

SKULDABRÉF

Febrúar 2017



Efnisyfirlit

Yfirlit spár	1
Framboð	3
Eftirspurn	7
Áhrifaþættir	10
Lagalegur fyrirvari	17

Greining Íslandsbanka

Opinber fjárfestingaráðgjöf.

Greining þessi er ekki ætluð almenningi

Útgáfudagur: 2. febrúar 2017

Umsjón

Ásta Björk Sigurðardóttir
asta.bjork.sigurdardottir@islandsbanki.is

Jón Bjarki Bentsson
jon.bentsson@islandsbanki.is

Ábyrgðarmaður

Ingólfur Bender
ingolfur.bender@islandsbanki.is

Verðbréfamiðlun Íslandsbanka

Garðar Karl Ólafsson 440-3485 / 844-3485
gardar.karl.olafsson@islandsbanki.is

Hörður Steinar Sigurjónsson 440-3622 / 844-3622
hordur.steinar.sigurjonsson@islandsbanki.is

Ingvar Arnarsson 440-3897 / 844-3897
ingvar.arnarson@islandsbanki.is

Matei Manolescu 440-2928 / 844-2928
matei.manolescu@islandsbanki.is

Yfirlit spár

Við spáum því að krafa óverðtryggðra skuldabréfa muni lækka nokkuð á fyrri helmingi yfirstandandi árs, en litlar breytingar verði á kröfu verðtryggðra skuldabréfa. Óverðtryggð skuldabréf eru því vænlegri fjárfesting til skemmri tíma að okkar mati, ekki síst lengri flokkar ríkisbréfa. Þegar frá líður gerum við hins vegar ráð fyrir að krafa óverðtryggðra bréfa sæki á ný á svipaðar slóðir og hún er nú, en krafa verðtryggðra bréfa lækki jafnt og þétt. Verðtryggð skuldabréf verða því ákjósanlegri fjárfesting á seinni hluta árs, og munu að okkar mati einnig almennt gefa betri ávöxtun á árinu í heild en óverðtryggð bréf.

Við teljum að skuldabréfaútgáfa á markaði verði á bilinu 140 – 180 ma.kr. í ár, sem er svipuð útgáfa og í fyrra. Af því verði 75 – 100 ma.kr. verðtryggð bréf, en 65 – 85 ma.kr. óverðtryggð bréf. Ríkissjóður verður stærsti útgefandi óverðtryggðra bréfa, en einnig verður nokkur hluti sértryggðra bréfa í útboðum óverðtryggður. Aðrir útgefendur munu að mestu einbeita sér að verðtryggðum útgáfum. Útgáfa ríkisbréfa verður 45 – 50 ma.kr., útgáfa sértryggðra bréfa 55 – 75 ma.kr., útgáfa sveitarfélaga og LS 12 – 14 ma.kr. og útgáfa fyrirtækja og innviðaaðila 25 – 35 ma.kr.

Við áætluðum að greiðslur til fjárfesta vegna ríkis- og íbúðabréfa verði ríflega 140 ma.kr. á árinu. Um helmingur af þeim greiðslum rennur í hendur lífeyrissjóða og um fimmtungur til verðbréfa- og fjárfestingasjóða. Lífeyrissjóðir gætu samtals fengið allt að 200 ma.kr. innflæði í ár vegna fjármunatekna, hreinna iðgjalda og afborgana af skuldabréfum. Á móti munu þeir væntanlega nýta stærstan hluta 100 ma.kr. heimildar til erlendra fjárfestinga og auka talsvert við íbúðalánveitingar sínar.

Við gerum ráð fyrir að verðbólga verði undir verðbólguþröngmiðinu allt yfirstandandi ár, og muni mælast 1,9% í árslok. Í kjölfarið spáum við þó vaxandi verðbólgu, og að hún mælist 3,8% yfir árið 2018 en hjaðni að nýju í 3,3% yfir árið 2019. Við eigum von á að verðbólguálag á markaði verði áfram lágt lengst af á spátímanum í takti við litla verðbólgu. Það gæti þó tekið að hækka á seinni helmingi ársins ef spá okkar um viðsnúning í gengi krónu gengur eftir.

Við spáum því að Seðlabankinn lækki stýrivexti um 25 punkta á öðrum fjórðungi ársins en að hann haldi stýrivöxtum óbreyttum út árið eftir það. Lækkun stýrivaxta að óbreyttri verðbólgu ætti að leiða til lægri langtíma raunvaxta þegar líður á yfirstandandi ár. Lækkandi langtíma raunvextir hafa einkennt bæði innlenda og erlenda markaði síðustu áratugi og með losun hafta gætu þau áhrif orðið sterkari þegar frá líður. Hækkandi lánsþæfismat ríkissjóðs ætti að minnka áhættuálag í kröfu ríkisbréfa.

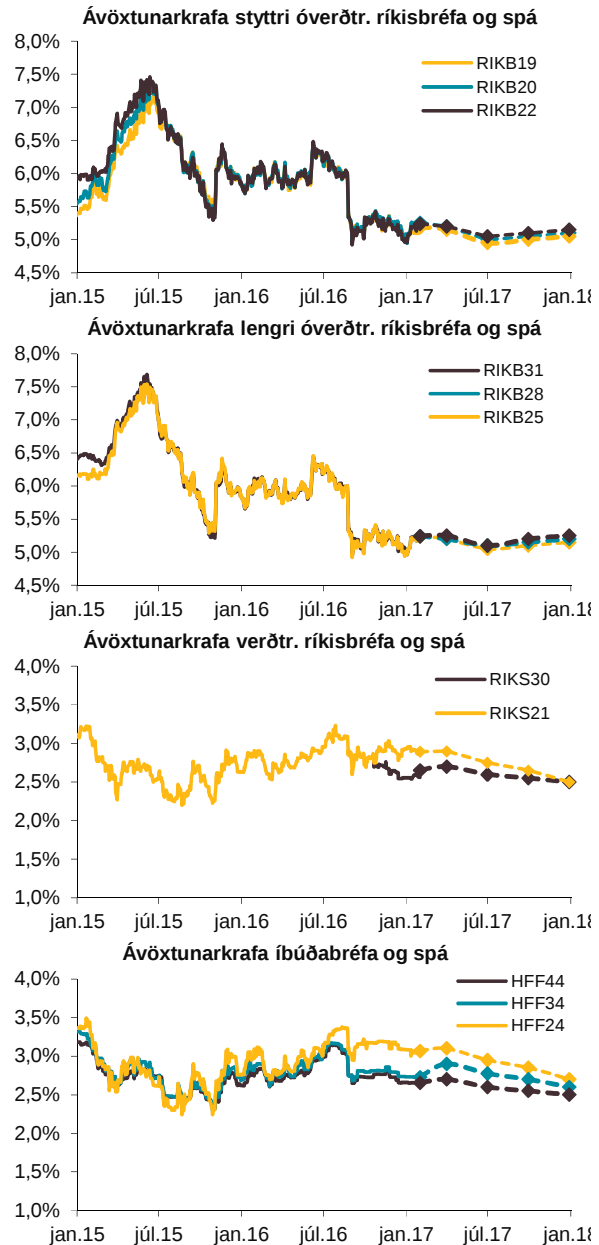
Ríkisbréf

Við teljum að krafa óverðtryggðra ríkisbréfa muni lækka á fyrri helmingi ársins í kjölfar lækkunar skammtímavaxta. Á seinni árshelmingi gerum við ráð fyrir nokkurri kröfuhækkun, sér í lagi á lengri ríkisbréfaflokkunum. Krafa lengri flokka verður samkvæmt spánni svipuð í árslok og nú, en krafa styttri flokka heldur lægri.

Krafa verðtryggðra ríkisbréfa mun hins vegar að mati okkar lækka jafnt og þétt þegar líður á árið og væntingar um lækkandi skammtíma raunvexti festa sig í sessi samfara versnandi verðbólguhorfum.

Íbúðabréf

Við gerum ráð fyrir því að krafa íbúðabréfa hækki lítillega til skemmri tíma. Á seinni helmingi ársins teljum við hins vegar að krafan muni lækka með viðlíka hætti og krafa verðtryggðra ríkisbréfa. Kröfulækkunin verður mest í stysta flokki íbúðabréfa, sem er næmastur fyrir breyttum verðbólguhorfum.



