



Markaðspunktur



Arion banki * Greiningardeild * greining@arionbanki.is * arionbanki.is

Markaðspunktur í dag:

- Útgáfa verðtryggðra bréfa: Eftirspurnin hefur minnkað
- Verðbólguálagið í lágmarki

Útgáfa verðtryggðra bréfa: Eftirspurnin hefur minnkað

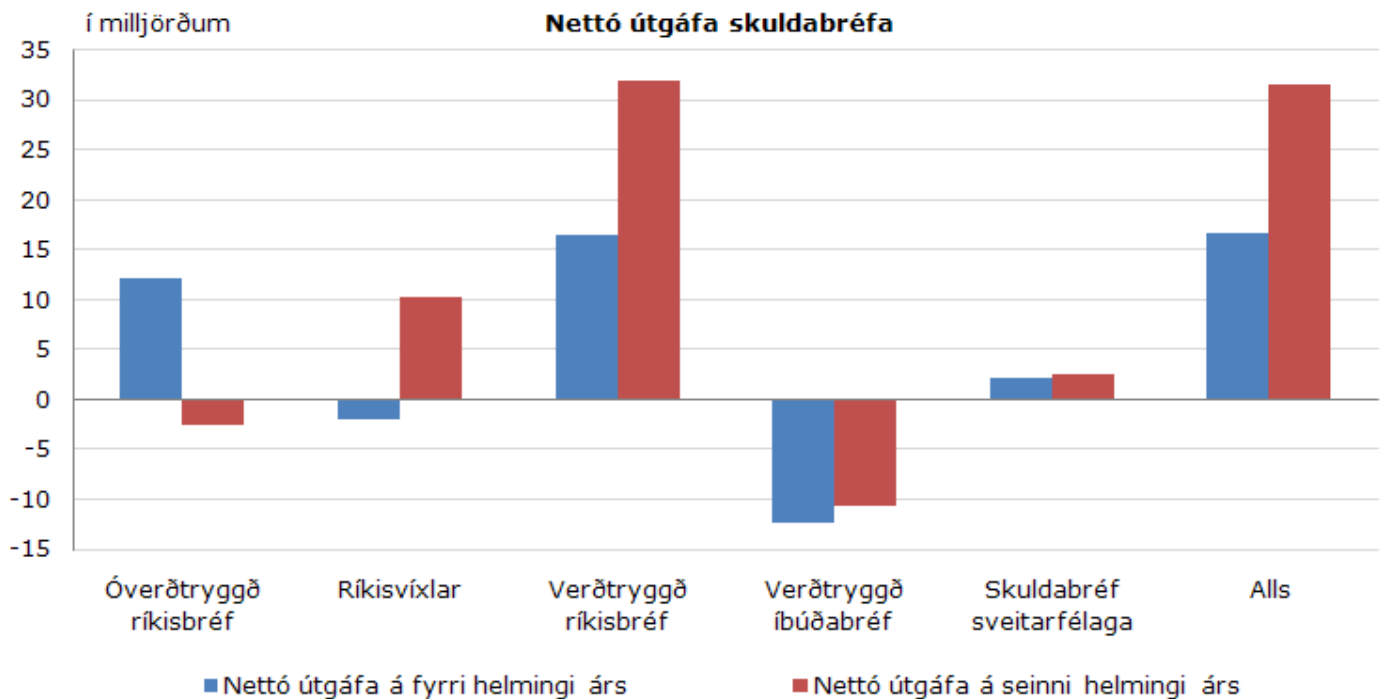
Mikil lækkun átti sér stað á ávöxtunarkröfu ríkistryggðra bréfa í kjölfar dóms Hæstaréttar um ólögmæti gengistryggðra lána í síðastliðinni viku. Í fljótu bragði virðist áþreifanlegasta skýringin vera aukin ásókn í ríkistryggð bréf.

