1998). „Development in the Eurokiwi Bond Market”, *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* 61(2), bls. 100-111.
- Eichengreen, Barry, Ricardo Haussman og Ugo Panizza, (2003). „The Mystery of Original Sin”, Endurskoðuð útgáfa af grein sem var kynnt á ráðstefnu Þróunarbanka Ameríkuríkja í Nóvember 2002.
- Evans, Lewis, Arthur Grimes, Bryce Wilkinson og David Teece, (1996). „Economic Reform in New Zealand 1984-95: The Pursuit of Efficiency”, *Journal of Economic Literature* 34(4), bls. 1856-1902.
- Fjármálaeftirlitið, (2005). *Ársskýrsla Fjármálaeftirlitsins* 2005.
- Galati, Gabriele og Michael Melvin, (2004). „Why has FX Trading Surged? Explaining the 2004 Triennial Survey”, *BIS Quarterly Review*, Desember 2004, bls. 67-74.
- Greenspan, Alan (2003). „Opening Remarks”, erindi á Monetary Policy under Uncertainty: Adapting to a Changing Economy, ráðstefnu styrktri af Federal Reserve Bank of Kansas City í Jackson Hole í Wyoming 28.-30. ágúst 2003.
- Görmez, Yüksel og Gökhan Yilmaz, (2005). „Original Sin and Convertibility in Turkey”, *Central Bank of the Republic of Turkey*.
- Halldór Sveinn Kristinsson, (2002a). „Millibankamarkaður með krónur”, *Peningamál* 2002/3, bls. 27-31.
- Halldór Sveinn Kristinsson, (2002b). „Skuldabréfamarkaður á Íslandi”, *Peningamál* 2002/1, bls. 33-42.
- Hampton, Tim, (2001). „How Much Do Import Price Shocks Matter for Consumer Prices?”, *Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series* No. 2001/06.
- Herrera-Pol, Doris, (2004). „The Opening of New Markets to Foreign Issuers: What has Changed in the New Millennium?”, í *The Euromoney International Debt Capital Markets Handbook 2005*, Euromoney Institutional Investor.
- Lánasýsla ríkisins, (2005). *Ársskýrsla Lánasýslu ríkisins* 2004.
- Meese, Richard A. og Kenneth Rogoff, (1983). „Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample?”, *Journal of International Economics* 14, bls. 3-24.
- Munro, Anella, (2005a). „What drives the New Zealand dollar?”, *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* 67(2), bls. 21-33.
- Munro, Anella, (2005b). „UIP, Expectations and the Kiwi”, *Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series* No. 2005/05.
- Reserve Bank of New Zealand, (2005a). *Monetary Policy Statement*, September 2005.
- Reserve Bank of New Zealand, (2005b). *Financial Stability Report*, Nóvember 2005.
- Rosenberg, Christoph, Ioannis Halikias, Brett House, Christian Keller, Jens Nystedt, Alexander Pitt og Brad Setser, (2005). „Debt-Related Vulnerabilities and Financial Crises – An Application of the Balance Sheet Approach to Emerging Market Countries”, *IMF Occasional Paper* 240.
- Sarno, Lucio, (2005). „Viewpoint: Towards a Solution to the Puzzles in Exchange Rate Economics: Where do We stand?”, *Canadian Journal of Economics* 38 (3), bls. 673-708.
- Seðlabanki Íslands, (2005a). *Fjármálastöðugleiki*, Reykjavík.
- Seðlabanki Íslands, (2005b). *Hagvísar Seðlabanka Íslands. Yfirlit um þróun efnahagsmála*, Seðlabanki Íslands, Október 2005.
- Seðlabanki Íslands, (2001). *Peningamál* 2001/4.
- Smyth, Nick, (2005). „Recent Trends in Foreign Exchange Turnover”, *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 68 (3), bls. 16-27.

- White, Bruce, (1998). „Monetary Policy and the Structure of the Capital Account: the New Zealand Experience”, *Reserve Bank of New Zealand*, 61 (4), bls. 307-316.
- Woolford, Ian, Michael Reddell og Sean Comber, (2001). „International Capital Flows, External Debt and New Zealand Financial Stability”, *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 64 (4), bls. 4-18.
- Þórarinn Pétursson, (2001a). „Miðlunarferli peningastefnunnar”, *Peningamál* 2001/4, bls. 59-74.
- Þórarinn Pétursson, (2001b). „The Transmission Mechanism of Monetary Policy: Analysing the Financial Market Pass-through”, *Central Bank of Iceland Working Papers* No. 14.
- Þórarinn Pétursson, (2004). „The effects of inflation targeting on macroeconomic performance”, *Central Bank of Iceland Working Papers* No. 23.