SPÁ							
31.1.2017		Síðasta	Til skemmri tíma	Til lengri tíma			Markaðsvirði
Flokkur	Binditími	ávöxtunarkr.	31.3.2017	30.6.2017	30.9.2017	31.12.2017	ma.kr.
HFF150224	3,40	2,97%	3,10%	2,95%	2,85%	2,70%	76,2
HFF150434	8,04	2,67%	2,90%	2,78%	2,70%	2,60%	132,7
HFF150644	12,27	2,61%	2,70%	2,60%	2,55%	2,50%	254,1
RIKS 21 0414	3,85	2,89%	2,90%	2,75%	2,65%	2,50%	63,1
RIKS 30 0701	11,00	2,52%	2,60%	2,50%	2,45%	2,40%	79,6
RIKB 19 0226	1,84	5,14%	5,15%	4,95%	5,00%	5,05%	94,0
RIKB 20 0205	2,68	5,24%	5,20%	5,00%	5,05%	5,10%	61,5
RIKB 22 1026	4,85	5,20%	5,20%	5,05%	5,10%	5,15%	72,5
RIKB 25 0612	6,32	5,22%	5,20%	5,10%	5,15%	5,20%	114,9
RIKB 28 1115	9,07	5,20%	5,25%	5,10%	5,20%	5,25%	18,3
RIKB 31 0124	9,86	5,16%	5,25%	5,10%	5,20%	5,25%	107,8

Framboð

Skuldabréfaútgáfur á markaði 2017 - áætlun (ma.kr.)			
	Verðtryggt	Óverðtryggt	Samtals
Ríkissjóður	5-10	40-45	45-50
Sértryggð skuldabréf	30-45	20-35	55-75
LS og sveitarfélög	9-12	1-3	12-14
Fyrirtæki og innviðir	25-35	1-5	25-35
Samtals	75-100	65-85	140-180
Heimild: Greining ÍSB		Fjárhæðir eru að nafnverði	

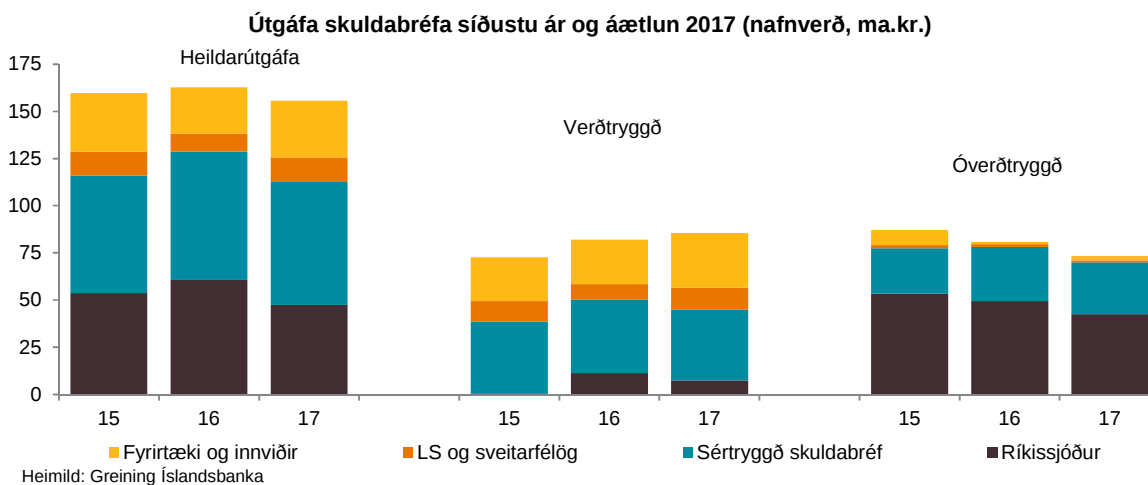
Verðtryggður á yfirstandandi ári. Bróðurpartur sértryggðrar skuldabréfaútgáfu verður væntanlega verðtryggður, líkt og síðustu ár. Auk þess munu sveitarfélög nær eingöngu gefa út verðtryggð skuldabréf, og sömu sögu má segja um fyrirtæki og veitur. Í heild gerum við ráð fyrir 75-100 ma.kr. útgáfu verðtryggðra skuldabréfa á markaði í ár.

Skuldabréfaútgáfur á markaði í janúar 2017 (ma.kr.)			
	Verðtryggt	Óverðtryggt	Samtals
Ríkissjóður	0,0	15,3	15,3
Sértryggð skuldabréf	3,1	2,2	5,3
LS og sveitarfélög	0,5	0,0	0,5
Fyrirtæki og innviðir	1,0	0,0	1,0
Samtals	4,6	17,5	22,1
Heimild: Greining ÍSB		Fjárhæðir eru að nafnverði	

Útgáfa skuldabréfa á markaði verður væntanlega svipuð og hún var í fyrra. Þá nam útgáfan tæplega 163 mö.kr. að nafnverði, og teljum við að hún verði á bilinu 140-180 ma.kr. á yfirstandandi ári.

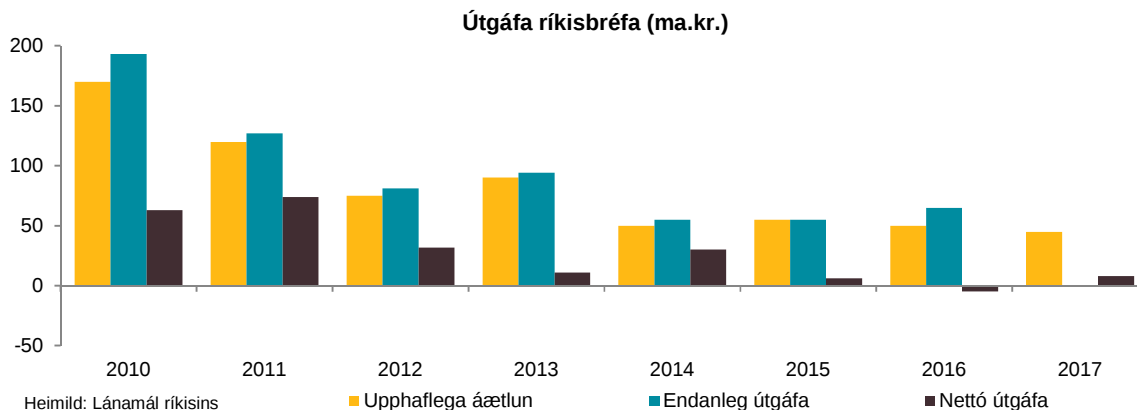
Í fyrra var útgáfa óverðtryggðra og verðtryggðra bréfa svipuð, eða um 81-82 ma.kr. af hvorri gerð. Við reiknum með að meirihluti útgáfunnar verði

Líkt og síðustu ár verður ríkissjóður stærsti útgefandi óverðtryggðra skuldabréfa í ár. Talsverður hluti sértryggðrar útgáfu verður einnig óverðtryggður, og loks teljum við líkur á lítilsháttar framboði óverðtryggðra bréfa frá sveitarfélögum og fyrirtækjum. Alls teljum við að óverðtryggð útgáfa muni nema 65-85 mö.kr. í ár.



Ríkisbréf 45-50 ma.kr.

Útlit er fyrir að heildarútgáfa ríkisbréfa í almennum útboðum í ár verði talsvert minni en verið hefur síðustu ár. Þá mun hrein ríkisbréfaútgáfa væntanlega verða jákvæð öfugt við í fyrra, en árin þar á undan var ríkisbréfaútgáfa ávallt meiri en sem nam gjalddögum.

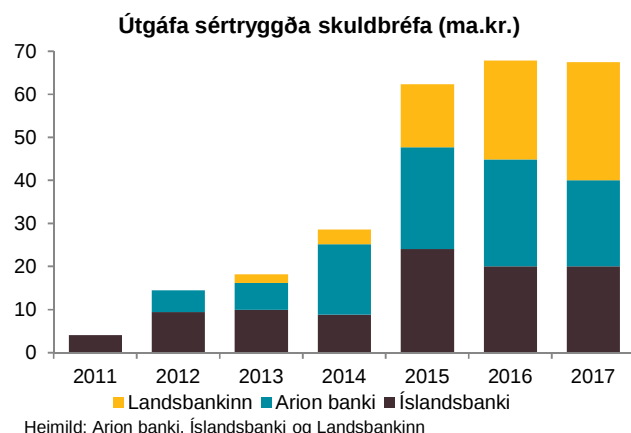


Samkvæmt útgáfuáætlun Lánamála verður heildarútgáfa ríkisbréfa á þessu ári 45 ma.kr. að söluvirði. Hrein útgáfa verður því jákvæð um 8 ma.kr. þar sem RIKB17 (37 ma.kr.) er á gjalddaga nú í febrúar. Til samanburðar var heildarútgáfa ríkisbréfa 65 ma.kr. að söluvirði í fyrra, en hrein útgáfa neikvæð um 5 ma.kr. Þá er áætlað að lækka stöðu útistandandi ríkisvixla um 9 ma.kr. og að þeir verði 10 ma.kr. í árslok 2017.

Áhersla í langtímafestnu Lánamála í útgáfumálum er sala á 2ja, 5 og 10 ára markflokki. Verður útgáfa Lánamála væntanlega að stórum hluta í óverðtryggðu flokkunum RIKB20, RIKB22 og nýja 10 ára flokknum RIKB28. RIKB22 mun taka við af RIKB20 sem 5 ára markflokkur, en hann mun síðar verða 2ja ára markflokkur. Auk þess mun einhver hluti útgáfunnar vera í verðtryggða flokknum RIKS30.

Í janúar voru haldin tvö ríkisbréfaútboð, þar sem seld voru bréf fyrir samanlagt 15,4 ma.kr. að söluvirði í flokkunum RIKB20 (7,8 ma.kr.) og RIKB28 (7,6 ma.kr.). Er svigrúm Lánamála fyrir frekari útgáfu á 1. ársfjórðungi þar með takmarkað m.v. útgáfuáætlun fyrir fjórðunginn (10-20 ma.kr.), og í raun er þriðjungur ársáætlunar nú þegar í höfn.

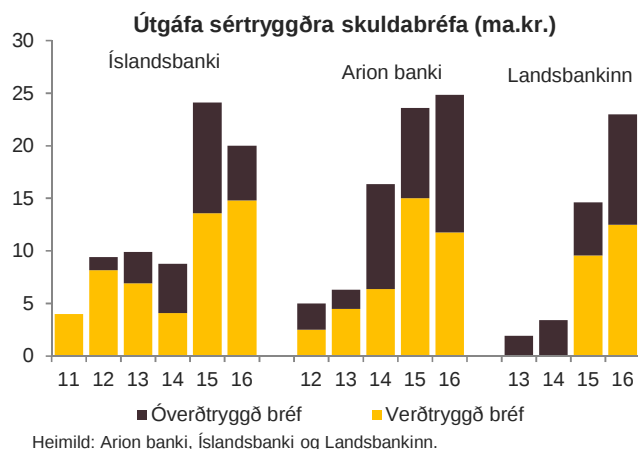
Sértryggð skuldabréf 55-75 ma.kr.