Lítill áhugi var hinsvegar á verðtryggðum pappírnum í síðasta útboði Lánamála ríkisins, og virðist eftirspurnin því hafa sjatnað eitthvað, allavega í bili. Aðeins bárust tilboð fyrir 3 ma.kr. í útboðinu en af þeim voru samþykkt tilboð fyrir 1,5 milljarða króna. Samkvæmt áætlun á flokkurinn að vera 50 ma.kr. að nafnvirði í lok árs en stærð flokksins er nú 16,5 ma.kr. Eigi áætlanir að ganga eftir er því umtalsvert framboð verðtryggðra bréfa í pípunum af hálfu ríkisins. Þessi takmarkaði áhugi í síðasta útboði á sér þó nokkrar skýringar:

1. Lífeyrissjóðirnir gera 3,5% tryggingafræðilega uppgjörskröfu en krafa verðtryggðra bréfa hefur verið undir því gildi að undanfögnu. Líklegt er því að áhuga lífeyrissjóða hafi dvínað að undanfögnu í ljósi þessa.
2. Verðbólguhorfur hafa batnað á undanfögnu mánuðum og eftirspurn hefur því fæst yfir í óverðtryggð bréf.
3. Áhugi erlendra aðila liggur fyrst og fremst í óverðtryggðum bréfum. Í mars var á gjalddaga 70 ma.kr. óverðtryggður flokkur en stór hluti þeirra bréfa var í eigu erlendra aðila. Líklegt er að þessir peningar hafi að stórum hluta leitað í önnur stutt ríkisbréf.
4. Útlit er fyrir að framboð verðtryggðra bréfa (nettó) verði meira en af óverðtryggðum bréfum á seinni árshelmingi (sjá hér að neðan).

Hvert verður framboð skuldabréfa á árinu?

Meðfylgjandi mynd sýnir hvernig nettó útgáfa ríkistryggðra verðbréfa (RIKB, RIKV, RIKS, HFF) hefur verið á fyrri árshelmingi ársins og hvernig útlitið er fyrir seinni árshelming. Miðað við útgáfuáætlun verður nettó útgáfa verðtryggðra skuldabréfa (HFF, RIKS og LSS) á seinni helmingi ársins *jákvæð* um rúmlega **23 ma.kr.** á meðan nettó útgáfa óverðtryggðra ríkisbréfa verður *neikvæð* um **2,5 ma.kr.**



Áfram sterk eftirspurnaráhrif

Skoðum nokkra áhrifaþætti á framboðs- og eftirspurnarhlið skuldabréfamarkaðarins.

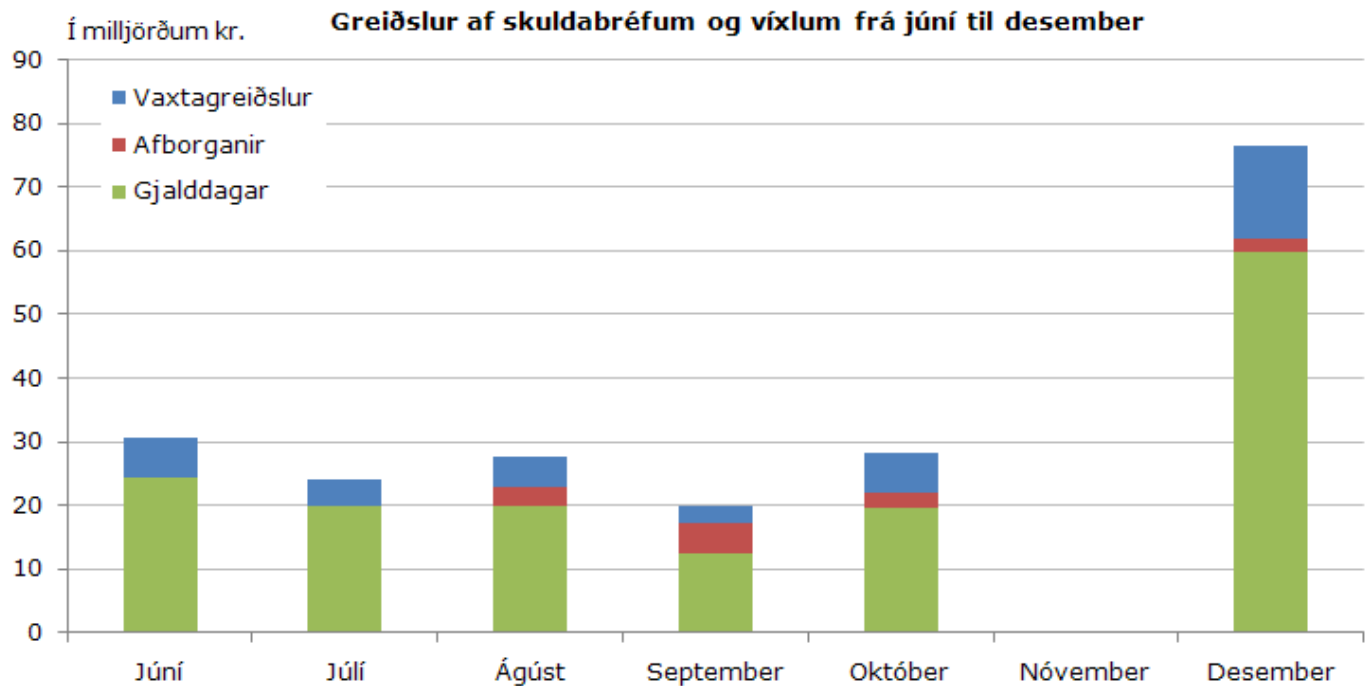
Framboðshliðin:

- Standist þær útgáfuáætlanir sem hafa verið gefnar út verður nettó útgáfa ríkistryggðra verðbréfa jákvæð um tæpa **32 ma.kr.** á seinni helmingi ársins (sbr. myndin hér að ofan).

Eftirspurnarhliðin:

- Fáir fjárfestingarkostir enn í boði – valið í dag er að stærstu leyti á milli skuldabréfa og innlána.
- Aukin óvissa vegna dóms um ólögsmæti gengistryggða lána – aukin áhættufælni gæti því að einhverju leyti ýtt ávöxtunarkröfunni neðar.
- Hreint ráðstöfunarfé lífeyrissjóðanna á árinu nemur 110 mö.kr. og leitar þessi peningur því í fjárfestingar á árinu (þar á meðal innlán eða skuldabréf).
- Samhliða vaxtalækkunum Seðlabankans fara innlánsvextir lækkandi – áhugi fjárfesta að geyma peningana sína í innlánum fer dvínandi – svo framarlega sem skuldabréf bjóða sambærilega eða hærri vexti. Þó eru skuldabréf og innlán nánast einu fjárfestingarkostirnir í dag og minnka innstæður í bankakerfinu því ekki þótt eftirspurn eftir skuldabréfum aukist – þeir sem selja skuldabréfin sín enda að öllum líkindum í innlánum í bankakerfinu.
- Á gjalddaga í desember nk. eru tæpir **60 ma.kr.** ríkisbréfaflokkur, en þar eru erlendir aðilar stærstu eigendur. Líklega munu þessir aðilar leita í önnur stutt ríkisbréf eða víxla þegar bréfið fellur á gjalddaga. Útgáfa ríkisbréfa í heild fram til ársloka mun þó aðeins vera örlítið minni en sem nemur 60 mö.kr.

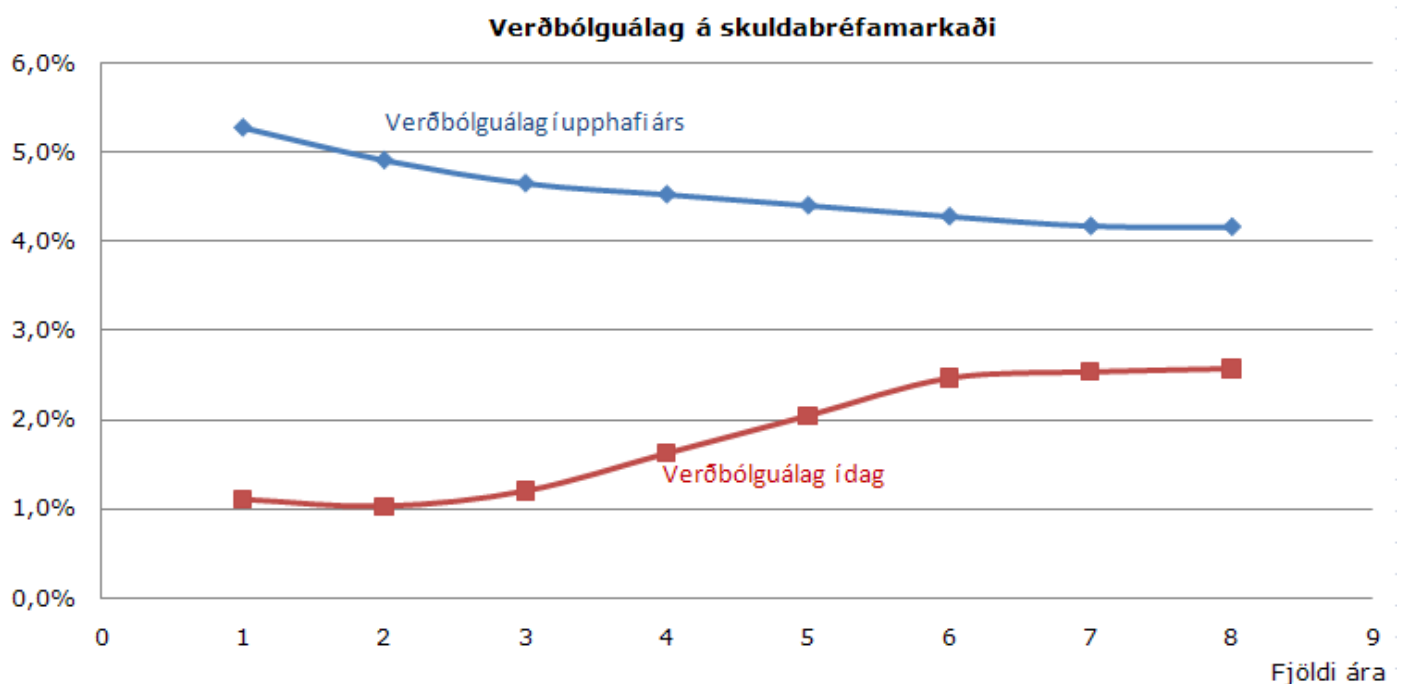
Meðfylgjandi mynd sýnir afborganir, vaxtagreiðslur og gjalddaga af öllum ríkistryggðum verðbréfum (HFF, RIKB, RIKS, RIKV) sem framundan eru á seinni helmingi ársins. Ef háar upphæðir falla á gjalddaga án þess að útgáfa komi til innan sama tímabils getur slíkt haft töluverð skammtímaáhrif á kröfuna þar sem sterk áhrif koma þá frá eftirspurnarhliðinni.



Verðbólguálagið í lágmarki

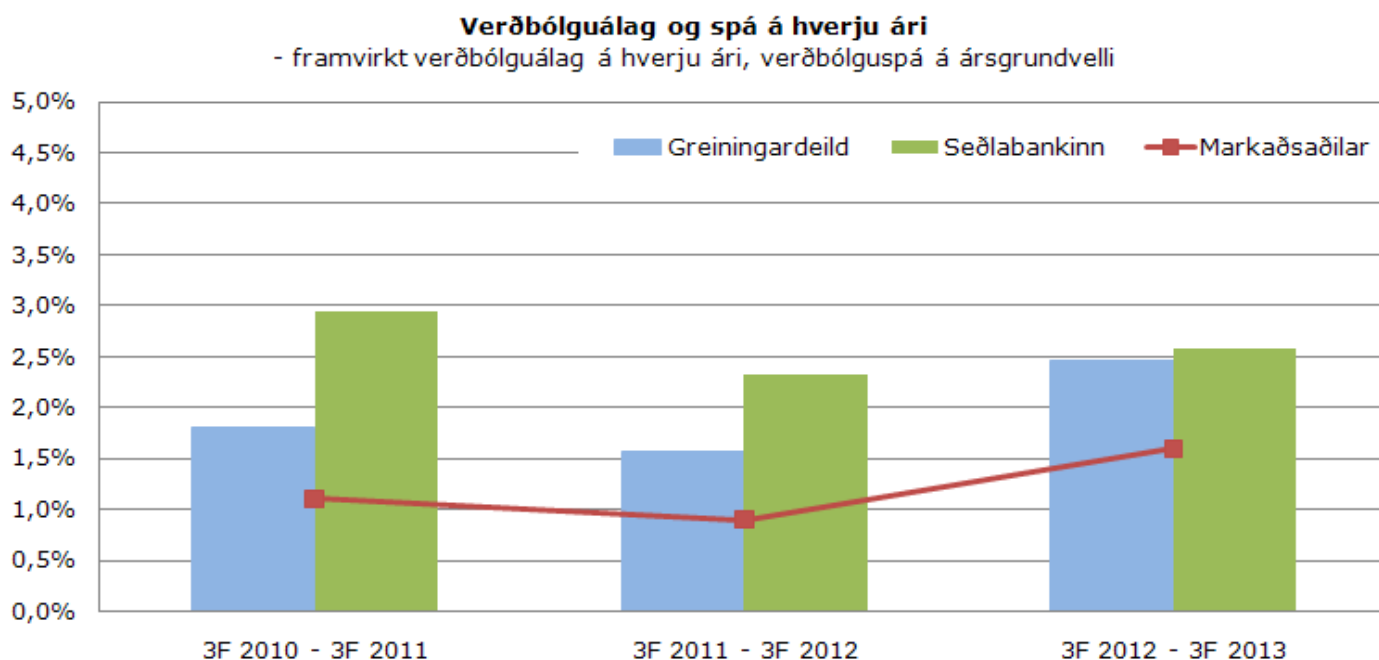
Krafa óverðtryggðra bréfa er í dag á bilinu 2,8-6,2% en til samanburðar var krafa bréfanna í ársbyrjun í kringum 7,5-8 prósent. Á sama tíma hefur krafa verðtryggðra bréfa einnig lækkað en þó mun minna ef aðeins er horft til kröfubreytingar, eða um 30-40 punkta frá áramótum og eru nú í kringum 3-3,5%. Þessi þróun, þá einkum á kröfu óverðtryggðra bréfa, hefur því verið jákvæð fyrir vaxtakostnað ríkissjóðs sem hefur náð að festa inni lægri kröfu eftir því sem liðið hefur á árið.