Útgáfa sértryggðra skuldabréfa nam um 67 mö.kr. að nafnverði í fyrra, og var hún sú mesta frá upphafi. Þó var útgáfan langt undir því sem bankarnir þrír höfðu samanlagt upphaflega lagt upp með að gefa út fyrir á árinu (75-103 ma.kr.). Útgáfa Íslandsbanka (20 ma.kr.) var við neðri mörk áætlunar bankans (20-30 ma.kr.) og útgáfa Arion banka (24,8 ma.kr.) í línu við áætlun hans (20-33 ma.kr.). Útgáfa Landsbankans (23,0

ma.kr.) var hins vegar langt undir áætlun bankans (35-40 ma.kr.).

Ef útgáfuáætlanir stóru viðskiptabankanna þriggja ganga eftir mun útgáfa sértryggðra bréfa vera í línu við útgáfu síðustu tveggja ára, og verða á bilinu 55-75 ma.kr. Nettó útgáfan verður aðeins minni, en einn sértryggður flokkur er á gjalddaga í ár. Íslandsbanki áætlar að gefa út sértryggð skuldabréf fyrir 15-25 ma.kr. og Arion banki fyrir allt að 20 ma.kr. Landsbankinn stefnir að því að gefa út bréf fyrir 25-30 ma.kr. í ár (22-27



ma.kr. nettó). Bankarnir þrír stefna allir að útboðum alla mánuði ársins, og bjóða upp á bæði verðtryggð og óverðtryggð flokka í ár, auk þess sem til greina kemur að fjölga útgefnum flokkum. Þar að auki stefna þeir allir á að halda víxlaútboð mánaðarlega.

Frá því útgáfa sértryggðra bréfa hófst hefur meira verið gefið út af verðtryggðum en óverðtryggðum bréfum, og reiknum við með að svo verði einnig í ár. Slíkt hefur verið reyndin í janúarmánuði, en alls nemur útgáfa sértryggðra bréfa 5,3 ma.kr., þar af

3,1 ma.kr. verðtryggð og 2,2 ma.kr. óverðtryggð.

Sveitarfélög 12-14 ma.kr.

Við teljum að bein og óbein lántaka sveitarfélaga á skuldabréfamarkaði verði á bilinu 12-14 ma.kr. á yfirstandandi ári. Þar af verði bein útgáfa á bilinu 5-6 ma.kr. en útgáfa Lánasjóðs sveitarfélaga (LS) til

Útgáfa sveitarfélaga 2017 (ma.kr.)	
LS	6-8
Reykjavíkurborg	3
Önnur sveitarfélög	2-4
Samtals	12-14

fjármögnunar lántöku sveitarfélaga á bilinu 6-8 ma.kr. Útgáfan verður þar með heldur meiri en í fyrra, en þá nam hún 9,6 mö.kr. Bróðurpartur útgáfunnar verður verðtryggður, en þó gæti einhver hluti hennar orðið í formi óverðtryggðra bréfa Reykjavíkurborgar.

Áætlun LS hljóðar upp á 6-8 ma.kr. útgáfu að markaðsvirði á yfirstandandi ári. Hyggur sjóðurinn þar með að aðeins meiri útgáfu en í fyrra, en þá nam endurskoðuð áætlun hans 5-6 mö.kr. og var niðurstaðan 6,1 ma.kr. útgáfa. LS var með útboð í janúar, þar sem gefin voru út bréf fyrir 541 m.kr. að markaðsvirði.

Reykjavíkurborg áætlar að gefa út skuldabréf að fjárhæð 3,0 ma.kr., og hyggur borgin þar á stækkun á verðtryggð flokknum RVK 53 og á óverðtryggð flokknum RVKN 35. Auk Reykjavíkur eru t.d. Akureyri (1,6 ma.kr. áætlaðar lántökur), Garðabær (0,8 ma.kr.) og Mosfellsbær (0,7 ma.kr.) líkleg til að gefa út skuldabréf í eigin nafni til fjármögnunar á árinu.

Fyrirtæki og innviðir 25-35 ma.kr.

Útlit er fyrir að skuldabréfaútgáfa fyrirtækja og stofnana, annarra en þeirra sem talðar eru upp hér að ofan, verði heldur meiri í ár en á síðasta ári, en þá nam slík útgáfa 23,3 mö.kr. Í heild gerum við ráð fyrir að útgáfa fyrirtækja og opinberra innviðafyrirtækja nemi 25-35 mö.kr., og verður hún líklega að mestu leyti verðtryggð.

Útgáfa fyrirtækja og stofnana 2017 (ma.kr.)	
Fasteignafélög	5-10
Rekstrarfélög	4-8
Innviðir og stofnanir	15-20
Samtals	25-35

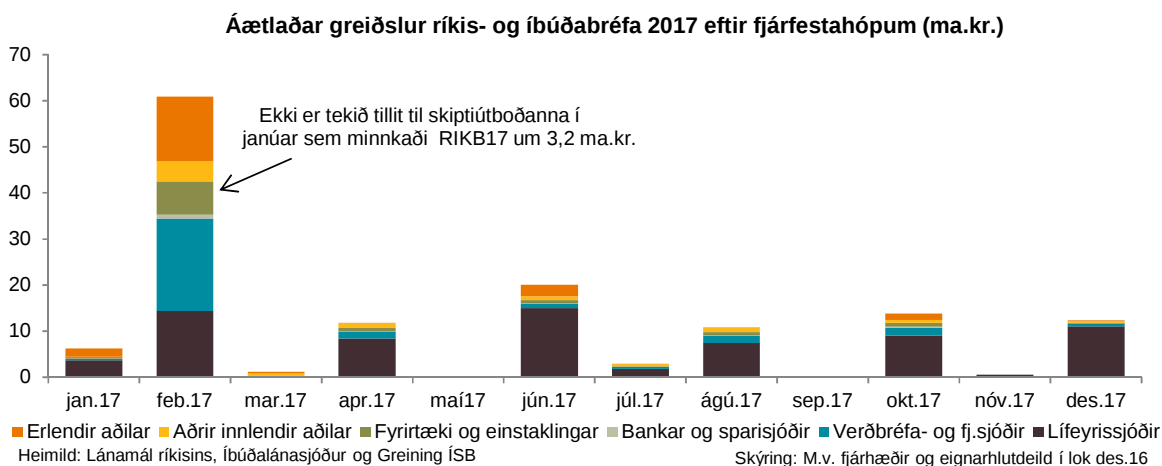
Útgáfa fasteignafélaga verður væntanlega með minna móti í ár miðað við síðustu ár. Segja má að árið sé stund milli stríða að því leyti að búið er að fjármagna stærstan hluta skuldahliðar stóru fasteignafélaganna til meðallangs tíma eftir myndarlegar útgáfur síðustu tvö ár. Eitt fasteignafélag var með útboð í janúar,

þ.e. Reitir, þar sem gefin voru út bréf fyrir 990 m.kr.

Hægt hefur gengið að auka fjármögnun rekstrarfélaga á skuldabréfamarkaði. Aðeins var um eina slíka útgáfu að ræða á síðasta ári, víkjandi skuldabréf VÍS upp á 2,5 ma.kr. Við teljum að útgáfan verði öllu meiri í ár, en sem fyrr er samkeppnin við bankalán um fjármögnun hörð og lánsfjárbörf margra stærstu rekstrarfélaganna í krónum takmörkuð.

Talsverð innviðauppbýgging virðist í pípunum í ár og verða innviðafyrirtæki, ásamt opinberum stofnunum, líklega einna atkvæðamest um skuldabréfaútgáfu af útgefendum meðal fyrirtækja og innviða. Af einstökum útgefendum má nefna að OR hyggur á 9,9 ma.kr. lántökur í ár, en í fyrra voru 7,1 ma.kr. af 9,9 ma.kr. lántökum fjármagnaðir innanlands. Þá hyggur Bygðastofnun á 3,0 ma.kr. lántöku. Önnur fyrirtæki í orkuframleiðslu og –dreifingu gætu einnig sótt nokkuð fjármagn á innlendan markað, og sömu sögu má segja af fyrirtækjum tengdum samgöngumannvirkjum þótt lítið liggi fyrir um innlenda fjármögnun slíkra aðila enn sem komið er.

Eftirspurn

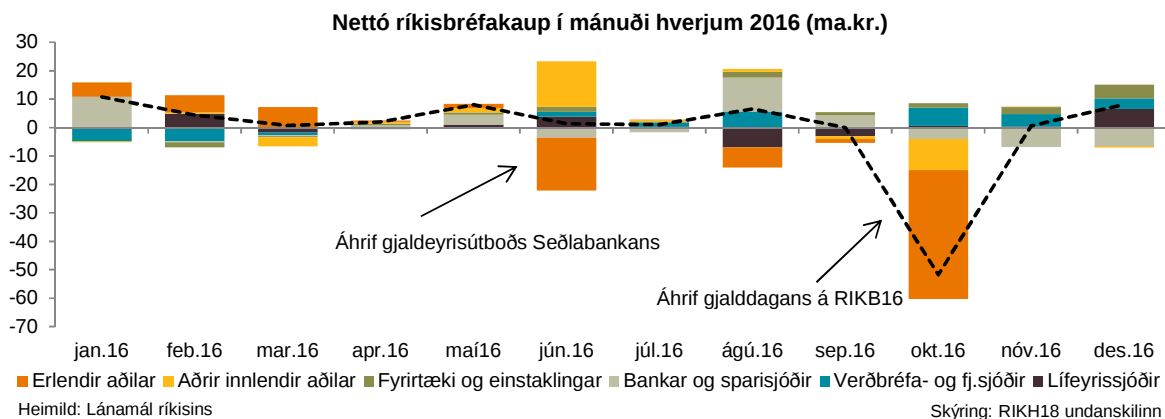


Við áætluðum að greiðslur til fjárfesta vegna ríkis- og íbúðabréfa verði ríflega 140 ma.kr. á árinu. Stór hluti þeirra greiðslna (um 60 ma.kr.) falla til strax í febrúar, en þá er lokagjalddagi RIKB17 auk gjalddaga RIKB19, RIKB20 og HFF24. Um ¾ hluti af gjalddaganum á RIKB17 gæti hugsanlega leitað aftur á markað þar sem erlendir aðilar eiga einungis um fjórðung bréfanna í RIKB17, sem er mun minna en þeir hafa átt af bréfum á lokagjalddaga síðustu ár. Rétt rúmlega helmingur af greiðslum vegna ríkis- og íbúðabréfa rennur í hendur lífeyrissjóða, um fimmtungur til verðbréfa- og fjárfestingasjóða og um 15% til erlendra aðila.

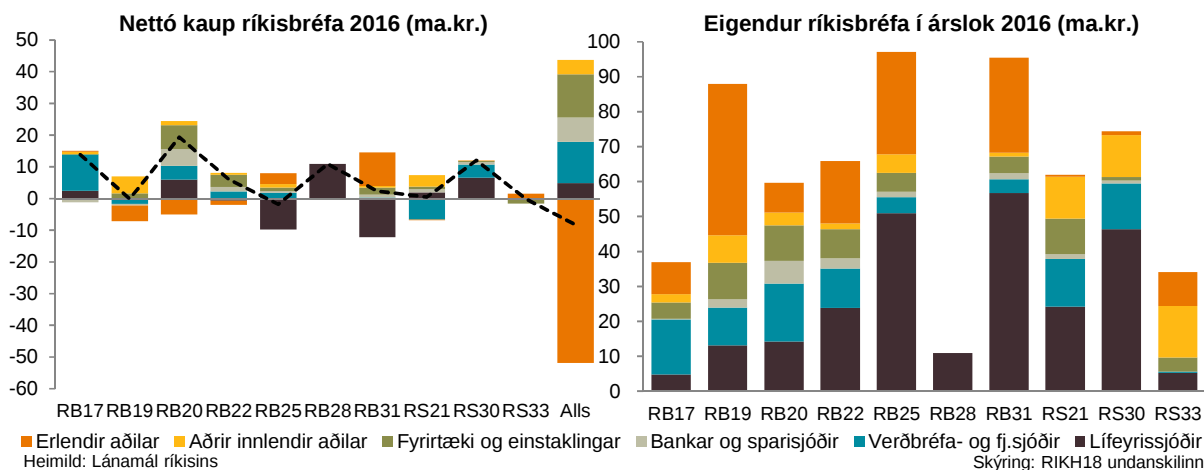
Líkt og fyrri daginn verða lífeyrissjóðir væntanlega talsvert umsvifamiklir á innlendum skuldabréfamarkaði. Eins og kemur fram að ofan fá sjóðirnir væntanlega greiðslur sem nema ríflega 70 mö.kr. vegna ríkistryggðra bréfa í ár. Þar við bætast greiðslur vegna annarra skuldabréfa, og arðgreiðslur af hlutabréfaeign og erlendra verðbréfaeign. Þá áætluðum við að iðgjaldagreiðslur að frádregnum lífeyrisgreiðslum muni nema ríflega 50 mö.kr. í ár. Samtals gætu lífeyrissjóðirnir því haft úr allt að 200 mö.kr. að spila vegna ofangreindra greiðslna.

Á móti þessu vegur hins vegar að lífeyrissjóðirnir hafa fengið heimild til samtals 100 ma.kr. fjárfestingar í erlendum fjáreignum á yfirstandandi ári, sem þeir munu væntanlega nýta að stærstum hluta. Auk þess virðist lítið lát á íbúðalánveitingum sjóðanna til sjóðfélaga, en á fyrstu 11 mánuðum síðasta árs námu nýjar lánveitingar af því tagi samtals 80 mö.kr., eða sem samsvarar 7,3 mö.kr. í mánuði hverjum. Á sama tíma jukust útlán lífeyrissjóða til heimila um 58 ma.kr., og a.t.t. til verðbólgu má ætla að hrein útlán til heimila hafi numið a.m.k. 55 mö.kr. á tímabilinu. Loks ber að hafa í huga að framboð nýrra hlutabréfa á innlendum markaði gæti orðið allnokkurt í ár ef áætlanir um frumútboð bréfa í Arion banka á fyrri hluta árs ásamt tvöfaldri skráningu í Stokkhólmi og Reykjavík ganga eftir.

Hreyfingar og eigendur ríkisbréfa



Eign erlendra aðila í ríkisbréfum rýrnaði talsvert á nýliðnu ári (52 ma.kr.). Þá hreyfingu má rekja til gjaldeyrisútbóðs Seðlabankans í júní og lokagjalddagans á RIKB16 í október, auk reglna sem Seðlabankinn setti í júní um bindingu reiðufjár vegna nýrrar erlendar fjárfestingar í skuldabréfum. Reglurnar bundu enda á nýtt innflæði vegna skuldabréfakaupa nýrra erlendra aðila sem höfðu verið sérlega fyrirferðarmikil frá júní 2015. Í árslok 2016 nam heildareign erlendra aðila í ríkisbréfum 147 mö.kr.¹ og eignarhlutdeild þeirra í ríkisbréfum 24%, og er það minnsta hlutdeild um árabil. Samkvæmt okkar áætlun² má ætla að aflandskrónueigendur eigi um 80 ma.kr. af þeirri fjárhæð og nýir erlendir aðilar um 70 ma.kr. Þessir tveir hópar erlendra fjárfesta eru ólíkir að því leyti að eign aflandskrónueigenda er að mestu í óverðtryggðum ríkisbréfum á styttri enda vaxtarófsins en áhugi nýrra erlendra aðila hefur á móti beinst að bréfum á lengri enda vaxtarófsins.



Verðbréfa- og fjárfestingasjóðir bættu mest við sig í ríkisbréfum á árinu (13 ma.kr.). Þó voru þeir nettó seljendur ríkisbréfa meirihluta ársins, og snérist sú staða ekki fyrr en á síðasta ársfjórðungi. Nam eign þeirra í

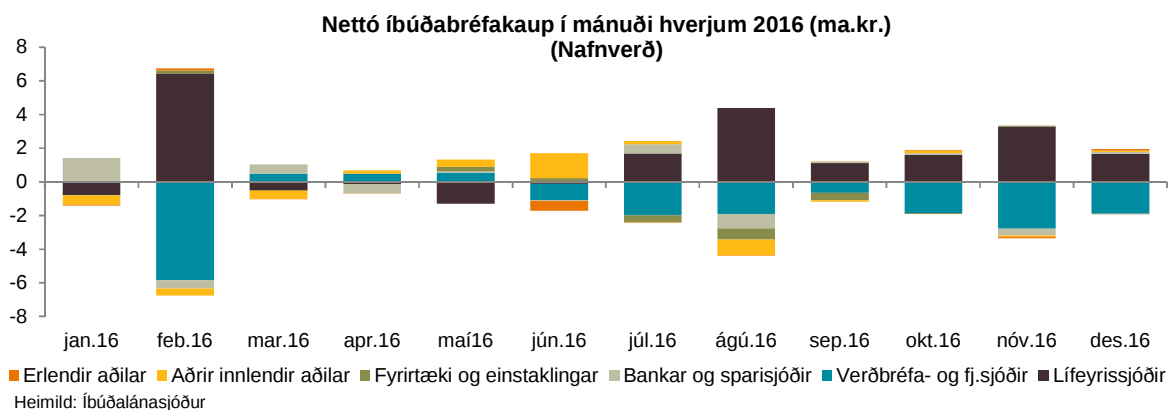
¹ Ríkisbréfaflokkurinn RIKH18 er undanskilinn í öllum fjárhæðum hér.

² Áætlað út frá upplýsingum Seðlabankans um að eign aflandskrónueigenda í ríkisbréfum og -víxlum, og öðrum bréfum með ríkisábyrgð hafi verið 105,6 ma.kr. í árslok 2016. Eign erlendra aðila í ríkisvíxlum nam rúmlega 19 mö.kr. í árslok 2016 og eign þeirra í HFF tæplega 6 mö.kr. að nafnvirði, og má ætla að þessir erlendu aðilar séu allt aflandskrónueigendur.