Þessi mikla kröfulækkun óverðtryggðra bréfa hefur skilað sér í hratt lækkandi verðbólguálagi (sem í grófum dráttum er mismunur á óverðtryggðri og verðtryggðri kröfu). Þannig hefur þriggja ára verðbólguálag lækkað úr 4,7% í 1,25% á fyrstu 6 mánuðum ársins – en álagið hefur ekki mælst svo lágt frá því að byrjað var að gefa út HFF bréfin árið 2005 (ef litið er framhjá hrunmánuðum september og október). Svipaða sögu má segja um verðbólguálagið til 8 ára en þar hefur álagið lækkað úr 4,2% í 2,6%, þó breytingin sé minni.



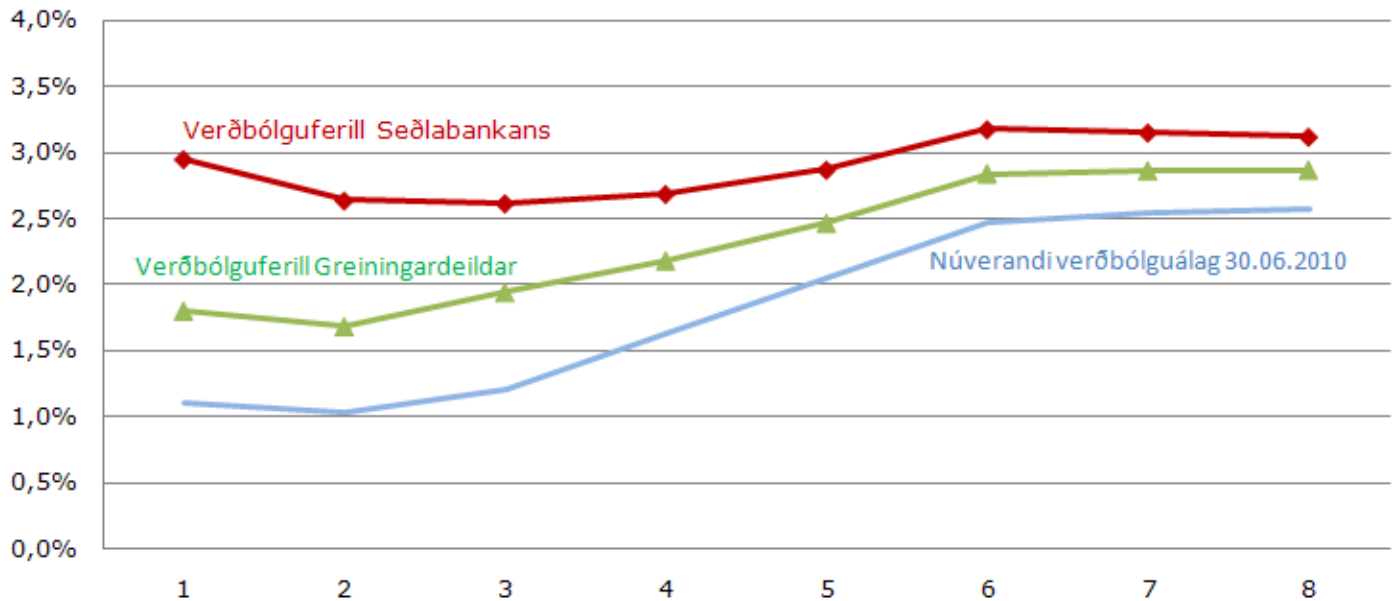
En stenst þetta lága verðbólguálag horft fram á veginn? Ef við brjótum verðbólguálagið á skuldabréfamarkaði niður eftir árum þá gera fjárfestar ráð fyrir að verðbólgan verði undir eða í kringum 1,6% á næstu þremur árum. Eftir eins mikla verðbólgutíð og verið hefur eiga eflaust margir erfitt með að ímynda sér að verðbólgan verði undir markmiði í nokkur ár - hins vegar hefur slíkt gerst hér áður fyrr. Á tímabilinu 1994-1999 mældist meðalverðbólgan 1,6% (m.v. ársfjórðungsverðbólgu á ársgrundvelli) en á því tímabili var gengið nokkuð stöðugt. Hins vegar má velta fyrir sér hvort raunhæft sé að ætla að meðalverðbólga til næstu 8 ára verði í kringum markmið Seðlabankans (2,5%)!