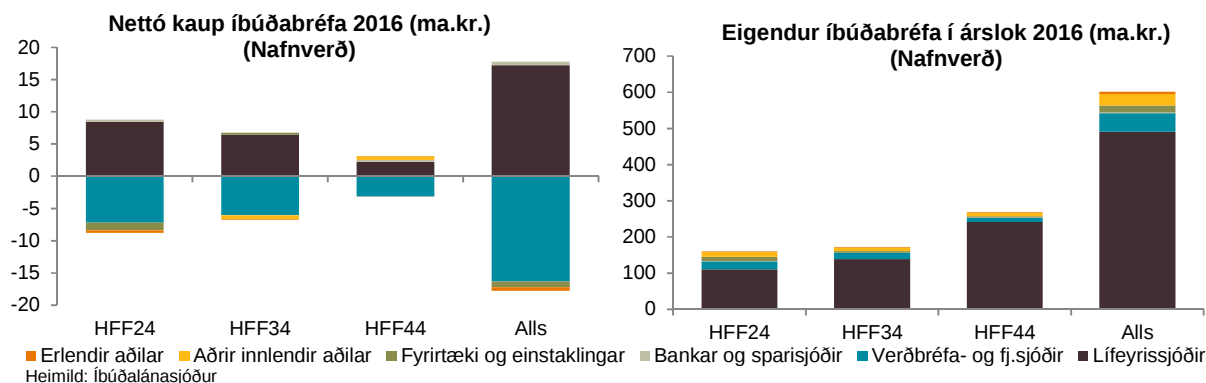
ríkisbréfum í lok síðasta árs 90 mö.kr., eða sem nemur 14% ríkisbréfa. Þeir eru stærstu eigendur RÍKB17 sem er á gjalddaga nú í febrúar, en annars er eign þeirra að stærstum hluta í meðallöngum flokkum og svo verðtryggðum flokkum.

Eign lífeyrissjóða í ríkisbréfum jókst lítillega á síðastliðnu ári (5 ma.kr.) en hún hefði þó skroppið saman ef ekki hefði verið fyrir framlag ríkissjóðs (11 ma.kr. í RÍKB28) til LSR í lok síðasta árs. Nam eign þeirra í ríkisbréfum í árslok 2016 250 mö.kr. og eignarhlutdeild þeirra 40%. Sjóðirnir eru þar með langstærstu eigendur ríkisbréfa og er áhugi þeirra áfram að mestu bundinn við lengri óverðtryggða flokka og verðtryggða flokka.

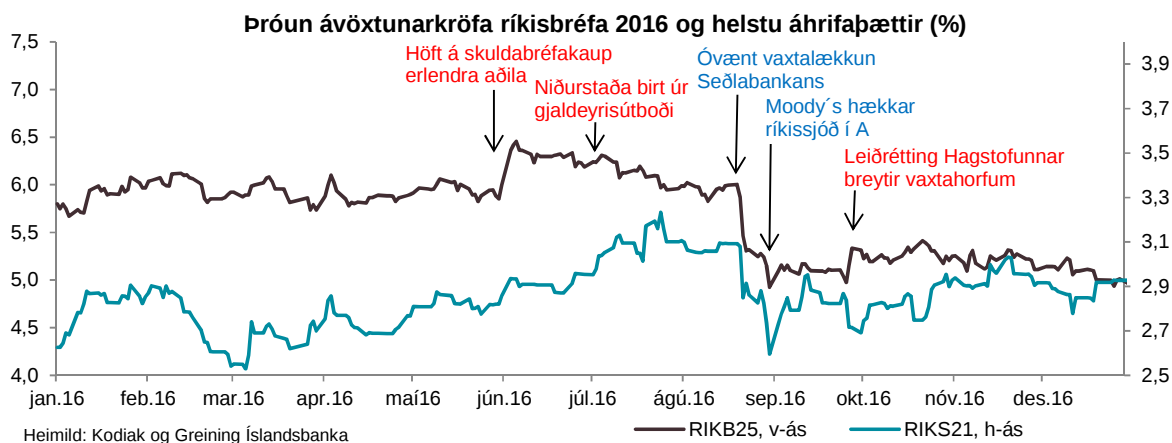
Hreyfingar og eigendur íbúðabréfa



Lífeyrissjóðir voru nánast einir um að bæta við sig í íbúðabréfum á síðastliðnu ári (17 mö.kr. að nafnvirði). Eru þeir langstærstu eigendur íbúðabréfa með eignarhlutdeild upp á tæp 82% í lok desember sl. Eign þeirra jókst verulega í febrúar og svo hvern einasta mánuð á síðari helmingi ársins. Á móti skropp eign verðbréfa- og fjárfestingasjóða mest saman á árinu (16 ma.kr.) sem endurspegladist í kaupum lífeyrissjóða. Nam eignarhlutdeild þeirra í ríkisbréfum tæpum 9% í árslok 2016 og eru þeir þar með næststærstu eigendur íbúðabréfa.



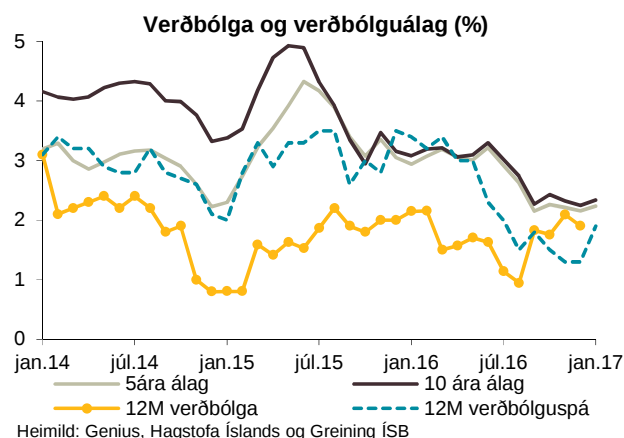
Áhrifapættir



Verðbólga og verðbólguálag

Verðbólga hefur nú verið undir 2,5% markmiði Seðlabankans samfleytt í þrjú ár og er nú 1,9%. Svo langt tímabil hóflegar verðbólgu er nýmæli í íslensku hagkerfi, ekki síst þegar tekið er með í reikninginn að hagvöxtur hefur verið myndarlegur, raunhækkun íbúðaverðs töluverð og launahækkunar hraðar á tímabilinu. Meginástæða svo hóflegar verðbólgu þrátt fyrir framangreinda þætti er auðvitað mikil styrking krónu á sama tíma, en yfir nýliðið ár styrktist krónan um ríflega 18% gagnvart helstu viðskiptamyntum að jafnaði.

Við gerum ráð fyrir að verðbólga verði undir verðbólguþakmiðinu allt yfirstandandi ár, og muni mælast 1,9% í árslok. Í kjölfarið spáum við þó vaxandi verðbólgu, og að hún mælist 3,8% yfir árið 2018 en hjaðni að nýju í 3,3% yfir árið 2019.

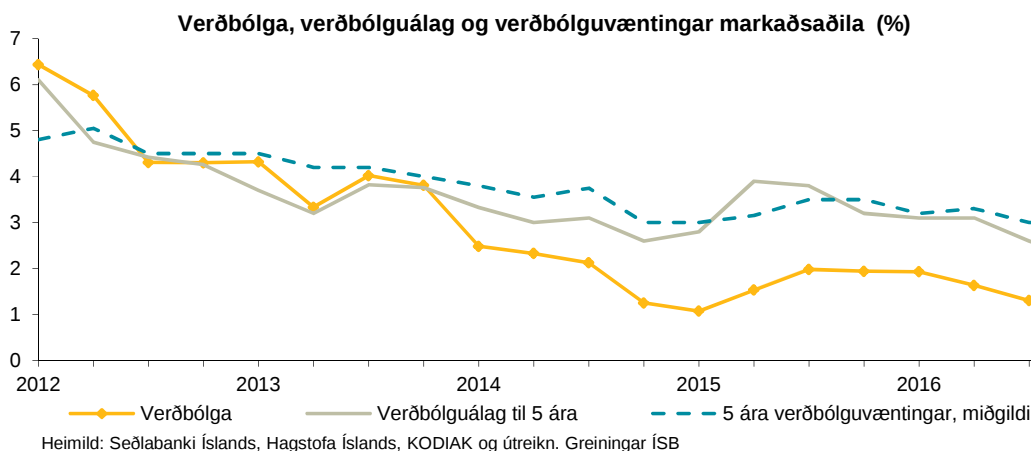


Gengisþróun krónu er einn helsti gangráður spár okkar, og gerum við ráð fyrir tæplega 8% styrkingu fram á lokafjórðung yfirstandandi árs, en í kjölfarið spáum við hægfara gengislækkun krónu árin 2018 og 2019. Hækkun launa mun áfram mynda hækkunarþrýsting á verðlag héraðs, enda gerum við ráð fyrir nokkuð meiri hækkun launa en samrýmist verðbólguþakmiðinu að viðbættum framleiðnivexti. Sá þrýstingur minnkar hins vegar jafnt og þétt þegar frá líður og dregur úr spennu á

vinnumarkaði. Svipaða sögu má segja af verðþróun íbúðarhúsnæðis, þar sem við spáum áframhaldandi hækkun en að smám saman dragi úr hækkunarhraðanum.

Verðbólguálag á markaði hefur lækkað verulega síðustu misserin eftir því sem hófleg verðbólga hefur fest sig í sessi. Síðasta lækkunarhrinin átti sér stað á seinni hluta sumars 2016 samhliða hraðri styrkingu krónu og

vaxtalækkun Seðlabankans. Álagið er nú u.þ.b. 2,2% til 5 ára og 2,3% til 10 ára. Ef gert er ráð fyrir, eins og oft er gert að forsendu í fræðilegri umfjöllun um verðbólguálag, að einhver hluti verðbólguálagsins endurspeglir óvissu um endanlega raunvexti óverðtryggðra skuldabréfa mætti álykta að verðbólguvæntingar á markaði séu nokkuð undir verðbólguþakmiði Seðlabankans.