Meðfylgjandi mynd sýnir annars vegar verðbólguálagið brotið niður eftir árum og hins vegar spá Greiningardeildar og Seðlabankans. Eins og sést er það Seðlabankinn sem er svartsýnastur á þróun verðbólgunnar næstu þrjú árin.



Þá má einnig bera saman verðbólguferlana við verðbólguálagið á markaði sbr. myndin hér að neðan. Hér er gert ráð fyrir að verðbólguspár fylgi framvirku verðbólguálagi frá og með ári fjögur þegar spátímabili lýkur.

Verðbólguálag á skuldabréfamarkaði
- verðbólguferlarnir byggja á ársfjórðungsspá á ársgrundvelli



Markaðspunktar Greiningardeildar Arion banka

Ásdís Kristjánsdóttir	asdis.kristjansdottir@arionbanki.is	444-6968
Davíð Stefánsson	david.stefansson@arionbanki.is	444-6965
Fannar Jónsson	fannar.jonsson@arionbanki.is	444-6962
Þorbjörn Atli Sveinsson	thorbjorn.sveinsson@arionbanki.is	444-6973
Þórhallur Ásbjörnsson	thorhallur.asbjornsson@arionbanki.is	444-6967

Ábyrgðarmaður: Ásgeir Jónsson

Fyrirvari

Þær skoðanir og spár sem hér koma fram eru byggðar á almennum upplýsingum sem Greiningardeild Arion banka hefur undir höndum þegar markaðspunktar eru ritaðir. Helstu heimildir eru ársskýrslur, afkomufundir og hluthafafundir auk annarra opinberra upplýsinga sem birst hafa í fjölmiðlum og á öðrum vettvangi. Upplýsingar í umfjöllun eru einungis birtar í upplýsingarskyni og þær ber ekki að skoða sem tilboð á einn eða annan hátt. Skoðanir og spár geta breyst án fyrirvara. Þrátt fyrir að þess sé sérstaklega gætt að upplýsingarnar séu réttar og nákvæmar þegar þær eru settar fram getur Arion banki, eða starfsmenn Arion banka ekki tekið ábyrgð á villum. Vinsamlegast hafið samband við markaðsviðskipti Arion banka eða ráðgjafa áður en gengið er frá viðskiptum sem byggja á þessum markaðspunktum. Arion banki hf. og starfsmenn félagsins taka ekki ábyrgð á því ef að gengi einstakra bréfa sem félagið mælir með kaupum á kunni að lækka og öfugt.

Arion banki, starfsmenn Arion banka, stjórnarmenn eða aðilar tengdir Arion banka kunna að eiga hagsmuna að gæta varðandi einstök félög sem greiningar, verðmatsskýrslur og annað útgáfuefni Greiningardeildar Arion banka lýtur að hverju sinni. Hagsmunir kunna að vera ýmsir t.d. sem hluthafar eða ráðgjafar í einstaka félögum, umsjónaraðilar útboða, viðskiptavaki útgefenda eða hagsmunir sem lúta að annarri veittri fjárfestingabankabjónustu.

Athugasemdir, ábendingar og fyrirspurnir tengdar markaðspunktum sendist á netfangið greiningardeild@arionbanki.is