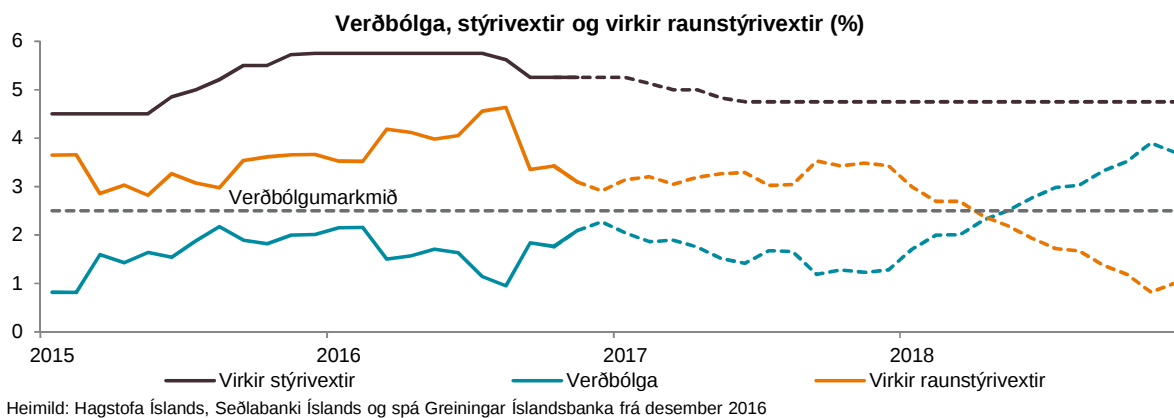


Samanburður verðbólguálags og svara við könnun Seðlabankans um verðbólguvæntingar markaðsaðila kemur hins vegar illa heim og saman við þá forsendu að verðbólguálag á markaði innifeli áhættuálag til viðbótar við verðbólguvæntingar. Eins og sést á myndinni hefur 5 ára verðbólguálag á markaði oftast en ekki verið lægra en 5 ára verðbólguvæntingar frá því bankinn hóf að birta þessar kannanir árið 2012. Líklegasta skýring þessa er að álagið á markaði sé litað af skammtíma verðbólguhorfum, m.a. vegna þess að skortur er á stuttum verðtryggðum bréfum sem hægt er að eiga viðskipti með þegar skammtíma verðbólguvæntingar breytast. Sé þetta raunin gæti verðbólguálagið verið talsvert viðkvæmt fyrir versnandi skammtímahorfum um verðbólgu og hækkað hratt ef þær breytast, líkt og raunin var vorið 2015.

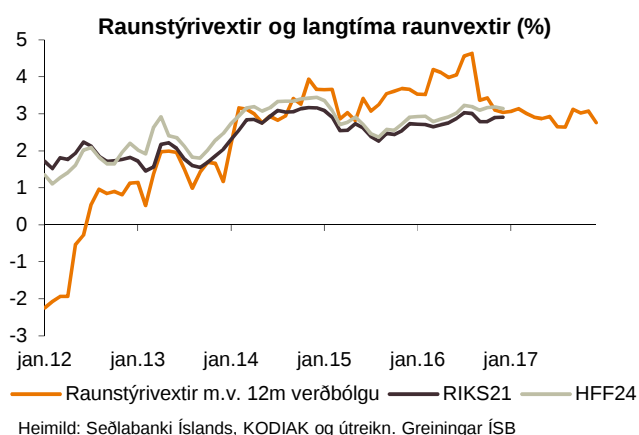
Við eigum þó von á að verðbólguálagið verði áfram lágt lengst af á spátímanum í takti við litla verðbólgu. Það gæti hins vegar tekið að hækka á síðasta fjórðungi ársins ef spá okkar um viðsnúning í gengi krónu gengur eftir. Ef markaðs má reynsluna af síðustu árum gæti álagið aftur á móti hækkað allhratt ef gengi krónu gefur eftir og verðbólga slær á ný yfir 2,5% markmið Seðlabankans líkt og við spáum að gerast muni á vordögum 2018.

Skammtímaþróun

Vaxtalækkun Seðlabankans um 0,75 prósentur á seinni hluta síðasta árs litaði verulega þróun á skuldabréfamarkaði á tímabilinu. Krafa flestra flokka ríkisbréfa lækkaði um u.þ.b. prósentu frá miðjum ágúst til desemberloka, og var stýrivaxtaþróunin einn helsti áhrifavaldur þeirrar þróunar. Sér í lagi hafði óvænt 0,50 prósentu vaxtalækkun í ágústmánuði mikil áhrif, enda var í henni sleginn mun mildari tónn en hafði verið í vaxtaákvörðunum bankans fram að því.



Við teljum að peningastefnunefnd Seðlabankans muni stíga eitt lækkunarskref á yfirstandandi ári. Spáum við því að það skref verði stigið á öðrum ársfjórðungi, og vextir verði þá lækkaðir um 0,25 prósentur. Meginvextir bankans, þ.e. vextir á 7 daga bundnum innlánnum, verða þá komnir niður í 4,75%. Í kjölfarið gerum við ráð fyrir óbreyttum vöxtum út árið 2018. Raunstýrivextir munu hins vegar fara lækandi þegar kemur fram á næsta ár, en þá eykst verðbólgutakturinn samkvæmt okkar spá.



Talsverð fylgni virðist vera milli þróunar raunstýrivaxta og lengri raunvaxta síðustu árin, eins og sjá má á myndinni. Eftir lækkun raunstýrivaxta í kjölfar stýrivaxtalækkunar og meiri mældrar verðbólgu á seinni hluta síðasta árs eru raunstýrivextir og langtíma raunvextir um þessar mundir á svipuðum slóðum, þ.e. í grennd við 3,0%. Frekari lækkun stýrivaxta að óbreyttri verðbólgu ætti samkvæmt þessu að leiða til lægri langtíma raunvaxta þegar líður á yfirstandandi ár.

Lækki raunstýrivextir vegna vaxandi verðbólgu og óbreyttra stýrivaxta á næsta ári veldur það væntanlega einnig þrýstingi til lækkunar langtíma raunvaxta þegar fram í sækir.

Losun gjaldeyrishafta og vaxtamunur

Um síðustu áramót kom til framkvæmda seinni áfanginn í því skrefi til losunar fjármagnshafta sem fest var í lög síðastliðið sumar. Nú geta einstaklingar og lögaðilar því fjárfest allt að 100 m.kr. í erlendum fjármálagerningum eða innlánnum í gjaldeyri, ásamt ýmsum fleiri tilslökunum. Seðlabankinn áætlaði í fyrrahaust að útlæði vegna þessa gæti orðið í kring um 120 ma.kr. á komandi fjórðungi. Hluti þessa útlæðis verður að mati bankans fjármagnaður með sölu á skuldabréfum, hvort sem er úr beinni eigu einstaklinga eða vegna innlausna þeirra úr innlendum verðbréfasjóðum.

Okkar mat er að áætlun Seðlabankans á útlæði vegna ofangreindra skrepa í losun hafta sé nokkuð rífleg, og eru fyrstu áhrif af þeim í samræmi við þá skoðun okkar. Þó mun talsvert fé leita út fyrir landsteinana á spátímanum að okkar mati, sér í lagi ef lát verður á styrkingu krónu svo mánuðum skiptir. Verður eftirspurn á

innlendum skuldabréfamarkaði minni í ár fyrir vikið. Við eigum þó ekki von á því að innlendir aðilar leiti á erlenda skuldabréfamarkaði í miklum mæli, enda ávöxtun víða í lægra lagi á stærri mörkuðunum. Líklegra er að þeir sæki í hlutabréf og aðrar fjáreignir sem bera hærri vænta ávöxtun á kostnað meira flöks í ávöxtuninni.



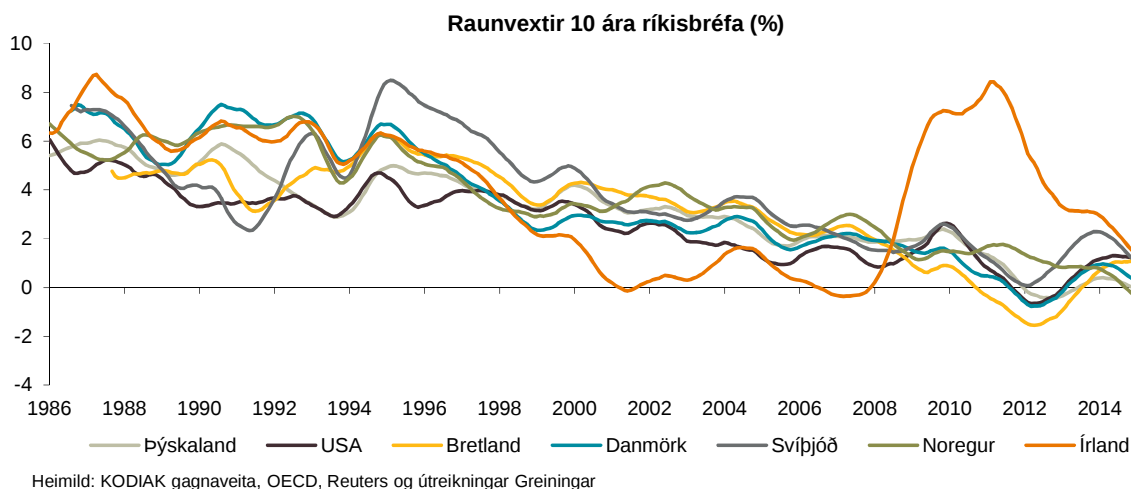
Langtíma vaxtamunur við útlönd, reiknaður út frá mun á ávöxtunarkröfu 10 ára ríkisbréfa, er verulegur um þessar mundir en þó hefur dregið talsvert úr honum frá miðju síðasta ári. Er orsakanna bæði að leita í kröfulækkun hérlandis og í hækkun ávöxtunarkröfu erlendis. Vaxandi verðbólguvæntingar í Bandaríkjunum eftir kjör Donald Trump í embætti forseta og aukin verðbólga samfara heldur hraðari hagvexti í iðnríkjunum almennt hafa ýtt langtíma ávöxtunarkröfu töluvert upp í helstu gjaldmiðlum eftir tímabil afar lágrar langtímakröfu. Þannig hefur krafa 10 ára ríkisbréfa hækkað frá miðju síðasta ári úr -0,1% í 0,5% á evrusvæði (m.v. þýsk ríkisbréf), úr 0,9% í 1,5% í Bretlandi og úr 1,5% í 2,5% í Bandaríkjunum. Á sama tíma hefur krafa 10 ára ríkisbréfa í krónum lækkað úr 6,2% í 5,2%. 10 ára vaxtamunurinn hefur m.ö.o. minnkað um 1,6% gagnvart evru og bresku pundi, og um 2,0% gagnvart Bandaríkjadal. Í janúar 2017 var vaxtamunurinn á þennan kvarða að jafnaði 4,8% gagnvart evru, 3,8% gagnvart bresku pundi og 2,7% gagnvart Bandaríkjadal.

Hér má einnig nefna að 5 ára skuldatryggingarálag á íslenska ríkið er rétt rúm 90 punktar um þessar mundir og 5 ára USD skuldabréf íslenska ríkisins bera 1,3% álag ofan á bandarísk ríkisskuldabréf. Má því álykta að nokkur hluti vaxtamunarins endurspegli mun á metinni áhættu við eign í íslenskum ríkisbréfum annars vegar, og ríkisbréfum helstu iðnríkja heims hins vegar. Samantektarspá Reuters fyrir 10 ára ríkisbréf framangreindra mynta hljóðar upp á að krafa þeirra hækki um 0,1% – 0,2% á yfirstandandi ári. Gangi spá okkar eftir gæti því langtíma vaxtamunur minnkað sem því nemur á árinu, og gæti það aukið eitthvað hvata fjárfesta til að leita út fyrir landsteinana með hluta fjáreigna sinna.

Langtímaleitni raunvaxta

Eitt það fyrirbæri sem helst hefur einkennt alþjóðlegan skuldabréfamarkað síðustu áratugina er leitni raunvaxta til lækkunar. Þessi þróun virðist býsna almenn, og gildir nánast einu hvort horft er á meginmyntir eða minni markaði, skammtíma- eða langtímakröfu. Þrátt fyrir að hagsveifla, fjármálaáföll og viðbrögð peningastefnu í löndum heims við þessu tvennu hafi valdið tímabundnum frávikum frá þeirri leitni virðist jafnan

hafa sótt í sama farið að nýju. Sem dæmi má nefna að sé tekið einfalt meðaltal langtíma raunvaxta³ í Bandaríkjunum, Bretlandi og Þýskalandi var það 4,6% árið 1990, 3,6% árið 2000, 1,3% árið 2010 en 1,0% árið 2015. Eins og myndin sýnir hefur þróunin verið áþekkt á hinum Norðurlöndunum, og sé leiðrétt fyrir sveiflum í áhættuálagi í kjölfar alþjóðlegu fjármálakreppunnar undir lok síðasta áratugar virðist það sama gilda um t.d. Írland.

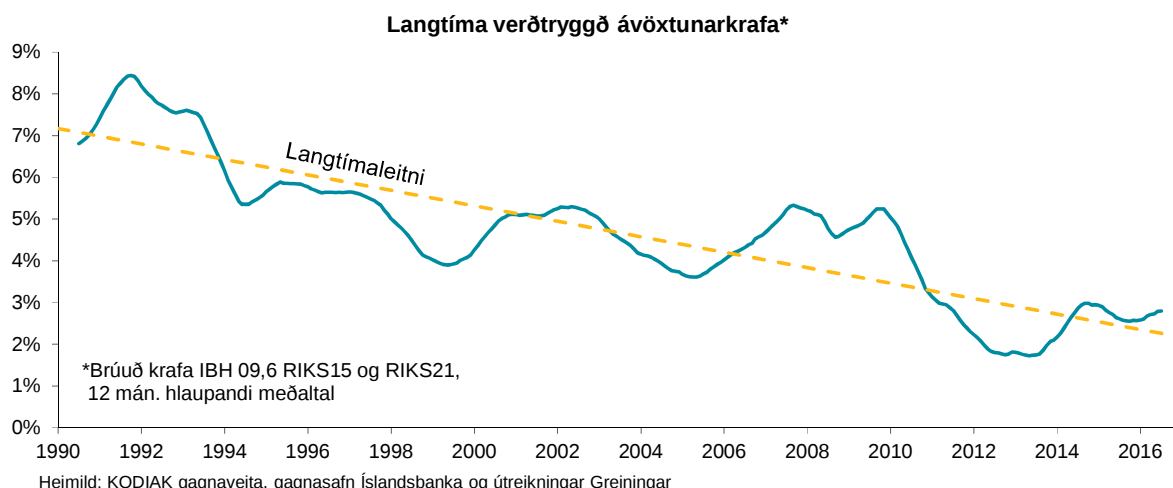


Ýmsar mögulegar ástæður hafa verið nefndar fyrir þessari þróun. Má þar nefna hægari vöxt vinnuafis, hækkanði hlutfall vinnandi af heildarmannfjölda, aukna misskiptingu þar sem sparnaðarhneigð eykst með vaxandi auði, sparnaðargnótt (e. savings glut) í stórum nýmarkaðsríkjum á borð við Kína, hlutfallslega verðlækkun á fjárfestingarvörum o.fl. Sumar þessara skýringa stangast raunar á, og eins eru skiptar skoðanir um mikilvægi þeirra fyrir þróun jafnvægisraunvaxta. Að sama skapi greinir fræðimenn á um hvort raunvextir séu líklegir til að hækka að nýju á næstu árum eða hvort þeir lágu raunvextir sem undanfarið hafa ríkt muni áfram verða til staðar um fyrirsjáanlega framtíð⁴. Flestir virðast þó búast við því að raunvextir verði að jafnaði umtalsvert lægri á komandi árum en þeir voru fyrir 2-3 áratugum síðan.

Raunvextir á Íslandi eru um þessar mundir talsvert hærri en gerist og gengur í flestum landanna í kring um okkur. Raunstýrivextir eru þannig í kring um 3% þessa dagana, og ávöxtunarkrafa 5 ára verðtryggðra ríkisbréfa u.þ.b. 2,9%. Líkt og í öðrum löndum hefur þó leitni langtíma raunvaxta verið niður á við undanfarna áratugi eins og sjá má á myndinni á næstu síðu, sem sýnir þróun ávöxtunarkröfu verðtryggðra skuldabréfa með ríkisábyrgð.

³ Notast er við aðferðafræði IMF úr World Economic Outlook April 2014 til að áætla langtíma raunvexti

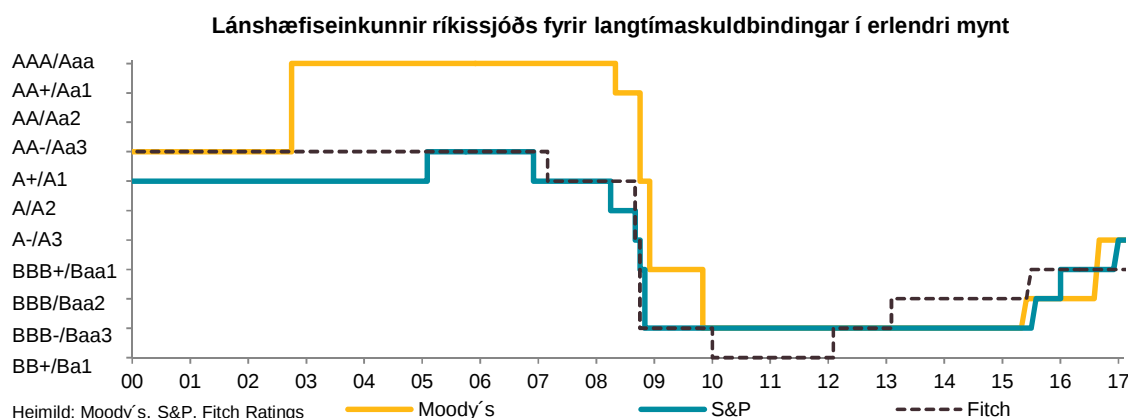
⁴ Sjá t.d. <http://voxeu.org/article/towards-global-narrative-long-term-real-interest-rates> og <http://www.frbsf.org/economic-research/files/el2016-36.pdf>



Hafa ber í huga að um nokkuð grófa nálgun er að ræða og þau bréf sem mynda kröfuröðina á myndinni eru ekki fullilega sambærileg. Leitnin sem myndin sýnir er þó það afgerandi að ekki virðist blöðum um það að fletta að langtíma jafnvægisraunvextir hafa lækkað verulega undanfarin 30 ár. Á þennan kvarða voru langtíma raunvextir 6,0% að meðaltali á árunum 1990-2000, 4,6% á árunum 2001-2010 og 2,4% það sem af er þessum áratug.

Með hliðsjón af því hversu keimlík þróunin hérlandis hefur verið þróuninni á heimsvísu, og því að margir þeirra þátta sem nefndir eru til sögunnar sem orsakir þróunar í öðrum löndum eiga einnig við hér á landi, má telja líklegt að raunvextir verði áfram talsvert lægri að jafnaði en þeir voru síðustu áratugi. Jafnvel gæti verið þrýstingur á þá til frekari lækkunar ef fer saman á komandi misserum bæði hægari vöxtur í hagkerfinu, þeir alþjóðlegu áhrifaþættir sem lýst er hér að ofan og síðast en ekki síst áhrif af losun hafta, sem ættu að öðru jöfnu að leiða til aukinnar samleitni við erlenda raunvexti.

Lánshæfismat ríkissjóðs hækkar



Lánshæfismatsfyrirtækin S&P og Fitch sendu bæði frá sér tilkynningar um miðjan janúar sl. um endurskoðun á lánshæfismati ríkissjóðs Íslands. Báðar tilkynningarnar fólu í sér mjög jákvæð tíðindi fyrir ríkissjóð. S&P hækkaði lánshæfiseinkunn ríkissjóðs fyrir langtímaskuldbindingar um 1 þrep (úr BBB+ í A-) og eru horfur um

einkunn sagðar stöðugar. Lánshæfiseinkunnir ríkissjóðs (BBB+) voru hins vegar óbreyttar hjá Fitch að sinni, en horfum um þær breytt úr stöðugum í jákvæðar.

Er ríkissjóður þar með kominn með tvær einkunnir í A-flokki, en Moody's hafði hækkað lánshæfiseinkunnir í september 2016 um tvö þrep (úr Baa2 í A3). Þessar aðgerðir matsfyrirtækjanna í janúar höfðu þó ekki áhrif á innlendan fjármálamarkað líkt og aðgerð Moody's hafði, og virðast þar með hafa verið í línu við væntingar markaðsaðila.

Eðlilega fer það eftir framvindu efnahagsmála hér landi hvort lánshæfismat ríkissjóðs sigli ofar á komandi árum en ef vel er haldið á spöðunum m.v. núverandi efnahagshorfur teljum við góðar líkur á að svo verði. Næsta endurskoðun á lánshæfismati ríkissjóðs hjá Fitch er þann 7. júlí nk. og eigum við von á að fyrirtækið hækki einkunnir ríkissjóðs. Næsta endurskoðun hjá S&P er þann 30 júní nk. en matsfyrirtækið Moody's gefur ekki upp fyrirfram ákveðnar dagsetningar á endurskoðun á lánshæfismati ríkissjóðs. Þau atriði sem fyrirtækin hafa nefnt til sögunnar sem gætu leitt til jákvæðrar hreyfingar á lánshæfiseinkunn eru m.a. frekari bati í skuldastöðu hins opinbera, áframhaldandi hagvöxtur án verulegs ójafnvægis í hagkerfinu og velheppnuð losun fjármagnshafta. Andstæð þróun þessara þátta gæti svo aftur leitt til neikvæðra breytinga á lánshæfiseinkunn.

LÖGBUNDNAR UPPLÝSINGAR

Íslandsbanki á eða kann að eiga í reglulegum viðskiptum fyrir eigin reikning með hluti í útgefanda..

Upplýsingar þessar eiga við Íslandsbanka og öll dótturfélög hans.

Endurskoðun ráðgjafar: Ekki liggur fyrir hvenær ráðgjöfin verður endurskoðuð en gert er ráð fyrir því að ráðgjöfin verði endurskoðuð reglulega.

FYRIRVARI

Skýrsla þessi er tekin saman af Íslandsbanka hf.

Skýrsla þessi telst opinber fjárfestingaráðgjöf en ekki fjárfestingarannsókn. Hún hefur því ekki verið unnin í samræmi við kröfur sem reglugerð nr. 995/2007 gerir til fjárfestingarannsókna og stuðlar að óhæði slíkra rannsókna. Jafnframt skal tekið fram að bann við viðskiptum í samræmi við a og b lið 2. mgr. 23. gr. reglugerðarinnar á ekki við.

Upplýsingar í skýrslu þessari eru upprunnar frá innlendum og erlendum upplýsinga- og fréttaveitum, sem taldar eru áreiðanlegar, ásamt opinberum upplýsingum, eigin úrvinnslu Greiningar og mati á hverjum tíma. Upplýsingarnar hafa ekki verið kannaðar sjálfstætt af Íslandsbanka hf. þannig að ekki er hægt að ábyrgjast nákvæmni upplýsinganna, áreiðanleika eða réttmæti þeirra.

Allar skoðanir sem settar eru fram hér eru skoðanir höfundar/höfunda á þeim tíma sem þær eru skráðar en geta breyst án fyrirvara. Íslandsbanka hf. ber engin skylda til þess að uppfæra, lagfæra eða breyta þessari skýrslu eða að tilkynna lesanda eða viðtakanda hennar ef eitthvert atriði, skoðun, framreikningur, spá eða áætlun í henni breytist eða verður síðar ónákvæm.

Skýrsla þessi er í eðli sínu til upplýsingar og ætti ekki að túlka sem persónulega ráðleggingu um að ráðast í eða ráðast ekki í tiltekna fjárfestingu. Þá er skýrslan ekki tilboð um að kaupa, selja eða skrá sig fyrir fjármálagerningum útgefnum af félaginu/félögunum sem fjallað er um.

Skýrsla þessi tekur ekki mið af sérstökum fjárfestingamarkmiðum, fjárhagsstöðu eða þekkingu eða reynslu neins tiltekins aðila sem kann að fá skýrslu þessa í hendur. Áður en tekin er ákvörðun um fjárfestingu eru viðtakendur hvattir til þess að leita sér sérfræðilegrar ráðleggingar og kynna sér vel fjárfestingamarkaðinn og hina ýmsu fjárfestingarkosti sem í boði eru. Hvers kyns tap sem kann að leiða af notkun upplýsinga eða skoðana sem settar eru fram í skýrslu þessari er alfarið á ábyrgð fjárfestis. Íslandsbanki hf. ber enga ábyrgð á neinu tapi eða öðrum afleiðingum sem kunna að leiða af ákvörðunum sem byggja á upplýsingum eða skoðunum sem lýst er í skýrslu þessari eða á upplýsingum sem fengnar eru á vefsíðum Íslandsbanka hf.

Fjárfestingum fylgir ávallt fjárhagsleg áhætta, svo sem hætta á að ekki verði um neina ávöxtun að ræða eða að höfuðstóll tapist. Fyrri árangur er hvorki vísbending um né trygging fyrir framtíðarárangri af fjárfestingu. Sumir fjárfestingarkostir sem Íslandsbanki hf. fjallar um eru háðir miklum sveiflum og kunna því að taka skyndilegum og miklum verðbreytingum, sem kunna að leiða til taps. Einnig ber að hafa hugfast að alþjóðlegar fjárfestingar fela í sér áhættu sem tengist pólitískri og efnahagslegri óvissu, svo og gengisáhættu.

Útgefandi eða útgefendur hlutarins eða hlutanna sem til greiningar eru kunna að hafa fengið tækifæri til þess að fara yfir skýrslu þessa fyrir útgáfu hennar. Í slíkum tilvikum fær útgefandi aðeins tækifæri til að sannreyna réttmæti upplýsinga. Hvorki ráðlegging né markgengi sem tilgreint er í skýrslunni koma fyrir sjónir útgefanda fyrir útgáfu hennar. Ráðleggingum í skýrslunni hefur ekki verið breytt á grundvelli hugsanlegra athugasemda útgefanda.

Íslandsbanki hf. kann af og til að bjóða útgefanda eða útgefendum sem til greiningar eru fjárfestingabankaþjónustu og/eða sækjast eftir umboði þeirra til þess að annast fjárfestingabankaþjónustu eða aðra þjónustu.

Íslandsbanki hf. starfar samkvæmt verkferlum sem ætlað er að koma í veg fyrir og komast hjá hvers kyns hagsmunaárekstrum. Meðal þeirra eru starfsreglur sem varða trygga meðferð innherjaupplýsinga. Ennfremur eru verkferlar sem mynda Kínámúr milli Greiningar og starfsmanna sem annast verðbréfaviðskipti fyrir eigin reikning Íslandsbanka hf. eða fyrir reikning viðskiptavina til þess að tryggja að upplýsingar sem kunna að hafa áhrif á verðmyndun hljóti meðhöndlun sem samræmist gildandi lögum og reglugerðum.

Skýrslur og aðrar upplýsingar sem berast frá Íslandsbanka hf. eru einungis ætlaðar til einkanota. Hvorki má afrita efnið, vitna í það né dreifa því, í heild eða að hluta, án skriflegs leyfis frá Íslandsbanka hf. Skýrsla þessi er samantekt og ber ekki að líta svo á að í henni sé að finna allar tiltækar upplýsingar um þau viðfangsefni sem hún fjallar um.

Eftirlitsaðili: Fjármálaeftirlitið (www.fme.is)

Athygli er vakin á því að lög og reglugerðir í öðrum löndum kunna að takmarka dreifingu skýrslu þessarar.

Frekari upplýsingar varðandi efni Greiningar Íslandsbanka má finna á eftirfarandi vefsíðu: <https://www.islandsbanki.is>